

Sector: *Industrial*

## Los desafíos vuelven a reducir la visibilidad en márgenes

## SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY

Precio Objetivo: 12,76 €

Recomendación: Neutral

Analista: Aránzazu Cortina

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 8.633

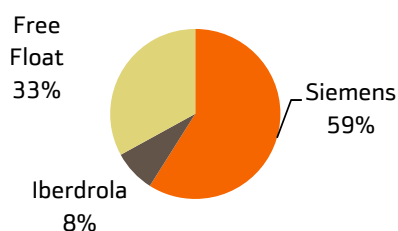
Último (€/acc.): 12,675

Nº Acciones (M.): 681,1

Min / Max (52 sem): 9,38/15,99

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

### Accionariado



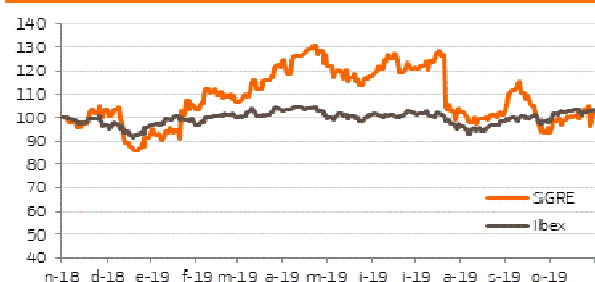
Ppales cifras y rati	2019r	2020e	2021e	TAMI %
M€ (año fiscal, de oct a sep)				
Cartera de Pedidos	25.507	27.287	28.658	6,0%
<b>Ingresos</b>	<b>10.227</b>	<b>10.263</b>	<b>11.452</b>	<b>5,8%</b>
EBIT reportado	253	85	488	38,9%
<b>EBIT ajustado<sup>(1)</sup></b>	<b>725</b>	<b>620</b>	<b>787</b>	<b>4,2%</b>
Marg. EBIT ajustad	7,1%	6,0%	6,9%	
BNA	140	22	314	49,9%
BNA Ajustado	491	398	525	3,3%
<b>DFN<sup>(2)</sup></b>	<b>-863</b>	<b>-903</b>	<b>-1.200</b>	
BPA (€/acc.)	0,21	0,03	0,46	
DPA (€/acc.)	0,05	0,01	0,12	
<b>EV/EBIT ajustado</b>	<b>13,3</b>	<b>15,5</b>	<b>11,8</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€)	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%
<b>TOTAL</b>	<b>25.507</b>	<b>11,9%</b>	<b>100%</b>

### Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

Las guías de la compañía para 2020 han puesto de manifiesto una mayor presión en márgenes (con una revisión de -150pb en el rango de margen EBIT ajustado vs 2019). El nuevo escenario para 2020 se explica en parte por aspectos puntuales del ejercicio (como el mix geográfico y de producto, con menor contribución de *Offshore*) y, en parte, por los mayores costes derivados de los desafíos globales (especialmente el entorno arancelario, tensiones de suministro o el Brexit).

Por tanto, hemos revisado a la baja nuestras estimaciones y valoración hasta 12,76€/acc (desde 13,80€/acc.), para reflejar un ejercicio muy débil en 2020E y mayor incertidumbre sobre el margen sostenible a medio plazo. La generación de caja de la compañía (buen control del circulante en el 4T'19) y una cartera de pedidos en máximos (25.507M€ +11,9% a/a), nos lleva a mantener la recomendación en Neutral. Seríamos cautos hasta observar estabilidad en márgenes y mayor visibilidad sobre el nivel a medio plazo.

### :: Guía 2020: revisión de márgenes a la baja (-150pb a un rango 5,5%-7,0%).

La compañía presentó sus cifras para el ejercicio fiscal 2019 y redujo sus objetivos para 2020. El objetivo de ventas se estrecha a 10.200-10.600M€ (rango medio -1% vs anterior), si bien la cartera actual, en máximos, asegura ya el 90% del rango medio. El principal recorte se produce en el objetivo de margen EBIT ajustado (pre-PPA y antes de costes de integración), en -150pb. El capex pasará al 6% sobre ventas (vs 4,9% en 2019) en gran parte para preparar el crecimiento en *Offshore* a partir del 2020.

La reducción en márgenes se produce por: (1) aspectos concretos del mix de ventas en 2020 (menor peso de *Offshore*, hacia un 30% desde 34% en 2019, y más peso de ventas en áreas geográficas más competitivas); (2) pero también a aspectos del entorno económico, como mayores costes derivados de la situación comercial, tensiones en la cadena de suministros e incertidumbres regulatorias o el Brexit.

### :: Aspectos destacados del ejercicio fiscal 2019 (que finalizó en sept.):

(1) **Objetivos 2019 cumplidos:** Ventas de 10.227M€ +12,1% a/a (rango objetivo 10.000-11.000M€) y de margen EBIT pre PPA y costes de I&R del 7,1% (objetivo entre 7% y 8,5%);

(2) **Generación de caja, gracias a la gestión del circulante.** Al cierre del ejercicio, la posición de caja neta asciende a +863M€ (vs los +615M€ al cierre de 2018 y desde deuda neta de -191 al cierre del 3T'19);

(3) **Fortaleza de la actividad comercial.** La entrada de pedidos ascendió a 12.749M€ (+7,4% a/a, 1,2x *book-to-bill*), lo que ha elevado la cartera a nivel récord al cierre en ejercicio hasta 25.507M€ (+11,9% a/a). Servicios supone el 47% con un crecimiento del +10% a/a, *Onshore* el 28% (+39% a/a) y *Offshore* 26% de la cartera (-6% a/a);

(4) **Senvion.** la compra de activos, pendiente de cerrar, debe suponer unos riesgos limitados y activos complementarios (tanto en servicios *Onshore*, como por la planta de palas en Portugal).

