

Sector: *Industrial*

Precio Objetivo: 28,5 €

Recomendación: Neutral

## SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY

Analista: Aránzazu Cortina

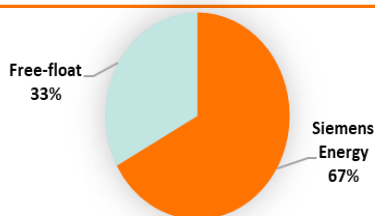
*Cartera de Pedidos en máximos, pero incremento de costes en 2S21*

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 19.221  
 Último (€/acc.): 28,22  
 Evol. Año (%): -14,7%  
 Nº Acciones (M.): 681,1  
 Min / Max (52 sem): 13,10/38,48

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

### Accionariado



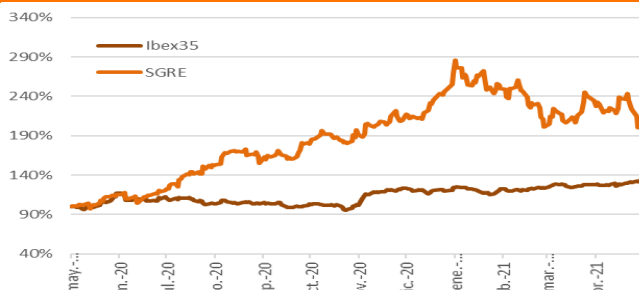
Ppales cifras y r:	2020r	2021e	2022e	TAMI %
M€ (año fiscal, de oct a sep)				
Cartera de Pedid	30.248	33.137	36.764	10,2%
<b>Ingresos</b>	<b>9.483</b>	<b>10.456</b>	<b>10.934</b>	<b>7,4%</b>
EBIT reportado	-957	-111	292	
<b>EBIT ajustado<sup>(1)</sup></b>	<b>-233</b>	<b>429</b>	<b>675</b>	-
Marg. EBIT ajust	-2,5%	4,1%	6,2%	
BNA	-918	-127	156	
BNA Ajustado	-266	250	424	-
<b>DFN<sup>(2)</sup></b>	<b>48</b>	<b>505</b>	<b>398</b>	
BPA (€/acc.)	-1,35	-0,19	0,23	
DPA (€/acc.)	0,00	0,00	0,06	
<b>EV/EBIT ajust.</b>	<b>-83,9</b>	<b>43,7</b>	<b>29,5</b>	

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

### Desglose de la Cartera de Pedidos

Cartera de Pedidos (M€)	2T21	a/a	s/ Total
- Servicios	16.314	12,8%	48%
- Aerogeneradores Onsho	7.309	45,9%	22%
- Aerogeneradores Offsho	10.119	1,1%	30%
<b>TOTAL</b>	<b>33.742</b>	<b>12,1%</b>	<b>100%</b>

### Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

Mantenemos recomendación Neutral, P. Obj: 28,5€/acc. (vs 33€/acc. ant.). La compañía ha registrado una **Cartera de Pedidos récord** en el 2T21, pero ha revisado al rango bajo el objetivo de Ingresos para 2021 y ha advertido del posible impacto del incremento de costes de suministro en el 2S21.

La actividad eólica tendrá un papel relevante en los próximos años y SGRE cuenta con una destacada posición en *Offshore*. La clave estará en la capacidad de recuperación de márgenes en *Onshore* y mantenimiento de los de *Offshore* a medio plazo. La compañía mantiene el objetivo a medio plazo de margen EBIT ajustado entre 8% / 10%. Consideramos que los precios actuales (múltiplos estimados de 18,3x y 12,8x EV/EBITDA 2022 y 2023e respectivamente) ya descuentan un escenario de fuerte crecimiento en próximos años (nuestras estimaciones ya contemplan instalaciones *Offshore* hasta 2025 que incorporan los 8GW en cartera más 7,4GW del pipeline) y dejan poco margen a presiones por mayores costes de suministro o incremento de competencia.

