

Sector: *Industrial*

2T20 buena cartera de pedidos, pero sin visibilidad en márgenes

SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY

Precio Objetivo: 12,4 €

Recomendación: Vender

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 9.059

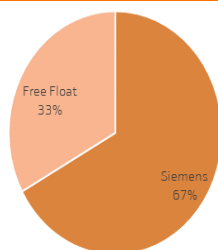
Último (€/acc.): 13,30

Nº Acciones (M.): 681,1

Min / Max (52 sem): 11,05/16,67

Cód. Bloomberg / Reuters: SGRE SM / SGREN.MC

Accionariado



Ppales cifras y rati

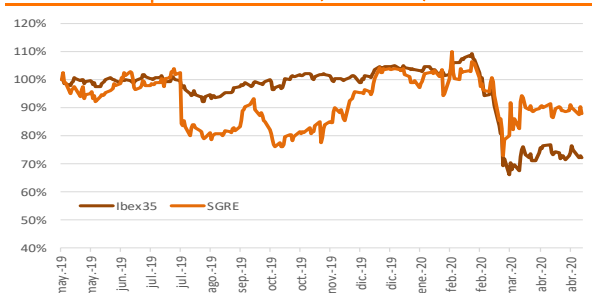
M€ (año fiscal, de oct a sep)	2019r	2020e	2021e	TAMI %
Cartera de Pedidos	25.507	27.613	29.254	7,1%
Ingresos	10.227	9.839	11.067	4,0%
EBIT reportado	253	-264	452	33,7%
EBIT ajustado⁽¹⁾	725	271	751	1,8%
Marg. EBIT ajustac	7,1%	2,8%	6,8%	
BNA	140	-222	288	43,4%
BNA Ajustado	491	154	498	0,7%
DFN⁽²⁾	-863	-710	-954	
BPA (€/acc.)	0,21	-0,33	0,42	
DPA (€/acc.)	0,05	0,00	0,11	
EV/EBIT ajustado	11,7	31,9	11,4	

(1) EBIT pre -PPA y costes de integra. y reestruc. (2) DFN de balance

Desglose de la Cartera de Pedidos

Cartera de Pedidos (M€)	2019	a/a	s/ Total
- Servicios	11.901	10,2%	47%
- Aerogeneradores Onshore	7.069	38,6%	28%
- Aerogeneradores Offshore	6.537	-5,3%	26%
TOTAL	25.507	11,9%	100%

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia compañía y Análisis Bankinter.

Los resultados del 2T20 de Siemens Gamesa han vuelto a mostrar un margen EBIT (pre PPA y costes de I&D) **más débil de lo esperado**. La deuda financiera neta ascendía al cierre del primer semestre a 295M€ (vs caja neta de 175M€ en 1T20). **Valoramos positivamente dos aspectos: (i) la elevada cartera de pedidos**, que da visibilidad a las ventas de próximos años (28.623M€, +1,9% desde dic-19, +21,4% a/a); y **(ii) la disponibilidad de líneas de financiación de liquidez (2.900 M€)**.

Sin nuevas guías para el ejercicio, desde nuestro punto de vista, la principal incertidumbre sigue siendo la **falta de visibilidad sobre la evolución de márgenes a medio plazo**. Revisamos a la baja nuestras estimaciones 2020, para reflejar el posible retraso en algunas entregas y los menores márgenes del 1S20. A medio plazo proyectamos un margen EBIT ajustado a partir 2022E del 7,8%. Mantenemos recomendación en **Vender. P. Obj: 12,4€/acc.**

Debilidad en los márgenes Onshore en 2T20 (de ene-mar20): Principales cifras comparadas con el consenso de mercado: Ventas 2.204M€ (-7,7% a/a) vs 2.228M€ esperado, EBIT pre PPA y costes de I&D 33M€ (-81,5% a/a) 108,6M€ est. y Pérdidas de -165M€ (vs +50M€ del 2T19) vs 127M€ est.

