

Sector: *Industrial*

SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY

Precio Objetivo: 24,4 €
Recomendación: Vender

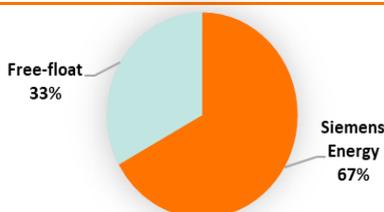
Buenas perspectivas sectoriales vs incertidumbre global y un 2021 todavía de transición hacia la rentabilidad en SGRE.

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 19.003
Último (€/acc.): 27,90
Evol. Año (%): 78,4%
Nº Acciones (M.): 681,1
Min / Max (52 sem): 11,05/27,70
Cód. Bloomberg / Reuters: SGRE SM / SGREN.MC

Accionariado



Ppales cifras y rati

	2019r	2020r	2021e	TAMI %
M€ (año fiscal, de oct a sep)				
Cartera de Pedidos	25.507	30.248	33.519	14,6%
Ingresos	10.227	9.483	10.848	3,0%
EBIT reportado	253	-957	-106	
EBIT ajustado ⁽¹⁾	725	-233	434	-22,6%
Marg. EBIT ajustac	7,1%	-2,5%	4,0%	
BNA	140	-918	-124	
BNA Ajustado	491	-266	254	-28,1%
DFN ⁽²⁾	-863	48	82	
BPA (€/acc.)	0,21	-1,35	-0,18	
DPA (€/acc.)	0,05	0,00	0,00	
EV/EBIT ajustado	25,4	-83,0	42,7	

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

Desglose de la Cartera de Pedidos

Cartera de Pedidos (M€)	4T20	a/a	s/ Total
- Servicios	15.138	27,2%	50%
- Aerogeneradores Onshore	6.496	-8,1%	21%
- Aerogeneradores Offshore	8.614	31,8%	28%
TOTAL	30.248		100%

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

Siemens Gamesa acumula una revalorización del 78,4% en el año. El valor ha actuado como refugio ante la mejora en las sólidas perspectivas sectoriales a medio y largo plazo para las instalaciones eólicas (especialmente *Offshore*, donde SGRE es líder), frente a un entorno económico global de elevada incertidumbre y a pesar de una visibilidad en sus márgenes limitada, dentro de un proceso de reestructuración todavía en curso.

El ejercicio 2021 (iniciado en octubre) volverá a ser un año de transición hacia la recuperación de la rentabilidad del negocio de *Onshore*, cuyos problemas dieron lugar a tres *profit warnings* en el ejercicio 2020 (margen EBIT ajustado -2,5% y pérdidas de -918M€). Para 2021, la compañía todavía anticipa costes de reestructuración de unos 300M€. Estimamos pérdidas de -124M€ 2021E. Revisamos nuestra valoración a 24,40€/acc (desde 18,40€/acc.), con una estimación de crecimiento a largo plazo del 3% (desde 2,25%). Consideramos que los múltiplos actuales con un PER sobre B. ajustado de 74x 2021E, 31x 2022 y 26x 2023E descuentan un escenario de crecimiento elevado a medio plazo (PEG 23E 1,9x, con crecimiento del 13,9% 22-26E acumulativo), lo que da poco margen a retrasos en proyectos o incremento de la competencia a largo plazo. Recomendación Vender. Esperaríamos recortes en el valor para entrar (hacia niveles en torno a 21€/acc.).

El ejercicio 2020 cerró en la parte baja del rango objetivo: Ingresos de 9.483M€ -7,3% a/a (vs rango bajo 9.500M€) y margen EBIT pre PPA y costes de I&D del -2,5% (rango bajo -3%). La cartera de pedidos, aunque con entradas algo más débiles en el 4T20, asciende a 30.248M€ +18,6% a/a (sólo un -3,8% vs el récord del 3T20, 31.461M€) y un *book-to-bill* en el año de 1,55x. La composición muestra que han ganado peso Servicios (50% desde 46,7% el año anterior) y Aerogeneradores *Offshore* (28,5% desde 25,6%), a costa del menor peso de AEG *Onshore* (21,5% desde 27,7%).

La deuda neta se situó en 49M€, desde 90M€ al 3T20 (y vs caja neta de 863M€ al cierre de 2019, aunque hay que recordar que la aplicación de la norma IFRS16 sobre arrendamientos generó +583M€ en la deuda).

2021 todavía en transición: objetivo de margen EBIT a medio plazo (8%-10%). Los objetivos para 2021 contemplan Ventas entre 10.200-11.200M€ (+12,8% a/a en el punto medio) y un Margen EBIT antes de PPAs y costes de Integración y Reestructuración entre 3% y 5% (vs -2,5% en 2020). A medio plazo, la compañía mantiene el objetivo de alcanzar un margen ajustado entre 8%-10%.