**Resultados 2T21, destacable entrada de pedidos.** Las principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg para el 2T21 (ene-mar): Ventas 2.336M€ (+6% a/a) vs 2.464M€ estimado, EBIT pre PPA y costes de I&D 111M€ (vs -33M€ en 2T20) 100,6M€ est. y Pérdidas de -19M€ (vs -165M€ del 2T20) y +62,1M€ estimados. Esto supone un margen EBIT ajustado del 4,8% 2T21 vs 5,3% del 1T21 y 4,1% estimado.

La deuda neta se situó en 771M€, desde 49M€ al cierre ejercicio20. En el 1S21 se observa un incremento del fondo de maniobra (-349M€), Capex (-289M€) y un incremento en *leasings* de activos (-272M€ en 1S21).

La cartera de pedidos se eleva a 33.743M€ (+18% a/a) cifra récord en la compañía, tras la entrada también récord de 5.500M€ en el trimestre (2.877M€ en *Offshore*). La Cartera está compuesta en un 48% por Servicios (16.314M€), 30% *Offshore* (10.119M€) y 22% *Onshore* (7.309M€).

**El Objetivo de Ingresos se estrecha en el rango bajo y advierte de incrementos de costes.** Siemens Gamesa revisó su objetivo de ingresos para 2021 al rango 10.200 / 10.500M€ vs 10.200 / 11.200M€, aunque mantiene el objetivo de Margen EBIT antes de PPA y costes de Integración y Reest. entre 3% y 5%. En cualquier caso, la compañía advirtió de los mayores costes de suministro (entre ellos por el coste de las materias primas) en el 2S21.

**Revisamos estimaciones ligeramente a la baja.** Hemos ajustado los ingresos para 2021 un -3,6% en 2021 y -2,3% en 2022e. La mayor incertidumbre sobre costes, nos conduce a revisar nuestro margen EBIT ajustado al 4% (vs 4,3% ant.) 2021, 6,2% (vs 7,1% ant.) 2022e y -20pb en adelante.

**Mantenemos recomendación Neutral. P. Obj: 28,5€/acc. (vs 33€/acc. ant.).** Las expectativas sobre el volumen de actividad a medio plazo siguen siendo muy favorables, a pesar de la ligera revisión a corto. Sin embargo, somos algo más cautos sobre la recuperación en márgenes ante el aumento de la presión en costes y posible aumento de la competencia.

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](http://www.bankinter.com)

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

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de P&G	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'19/26
<b>Ingresos</b>	<b>10.226</b>	<b>9.483</b>	<b>10.456</b>	<b>10.934</b>	<b>11.772</b>	<b>13.033</b>	<b>14.755</b>	<b>15.445</b>	<b>6,1%</b>
- Aerogeneradores	8.733	7.715	8.322	8.713	9.396	10.481	12.010	12.490	5,2%
- Oper. & Manten.	1.493	1.768	2.134	2.222	2.377	2.551	2.744	2.955	10,2%
<b>EBIT reportado</b>	<b>253</b>	<b>-957</b>	<b>-111</b>	<b>292</b>	<b>749</b>	<b>925</b>	<b>1.110</b>	<b>1.211</b>	<b>25,1%</b>
<b>EBIT ajustado (2)</b>	<b>725</b>	<b>-233</b>	<b>429</b>	<b>675</b>	<b>954</b>	<b>1.081</b>	<b>1.244</b>	<b>1.328</b>	<b>9,0%</b>
- Aerogeneradores	382	-634	2	231	479	570	696	737	9,8%
- Oper. & Manten.	343	401	427	444	475	510	549	591	8,1%
<b>Margen EBIT</b>	<b>7,1%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>6,2%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,6%</b>	
<b>BNA</b>	<b>140</b>	<b>-918</b>	<b>-127</b>	<b>156</b>	<b>478</b>	<b>604</b>	<b>737</b>	<b>813</b>	<b>28,6%</b>
<b>BNA ajustado (2)</b>	<b>491</b>	<b>-266</b>	<b>250</b>	<b>424</b>	<b>621</b>	<b>712</b>	<b>831</b>	<b>893</b>	<b>8,9%</b>