El **margen EBIT prePPA** y costes de I&D fue del 1,5% vs 7,5% del 2T19 y 7,1% del conjunto del 2019, afectados por **complicaciones adicionales** derivadas del Covid-19 en el mercado Indio y de Europa del Norte, si bien este trimestre también contó con el resultado positivo del acuerdo con Areva (c.62M€). La compañía estima que el impacto directo del Covid en el 2T20 fue de unos -59M€ y que el EBIT subyacente habría sido del 4%.

:: Dos aspectos muy positivos: elevada cartera de pedidos y la disponibilidad de liquidez

1.- La cartera de pedidos asciende a 28.623M€ (+1,9% desde dic-19, +21,4% a/a). La actividad de Servicios ha pasado a representar un 51% de la cartera (desde 46% en dic) tras la incorporación de Servion (que aportó 1.500M€). *Onshore* representa el 25% y *Offshore* el 24% restante. La **entrada de pedidos** en el 2T20 fue de 2.203M€ (**1x Entradas/Ventas y 1,5x acumulado 12M**). Poca actividad comercial en *Offshore*, mientras en *Onshore* destaca la mejora del precio medio de venta de los pedidos (0,78M€/MW en 2T20 vs 0,63 en 1T20) gracias al mix de ventas del trimestre, lo que da cierta estabilidad al precio medio de venta de los últimos 12M 0,72M€/MW (vs 0,73 y 0,75 de hace un año y dos respectivamente).

2.- Las líneas de financiación no dispuestas que ascienden a unos 2.900M€ (de los cuales c. 2000M€ con un plazo de amortización al 2024). La deuda financiera neta al cierre del 1S20 se situó en -295M€. (vs caja neta de 175M€ en 1T20 y 863M€ en 4T19).

:: :: Falta visibilidad en la evolución de márgenes. Mantenemos Rec. Vender (P. Obj: 12,4€/acc., desde 12,62€/acc.). La compañía **no ha establecido nuevas guías** para el 2020 y, desde nuestro punto de vista, la principal incertidumbre sigue siendo la **falta de visibilidad sobre la evolución de márgenes a medio plazo**. Nuestras estimaciones ya contemplan un escenario conservador, por lo que realizamos pocos cambios, proyectamos un margen EBIT ajustado 7,8% a partir de 2022E. Para 2020E hemos revisado ligeramente a la baja las ventas (-4,1%) ya que, como mencionaba la propia compañía, aunque la cartera cubre el 100% del objetivo de ventas previo, las disrupciones de suministro, fabricación y ejecución pueden **dificultar que se completen en 2020** y revisamos el margen EBIT al 2,8% (vs 4,6% anterior). Mantenemos recomendación de **Vender. P. Obj: 12,4€/acc.** (vs 12,62€/acc. ant.).

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de P&G	2017	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'19/23
Cartera de pedidos	20.688	22.800	25.507	27.613	29.254	29.988	30.806	4,8%
Ingresos	10.964	9.122	10.226	9.839	11.067	12.246	12.444	5,0%
- Aerogeneradores	9.766	7.847	8.733	8.351	9.421	10.399	10.495	4,7%
- Oper. & Manten.	1.198	1.275	1.493	1.488	1.645	1.847	1.948	6,9%
EBIT reportado	428	211	253	-264	452	800	800	33,3%
EBIT ajustado (2)	774	693	725	271	751	993	967	7,5%
- Aerogeneradores	553	393	382	-41	405	624	577	10,9%
- Oper. & Manten.	221	300	343	312	346	369	390	3,2%
<i>Margen EBIT</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,1%</i>	<i>2,8%</i>	<i>6,8%</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,8%</i>	---
BNA	---	70	140	-222	288	533	536	39,9%
BNA ajustado (2)	---	---	491	154	498	670	654	---

(1) Cifras pro-forma (2) Excluye amortización PPA y costes de integración.

