

Sector: *Industrial*

Precio Objetivo: 20,8 €

Recomendación: Vender

*Nuevo Profit Warning,
presión en márgenes en Onshore*

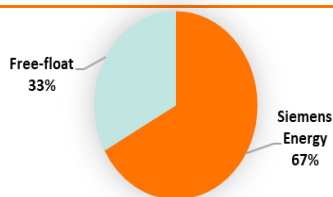
SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €):	15.318
Último (€/acc.):	22,49
Evol. Año (%):	-32,0%
Nº Acciones (M.):	681,1
Min / Max (52 sem):	18,55/38,48
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 Pedic	30.248	33.137	36.764	10,2%
Ingresos	9.483	10.456	10.934	7,4%
EBIT reportado	-957	-634	-93	
EBIT ajustado⁽¹⁾	-233	-94	290	-
Marg. EBIT ajust	-2,5%	-0,9%	2,6%	
BNA	-918	-495	-118	
BNA Ajustado	-266	-117	149	
DFN⁽²⁾	48	588	891	
BPA (€/acc.)	-1,35	-0,73	-0,17	
DPA (€/acc.)	0,00	0,00	0,00	
EV/EBIT ajust.	-67,2	-158,4	55,9	

(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 Onshc	7.309	45,9%	22%
- Aerogeneradores Offshc	10.119	1,1%	30%
TOTAL	33.742	12,1%	100%

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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.

Recomendación Vender (desde Neutral). P. Obj: 20,8€/acc. (vs 28,50€/acc. ant.). Siemens Gamesa realizó ayer un **nuevo Profit Warning** ante el aumento de los costes de las materias primas, logísticos y los mayores costes de lanzamiento de la plataforma 5X de *Onshore*, especialmente en Brasil. **Revisamos a la baja nuestras expectativas de margen EBIT** ajustado para 2021e (al -0,9% vs +4,1% ant.) **y trasladamos un ejercicio la expectativa de break-even en Onshore** (hasta el 2023e desde 2022e). A largo plazo situamos nuestra proyección (margen EBIT aj. 8%) en el límite inferior del objetivo del grupo (entre 8% / 10%).

Siemens Gamesa sigue contando con una **posición de liderazgo en el negocio de aerogeneradores**, especialmente en *Offshore* donde se espera un mayor crecimiento de instalaciones a largo plazo. Sin embargo, las **nuevas dificultades en recuperar la rentabilidad en Onshore** (que supone más del 50% de los Ingresos actualmente), dificulta la generación de caja de compañía. A pesar de ello, la compañía mantiene como una de sus prioridades el mantenimiento de la calificación crediticia y sus objetivos de inversión. Por tanto, revisamos nuestras estimaciones y elevamos la prima de riesgo (50pb), lo que nos **conduce a una valoración de 20,8€/acc (vs 28,10€/acc. ant.)**. **No vemos catalizadores en el valor a corto plazo, hasta tener una mayor visibilidad en márgenes.**

:: Guidance para 2021 revisado a la baja. Siemens Gamesa revisó a la baja del **guidance** de margen EBIT ajustado a un rango entre 0% / -1%, frente al +3% / +5% anterior. La compañía atribuye la revisión a tres motivos: (1) el aumento de los costes de lanzamiento de la plataforma 5.X (*Onshore*), especialmente en Brasil; (2) fuerte incremento de los costes de la materia prima; y (3) los costes logísticos. **Los datos preliminares para el 3T21** (cuyo desglose y datos definitivos se publicarán el próximo 30 de julio), apuntan a unas Ventas en torno a 2.700M€ y EBIT pre ajustes de unos -150M€, incluyendo una provisión (no de caja) de unos -229M€. La deuda neta se situará en torno a -800M€ (en línea con los -771M€ del 1S21).

:: Revisamos nuestras estimaciones para 2021, trasladamos un año la recuperación de rentabilidad en Onshore (al 2023e) y ajustamos el objetivo de margen a largo plazo cerca del rango bajo. La compañía ya había advertido en el 2T21 del incremento de costes de materias primas, a pesar de ello, la revisión del rango objetivo del **guidance** también apunta a costes de lanzamiento de la nueva turbina de Onshore 5.X lo que supone una **señal negativa**, tras los problemas de rentabilidad en *Onshore* que sufrieron el ejercicio pasado en proyectos del Norte de Europa.