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

Resumen Balance	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'19/26
Tesorería	1.727	1.622	1.165	1.272	1.671	2.175	2.750	3.470	
Clientes	1.309	1.142	1.255	1.312	1.413	1.564	1.771	1.853	
Existencias	1.864	1.820	2.057	2.068	2.050	2.237	2.429	2.497	
Otros activos circulantes	2.999	2.345	2.345	2.345	2.345	2.345	2.345	2.345	
Inmovilizado	8.790	9.403	9.528	9.486	9.412	9.356	9.322	9.256	
<b>Total Activo</b>	<b>16.689</b>	<b>16.332</b>	<b>16.350</b>	<b>16.483</b>	<b>16.891</b>	<b>17.677</b>	<b>18.617</b>	<b>19.421</b>	<b>2,2%</b>
Acreedores	2.886	2.964	3.110	3.127	3.177	3.511	3.900	4.095	
Otros pasivos circulantes	3.968	4.214	4.214	4.214	4.214	4.214	4.214	4.214	
Provisiones & comp. Pensiones	2.177	2.165	2.165	2.165	2.165	2.165	2.165	2.165	
Deuda Financiera	864	1.670	1.670	1.670	1.670	1.670	1.670	1.670	
Otros	521	384	384	384	384	384	384	384	
Patrimonio neto	6.273	4.935	4.806	4.923	5.280	5.732	6.284	6.893	
<b>Total Pasivo</b>	<b>16.689</b>	<b>16.332</b>	<b>16.350</b>	<b>16.483</b>	<b>16.891</b>	<b>17.677</b>	<b>18.617</b>	<b>19.421</b>	<b>2,2%</b>

### Valoración Descuento Cash Flow Libre (M€)

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
<b>+ EBIT Ajustado</b>	<b>500</b>	<b>954</b>	<b>1.081</b>	<b>1.244</b>	<b>1.328</b>	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/Bº Operativo	(150)	(286)	(324)	(373)	(398)	
<b>+ NOPAT</b>	<b>350</b>	<b>668</b>	<b>756</b>	<b>871</b>	<b>929</b>	
+ Amortizaciones	585	594	625	725	800	
- Inversión en circulante	-52	-32	-4	-11	45	
- Inversión en activo fijo	-750	-700	-725	-825	-850	
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>134</b>	<b>530</b>	<b>652</b>	<b>760</b>	<b>924</b>	
<b>EV</b>	<b>22.202</b>					
- Caja Neta	(505)					
- Provisiones y Utros	(2.343)					
- Minoritarios + Asoc.	66					
<b>EqV</b>	<b>19.419</b>					
<b>Precio objetivo</b>	<b>28,5 €/acción</b>					

WACC 6,6%  
g 3,0%  
Nº acciones (M) 681,10

Múltiplos implícitos en Obj. EV/EBIT ajustado

2021E 51,7  
2022E 32,9

### Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

		Tasa de crecimiento sostenido								
		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%	3,75%	4,00%
<b>Coste medio de los Recursos:</b>	5,6%	29,7	32,0	34,7	38,0	41,8	46,5	52,3	59,8	69,6
	5,8%	27,3	29,4	31,7	34,4	37,6	41,4	46,1	51,8	59,2
	6,1%	25,3	27,1	29,1	31,4	34,1	37,2	41,0	45,6	51,3
	6,3%	23,5	25,1	26,8	28,8	31,1	<b>33,8</b>	36,9	40,6	45,2
	6,6%	21,9	23,3	24,8	26,5	<b>28,5</b>	30,8	33,4	36,5	40,3
	6,8%	20,5	21,7	23,1	<b>24,6</b>	26,3	28,2	30,5	33,1	36,2
	7,1%	19,2	20,3	21,5	22,8	24,3	26,0	28,0	30,2	32,8
	7,3%	18,0	19,0	20,1	21,3	22,6	24,1	25,8	27,7	29,9
	7,6%	17,0	17,9	18,8	19,9	21,1	22,4	23,8	25,5	27,4

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

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes 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 y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### NOTAS DE COMPANIAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias
Pilar Aranda - Petróleo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo	Susana André - Portugal, Assistant
Eduardo Cabero - Seguros	

Tel.: 912759421

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