### :: Revisamos nuestras estimaciones. Precio Objetivo 12,76€/acc. Neutral.

Revisamos a la baja nuestras estimaciones para reflejar este escenario muy débil en márgenes en 2020E (del 7,4% al 6,0%) y proyectamos un proceso de recuperación progresivo a partir de entonces. Hemos ajustado nuestro margen a largo plazo (del 8,0% al 7,8%), para reflejar la mayor incertidumbre sobre el margen sostenible. Valoramos el apoyo de volúmenes y la situación financiera, pero iniciamos un ejercicio débil y esperaríamos una mayor visibilidad en este campo para mejorar nuestra opinión sobre el valor.

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	27.287	28.658	29.914	30.916	4,9%
<b>Ingresos</b>	<b>10.964</b>	<b>9.122</b>	<b>10.226</b>	<b>10.263</b>	<b>11.452</b>	<b>11.856</b>	<b>12.410</b>	<b>5,0%</b>
- Aerogeneradores	9.766	7.847	8.733	8.775	9.806	10.009	10.461	4,6%
- Oper. & Manten.	1.198	1.275	1.493	1.488	1.645	1.847	1.948	6,9%
<b>EBIT reportado</b>	<b>428</b>	<b>211</b>	<b>253</b>	<b>85</b>	<b>488</b>	<b>752</b>	<b>798</b>	<b>33,3%</b>
<b>EBIT ajustado (2)</b>	<b>774</b>	<b>693</b>	<b>725</b>	<b>620</b>	<b>787</b>	<b>945</b>	<b>965</b>	<b>7,4%</b>
- Aerogeneradores	553	393	382	307	441	575	575	10,8%
- Oper. & Manten.	221	300	343	312	346	369	390	3,2%
Margen EBIT	7,1%	7,6%	7,1%	6,0%	6,9%	8,0%	7,8%	---
<b>BNA</b>	<b>---</b>	<b>70</b>	<b>140</b>	<b>22</b>	<b>314</b>	<b>501</b>	<b>535</b>	<b>39,8%</b>
<b>BNA ajustado (2)</b>	<b>---</b>	<b>---</b>	<b>491</b>	<b>398</b>	<b>525</b>	<b>637</b>	<b>654</b>	<b>---</b>

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

Resumen Balance	2017 <sup>(1)</sup>	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'19/23
Tesorería	1.659	2.429	1.727	1.767	2.064	2.535	3.053	
Clientes	1.143	1.142	1.309	1.314	1.466	1.518	1.588	
Existencias	2.096	1.499	1.864	1.858	1.999	2.022	2.116	
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	
<b>Total Activo</b>	<b>16.322</b>	<b>16.153</b>	<b>16.689</b>	<b>16.680</b>	<b>17.133</b>	<b>17.545</b>	<b>18.092</b>	<b>2,0%</b>
Acreeedores	2.629	2.758	2.886	2.859	3.075	3.111	3.255	
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	6.291	6.527	6.904	7.306	
<b>Total Pasivo</b>	<b>16.322</b>	<b>16.153</b>	<b>16.689</b>	<b>16.680</b>	<b>17.133</b>	<b>17.545</b>	<b>18.092</b>	<b>2,0%</b>

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

	2020e	2021e	2022e	2023e	
+ EBIT Ajustado	345	712	945	965	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	(103)	(214)	(283)	(290)	
+ NOPAT	241	498	661	676	
+ Amortizaciones	388	489	540	594	
- Inversión en circulante	-26	-76	-39	-20	
- Inversión en activo fijo	-600	-575	-600	-625	
Flujo de Caja Libre	3	336	562	624	10.763
EV	9.543				
- Caja Neta	903				
- Provisiones y Otros (4)	(1.820)				
- Minoritarios + Asoc.	67				
EqV	8.693				
<b>Precio objetivo</b>	<b>12,76 €/acción</b>				

### 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	7,47%	13,1	13,6	14,2	14,8	15,4	16,1	16,9	17,8	18,7
medio	7,72%	12,6	13,0	13,5	14,1	14,7	15,3	16,0	16,8	17,6
de los	7,97%	12,1	12,5	12,9	13,4	14,0	14,6	15,2	15,9	16,7
Recursos	8,22%	11,6	12,0	12,4	12,8	13,3	13,9	14,4	15,1	15,8
(WACC)	8,47%	11,1	11,5	11,9	12,3	12,8	13,2	13,8	14,3	15,0
	8,72%	10,7	11,0	11,4	11,8	12,2	12,7	13,1	13,7	14,2
	8,97%	10,3	10,6	11,0	11,3	11,7	12,1	12,6	13,0	13,6
	9,22%	9,9	10,2	10,6	10,9	11,2	11,6	12,0	12,5	13,0
	9,47%	9,6	9,9	10,2	10,5	10,8	11,2	11,5	11,9	12,4

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

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

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)

## 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](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.