P. Objetivo 24,4€/acc. (vs 18,40€/acc.). Recomendación Vender. Revisamos al alza estimaciones para reflejar fundamentalmente las perspectivas de un mayor crecimiento a largo plazo del 3% (vs 2,25% ant.) y el mayor peso de la actividad de Servicios, con un mayor margen (22% para 2021 y 21,5% para años siguientes vs 20% ant.). Para 2021 estimamos todavía pérdidas de -124M€ y un margen EBIT ajustado del 4%. A medio plazo descontamos un margen EBIT entorno al 9% (en el rango medio del objetivo, niveles no alcanzados desde la integración). A pesar de la mejora de proyecciones, el +74,5% de la cotización en el año, lo que le ha llevado a múltiplos de 27x EV/EBITDA 2021E y 14x 2022E que dejan poco margen a retrasos o aumento de la competencia (p.ej. Vestas anunció la adquisición del 50% de Mitsubishi en su de su JV MHI Vestas Offshores Wind, con el objetivo de potenciar el negocio *Offshore*). Esperaríamos recortes en el valor para entrar (hacia niveles en torno a 21€/acc.).

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.

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	10.848	11.990	12.216	13.767	15.750	16.503	7,1%
- Aerogeneradores	8.733	7.715	8.714	9.769	9.839	11.216	13.006	13.549	6,5%
- Oper. & Manten.	1.493	1.768	2.134	2.222	2.377	2.551	2.744	2.955	10,2%
EBIT reportado	253	-957	-106	539	891	1.084	1.279	1.367	27,2%
EBIT ajustado (2)	725	-233	434	922	1.096	1.239	1.414	1.483	10,8%
- Aerogeneradores	382	-634	-14	444	585	691	824	848	12,1%
- Oper. & Manten.	343	401	448	478	511	548	590	635	9,2%
Margen EBIT	7,1%	-2,5%	4,0%	7,7%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
BNA	140	-918	-124	329	578	715	856	921	30,9%
BNA ajustado (2)	491	-266	254	596	720	824	949	1.002	10,7%

(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	1.588	1.897	2.437	3.003	3.778	4.613	
Clientes	1.309	1.142	1.302	1.439	1.466	1.652	1.890	1.980	
Existencias	1.864	1.820	1.986	2.078	2.005	2.262	2.552	2.676	
Otros activos circulantes	2.999	2.345	2.345	2.345	2.345	2.345	2.345	2.345	
Inmovilizado	8.790	9.403	9.256	9.114	8.940	8.784	8.650	8.534	
Total Activo	16.689	16.332	16.476	16.873	17.192	18.046	19.215	20.147	2,7%
Acreeedores	2.886	2.964	3.233	3.384	3.271	3.589	4.117	4.360	
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	4.810	5.056	5.488	6.024	6.664	7.354	
Total Pasivo	16.689	16.332	16.476	16.873	17.192	18.046	19.215	20.147	2,7%

Valoración Descuento Cash Flow Libre (M€)

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
+ EBIT Ajustado	747	1.096	1.239	1.414	1.483	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	(224)	(329)	(372)	(424)	(445)	
+ NOPAT	523	767	868	990	1.038	
+ Amortizaciones	585	594	625	725	750	
- Inversión en circulante	-79	-67	-125	0	28	
- Inversión en activo fijo	-650	-600	-625	-725	-750	
Flujo de Caja Libre	379	695	742	990	1.066	22.157
EV	18.452					
- Caja Neta	(82)					
- Provisiones y Otros ⁽⁴⁾	(1.807)					
- Minoritarios + Asoc.	66					
EqV	16.629					
Precio objetivo	24,4 €/acción					

WACC 8,0%
g 3,0%
Nº acciones (M) 681,10

Múltiplos implícitos en Obj. EV/EBIT ajustado 2021E 2022E
42,5 20,0

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	7,0%	25,1	26,4	27,8	29,4	31,2	33,2	35,5	38,2	41,3
medio	7,3%	23,7	24,9	26,1	27,5	29,1	30,9	32,9	35,2	37,8
de los	7,5%	22,5	23,5	24,6	25,9	27,3	28,8	30,6	32,6	34,9
Recursos	7,8%	21,3	22,2	23,3	24,4	25,6	27,0	28,6	30,3	32,3
(WACC)	8,0%	20,3	21,1	22,0	23,1	24,2	25,4	26,8	28,3	30,0
	8,2%	19,5	20,3	21,2	22,1	23,1	24,3	25,5	26,9	28,5
	8,4%	18,6	19,3	20,1	21,0	21,9	22,9	24,1	25,3	26,7
	8,7%	17,8	18,4	19,2	19,9	20,8	21,7	22,7	23,8	25,1
	8,9%	17,0	17,6	18,3	19,0	19,8	20,6	21,5	22,5	23,6

(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.