Mantenemos nuestras proyecciones de Ventas, pero revisamos a la baja las de márgenes para 2021e al -0,9% (desde +4,1% ant.), además trasladamos el **break-even en Onshore** al 2023e desde el 2022e, por lo que nuestro margen EBIT ajustado para el Grupo para 2022e pasa al +2,6% (desde 6,2% ant.) y en 2023e +6,2% (vs 8,1% ant.). En el período 2024-26e, hemos ajustado ligeramente el margen de entre 8,3% al 8,6%, hacia el 7,6% al 8%, finalizando en torno al rango bajo del objetivo de la compañía a largo plazo (que se mantiene entre el 8% / 10%).

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
Ingresos	10.226	9.483	10.456	10.934	11.772	13.033	14.755	15.445	6,1%
- 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%
EBIT reportado	253	-957	-634	-93	536	834	1.026	1.121	23,7%
EBIT ajustado (2)	725	-233	-94	290	741	990	1.161	1.237	7,9%
- Aerogeneradores	382	-634	-521	-155	266	480	612	646	7,8%
- Oper. & Manten.	343	401	427	444	475	510	549	591	8,1%
Margen EBIT	7,1%	-2,5%	-0,9%	2,6%	6,3%	7,6%	7,9%	8,0%	
BNA	140	-918	-495	-118	322	532	669	739	26,8%
BNA ajustado (2)	491	-266	-117	149	465	640	763	819	7,6%

(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	1.082	779	975	1.411	1.935	2.600	
Clientes	1.309	1.142	1.255	1.312	1.413	1.564	1.771	1.853	
Existencias	1.864	1.820	2.167	2.149	2.093	2.255	2.445	2.514	
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	
Total Activo	16.689	16.332	16.377	16.071	16.237	16.931	17.818	18.568	1,5%
Acreeedores	2.886	2.964	3.276	3.249	3.243	3.540	3.925	4.123	
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	2.394	2.234	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	4.439	4.320	4.560	4.958	5.459	6.012	
Total Pasivo	16.689	16.332	16.377	16.071	16.237	16.931	17.818	18.568	1,5%

Valoración Descuento Cash Flow Libre (M€)

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
+ EBIT Ajustado	115	741	990	1.161	1.237	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	(34)	(222)	(297)	(348)	(371)	
+ NOPAT	80	519	693	812	866	
+ Amortizaciones	585	594	625	725	800	
- Inversión en circulante	-66	-50	-18	-11	46	
- Inversión en activo fijo	-750	-700	-725	-825	-850	
Flujo de Caja Libre	(151)	363	575	701	862	21.455
EV	17.278					
- Caja Neta	(588)					
- Provisiones y Utros	(2.572)					
- Minoritarios + Asoc.	66					
EqV	14.185					
Precio objetivo	20,8 €/acción					

WACC 7,1%
g 3,0%
Nº acciones (M) 681,10
Múltiplos implícitos en Obj. EV/EBIT ajustado 2021E 2022E
-184,2 59,6

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%
Coste	6,1%	21,7	23,3	25,1	27,1	29,5	32,3	35,6	39,6	44,6
medio	6,4%	20,1	21,5	23,0	24,8	26,9	29,2	32,0	35,3	39,2
de los	6,6%	18,7	19,9	21,3	22,8	24,6	26,6	28,9	31,7	34,9
Recurso:	6,9%	17,4	18,5	19,7	21,0	22,6	24,3	26,3	28,6	31,3
(WACC)	7,1%	16,2	17,2	18,3	19,5	20,8	22,3	24,1	26,0	28,3
	7,4%	15,2	16,0	17,0	18,1	19,3	20,6	22,1	23,8	25,8
	7,6%	14,2	15,0	15,9	16,8	17,9	19,1	20,4	21,9	23,6
	7,9%	13,3	14,1	14,8	15,7	16,6	17,7	18,9	20,2	21,6
	8,1%	12,5	13,2	13,9	14,7	15,5	16,5	17,5	18,7	20,0

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

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