Sector: *Industrial*

Los desafíos reducen la visibilidad en márgenes

SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY

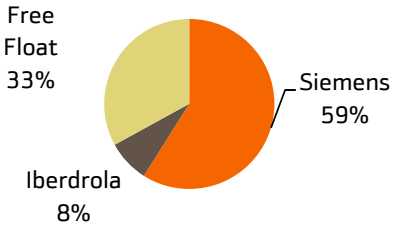
Precio Objetivo: 13,80 €
Recomendación: Neutral

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €):	8.803
Último:	12,925
Nº Acciones (M.):	681,1
Min / Max (52 sem):	9,38/15,99
Cód. Bloomberg / Reuters:	SGRE.SM / SGRE.MC

Accionariado



Ppales cifras y ratio	2018r	2019e	2020e	% a/a
M€ (año fiscal, de oct a sep)				
Cartera de Pedidos	22.800	24.654	26.383	7,6%
Ingresos	**9.122**	**10.329**	**10.453**	**7,0%**
EBIT reportado	211	311	539	59,9%
EBIT ajustado(1)	**693**	**724**	**778**	**6,0%**
Marg. EBIT ajustad	7,6%	7,0%	7,4%	
BNA	70	179	341	120,7%
BNA Ajustado	271	468	508	37,0%
DFN(2)	**-615,2**	**-863**	**-1.226**	
BPA (€/acc.)	0,10	0,26	0,50	
DPA (€/acc.)	0,03	0,07	0,13	
EV/EBIT ajustado	**14,8**	**13,8**	**12,4**	

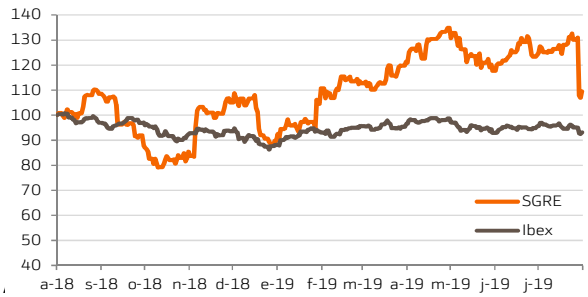
(1) EBIT pre -PPA y costes de integra. y reestruc. (2) DFN de balance

Desglose de la Cartera de Pedidos

Cartera de Pedidos (M€)	9M19	a/a	s/ Total
- Servicios	11.548	7,5%	46%
- Aerogeneradores Onshore	6.380	36%	25%
- Aerogeneradores Offshore	7.206	-7,5%	29%
TOTAL	25.134	8,2%	100%

Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



Valoramos positivamente (1) la fortaleza comercial y la diversificación de la cartera de pedidos (46% Servicios, que aporta recurrencia y mayor margen, 29% Aerogeneradores (AEG) Offshore y 25% AEG Onshore); **(2) las expectativas de** instalaciones eólicas globales +5% según Wood Mackenzie (2018-25E); y **(3) la situación financiera del Grupo.** Grado de Inversión por S&P (BBB-), Moody's (Baa3), y Fitch (BBB). Sin embargo, **los principales desafíos a los que se enfrenta la compañía afectan a la visibilidad en los márgenes (guerra comercial, posibilidad de Brexit duro y la mayor competitividad en Offshore, una vez que los precios medios de venta Onshore parecen empezar a estabilizarse).** Hemos **revisado la valoración a 13,87€/acc. (dic-20)**, lo que supondría cotizar a 9,7x 2019E y 9x 2020E EV/EBITDA ajustado (media de últimos años de 8,4x de Vestas y 11,2x Nordex). **Esperaríamos a una mayor visibilidad en márgenes para entrar en el valor.**

Siemens Gamesa acaba finalizar su 3T fiscal (cierra ejercicio en octubre), marcado por una fuerte actividad comercial, pero con márgenes por debajo del objetivo para el año. La compañía ha mantenido sin cambios sus objetivos para el 2019, pero ha señalado el **aumento de las dificultades a corto plazo** (impactos como la guerra comercial, la posibilidad de un **Brexit sin acuerdo y las mayores presiones en Offshore**).

Cartera de Pedidos en máximos, 25.135M€ (+8,2% a/a al 3T19). Por áreas de actividad: **(i) Servicios** es el 46% de la cartera (+7,5% a/a), **seguida de AEG Onshore** (25% de la cartera, +36% a/a), mientras Offshore (29% del total, -7,5% a/a). **(ii) La entrada de Pedidos, en los últimos 12 meses, ha ascendido a 12.298 M€ (+2,2% a/a), 1,2x ventas.** En particular, la entrada en el 3T supuso un récord con 4.666M€ (+42% a/a y crecimientos en todas las áreas de negocio) lo que eleva el *Book-to-bill* (contratos sobre ventas) a 1,8x (vs 1,5x del 3T18).

Los desafíos (guerra comercial, Brexit y entorno de precios más competitivos) **se reflejan en una menor visibilidad y mayor presión en márgenes** (margen EBIT pre PPA y costes de I&R). Servicios, actividad más recurrente y de mayor margen, supuso al cierre de los primeros 9M19 un 14,8% de las ventas con márgenes del 22,5% (21,3% en el 3T19), mientras que aerogeneradores (AEG, tanto Onshore como Offshore) suponen el 85% de las ventas con un margen del 3,8% (3,4% en el 3T19). Los márgenes AEG se han visto afectados en los últimos años por el cambio al sistema de subastas en Onshore, que generó una elevada presión en precios. Mientras los **Precios Medios de Venta (ASP)** de los pedidos **Onshore muestran una estabilización** (0,75 M€/MW medio de los últimos 12M hasta 3T19 vs 0,72 medio al 3T18), **la compañía señala un escenario más competitivo para Offshore,** hasta el momento compensado con ganancias en productividad.

En conjunto **el margen EBIT del 3T19 se situó en 6,1% (6,5% en 9M19 vs rango objetivo 7%-8,5% 2019)**. La debilidad se explica además de por la dinámica de precios de la cartera de pedidos, en particular en el trimestre por costes imprevistos de ejecución de proyectos en Norte de Europa e India.

Guías 2019, sin cambios. Objetivo de ventas entre 10.000-11.000M€ y margen EBIT ajustado (pre PPA y costes de I&R) entre 7%-8,5%. La compañía se muestra confiada en alcanzar el rango inferior de sus objetivos para el año. Alcanzar el margen objetivo supondría un margen EBIT ajustado entre 8,1%-8,3% en el 4T19.

Hemos actualizado nuestras perspectivas que actualmente apuntan a un crecimiento ventas del 5,8% TAMI 2019-23E. En términos de margen EBIT (pre ajustes) **asuminos el 7% para 2019E**, una **recuperación moderada para 2020E al 7,4%** (más afectada por los desafíos a corto plazo) y **entre el 8,1%-8,5% en los siguientes años** (hasta el 3T19 la compañía esperaba un rango a medio plazo entre 8%-10%). El entorno más competitivo en Offshore debería verse parcialmente compensado por las mejoras de productividad y la estabilización o mejora en Onshore. En cualquier caso, esperaríamos mayor visibilidad en este campo para mejorar la recomendación.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de P&G	2017	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'18/23
Cartera de pedidos	20.688	22.800	24.654	26.383	27.464	28.570	29.468	5,3%
Ingresos	**10.964**	**9.122**	**10.329**	**10.453**	**11.353**	**11.588**	**12.065**	**5,8%**
- Aerogeneradores	*9.766*	*7.847*	*9.033*	*9.031*	*9.825*	*9.973*	*10.379*	5,8%
- Oper. & Manten.	*1.198*	*1.275*	*1.296*	*1.422*	*1.527*	*1.615*	*1.686*	5,7%
EBIT reportado	**428**	**211**	**311**	**539**	**711**	**784**	**866**	**32,6%**
EBIT ajustado (2)	**774**	**693**	**724**	**778**	**918**	**962**	**1.020**	**8,0%**
- Aerogeneradores	*553*	*393*	*431*	*465*	*590*	*623*	*675*	11,4%
- Oper. & Manten.	*221*	*300*	*293*	*313*	*328*	*339*	*346*	2,9%
Margen EBIT	*7,1%*	*7,6%*	*7,0%*	*7,4%*	*8,1%*	*8,3%*	*8,5%*	---
BNA	**---**	**70**	**179**	**341**	**475**	**528**	**588**	**53,1%**
BNA ajustado (2)	---	---	**468**	**508**	**620**	**653**	**697**	**---**

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

Resumen Balance	2017(1)	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'18/23
Tesorería	1.659	2.429	2.677	3.040	3.504	4.010	4.571	
Clientes	1.143	1.142	1.294	1.309	1.422	1.451	1.511	
Existencias	2.096	1.499	1.704	1.681	1.801	1.826	1.892	
Otros activos circulantes	1.947	2.278	2.278	2.278	2.278	2.278	2.278	
Inmovilizado	9.477	8.804	8.651	8.509	8.389	8.270	8.146	
Total Activo	**16.322**	**16.153**	**16.604**	**16.818**	**17.393**	**17.835**	**18.398**	**2,6%**
Acreedores	2.629	2.758	3.136	3.093	3.312	3.359	3.481	
Otros pasivos circulantes	2.664	2.624	2.624	2.624	2.624	2.624	2.624	
Provisiones & comp. Pensiones	2.761	2.445	2.385	2.385	2.385	2.385	2.385	
Deuda Financiera	1.282	1.814	1.814	1.814	1.814	1.814	1.814	
Otros	902	580	580	580	580	580	580	
Patrimonio neto	6.085	5.931	6.065	6.321	6.677	7.073	7.514	
Total Pasivo	**16.322**	**16.153**	**16.604**	**16.818**	**17.393**	**17.835**	**18.398**	**2,6%**

Valoración Descuento Cash Flow Libre (M€)

		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	
+ EBIT Ajustado		**564**	**778**	**918**	**962**	**1.020**	
- Impuestos s/B° Operativo		(169)	(233)	(275)	(289)	(306)	
+ NOPAT		**395**	**545**	**643**	**674**	**714**	
+ Amortizaciones		350	388	489	540	594	
- Inversión en circulante		**21**	**-35**	**-13**	**-8**	**-4**	
- Inversión en activo fijo		**-450**	**-485**	**-575**	**-600**	**-625**	
Flujo de Caja Libre		**316**	**413**	**544**	**605**	**679**	**11.048**
EV	**10.440**						
- DFN	863						
- Provisiones y Otros (4)	(1.975)						
- Minoritarios + Asoc.	71						
EqV	9.399						
Precio objetivo	**13,80 €/acción**						

Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre , bajo las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

WACC	8,5%	
g	2,0%	
N° acciones (M)	681,10	

Múltiplis implícitos en Obj.	2019E	2020E
EV/EBIT ajustado	14,4	13,4

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)	7,50%	14,2	14,7	15,2	15,8	16,5	17,2	18,0	18,9	19,8
	7,75%	13,6	14,1	14,6	15,1	15,7	16,4	17,1	17,9	18,7
	8,00%	13,1	13,5	14,0	14,5	15,0	15,6	16,3	17,0	17,8
	8,25%	12,6	13,0	13,4	13,9	14,4	14,9	15,5	16,1	16,9
	8,50%	12,1	12,5	12,9	13,3	**13,8**	14,3	14,8	15,4	16,0
	8,75%	11,7	12,0	12,4	12,8	13,2	13,7	14,2	14,7	15,3
	9,00%	11,3	11,6	12,0	12,3	12,7	13,1	13,6	14,1	14,6
	9,25%	10,9	11,2	11,5	11,9	12,2	12,6	13,0	13,5	14,0
	9,50%	10,6	10,8	11,1	11,4	11,8	12,1	12,5	12,9	13,4

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

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 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	Marisa Mazo – Bancos
Pedro Echeguren – Farma & Salud	Javier Hombría – Telecos	Ana de Castro – Seguros
Aránzazu Bueno – Eléctricas	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología	Pilar Aranda – Petróleo
Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Aránzazu Cortina – Industriales	Juan Moreno – Inmobiliarias
Elena Fernández – Trapiella – Consumo	Luis Piñas – 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.