Resumen Balance	2017 ⁽¹⁾	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'19/23
Tesorería	1.659	2.429	1.727	1.574	1.818	2.287	2.818	
Clientes	1.143	1.142	1.309	1.259	1.417	1.567	1.593	
Existencias	2.096	1.499	1.864	1.844	1.931	2.089	2.122	
Otros activos circulantes	1.947	2.278	2.999	2.999	2.999	2.999	2.999	
Inmovilizado	9.477	8.804	8.790	8.742	8.605	8.471	8.335	
Total Activo	16.322	16.153	16.689	16.418	16.770	17.414	17.868	1,7%
Acreeedores	2.629	2.758	2.886	2.836	2.971	3.214	3.265	
Otros pasivos circulantes	2.664	2.624	3.968	3.968	3.968	3.968	3.968	
Provisiones & comp. Pensiones	2.761	2.445	2.177	2.177	2.177	2.177	2.177	
Deuda Financiera	1.282	1.814	864	864	864	864	864	
Otros	902	580	521	521	521	521	521	
Patrimonio neto	6.085	5.931	6.273	6.052	6.269	6.670	7.073	
Total Pasivo	16.322	16.153	16.689	16.418	16.770	17.414	17.868	1,7%

Valoración Descuento Cash Flow Libre (M€)

	2021e	2022e	2023e	2024e	
+ EBIT Ajustado	676	993	967	987	Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre, bajo las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas
- Impuestos s/B° Operativo	(203)	(298)	(290)	(296)	
+ NOPAT	473	695	677	691	
+ Amortizaciones	489	540	594	625	
- Inversión en circulante	-110	-66	-7	-9	
- Inversión en activo fijo	-575	-600	-625	-625	
Flujo de Caja Libre	277	570	638	682	10.764
EV	9.507				
- Caja Neta	710				
- Provisiones y Otros (4)	(1.820)				
- Minoritarios + Asoc.	67				
EqV	8.465				
Precio objetivo	12,4 €/acción				

WACC 8,5%
g 2,0%
Nº acciones (M) 681,10
Múltiplos implícitos en Obj. EV/EBIT ajustado 2020E 2021E 35,1 12,7

Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

		Tasa de crecimiento sostenido								
		1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%
Coste medio de los Recursos (WACC)	7,47%	12,8	13,3	13,8	14,4	15,1	15,8	16,6	17,4	18,4
	7,72%	12,2	12,7	13,2	13,7	14,3	15,0	15,7	16,4	17,3
	7,97%	11,7	12,1	12,6	13,1	13,6	14,2	14,9	15,6	16,3
	8,22%	11,2	11,6	12,1	12,5	13,0	13,5	14,1	14,7	15,4
	8,47%	10,8	11,2	11,5	12,0	12,4	12,9	13,4	14,0	14,6
	8,72%	10,4	10,7	11,1	11,5	11,9	12,3	12,8	13,3	13,9
	8,97%	10,0	10,3	10,6	11,0	11,4	11,8	12,2	12,7	13,2
	9,22%	9,6	9,9	10,2	10,6	10,9	11,3	11,7	12,1	12,6
	9,47%	9,3	9,5	9,8	10,1	10,5	10,8	11,2	11,6	12,1

(4) Considerando el 75% de las provisiones en Balance, más factoring y los Compr. de Pensiones.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia compañía y Análisis Bankinter.

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14

<https://bankinter.com/broker/analisis>

28108 Alcobendas, Madrid

www.bankinter.com

La compañía ha sido informada antes de la publicación de esta nota.

INFORMACIÓN IMPORTANTE,-

Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Las metodologías de valoración más frecuentemente aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS :

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías](#),

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director

Rafael Alonso – Bancos

Ana de Castro – Seguros

Pedro Echeguren – Farma & Salud

Juan Tuesta – Construcción & Tecnología

Pilar Aranda – Petróleo

Aránzazu Bueno – Eléctricas

Aránzazu Cortina – Industriales

Juan Moreno – Inmobiliarias

Esther Gutiérrez de la Torre – Autos

Luis Piñas – Consumo

Elena Fernández – Trapiella – Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo: Macroeconomía, Estrategia de Inversión, Bonos, Divisas, Fondos de Inversión, ETFs, Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable.