

Sector: *Industrial*

Precio Objetivo: 19,2 €

Recomendación: Vender

*Perspectivas 2022 todavía con presión en márgenes***SIEMENS GAMESA
RENEWABLE ENERGY**

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 14.862

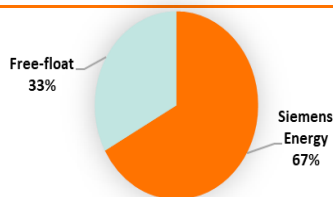
Último (€/acc.): 21,82

Evol. Año (%): -34,1%

Nº Acciones (M.): 681,1

Min / Max (52 sem): 18,79/38,48

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

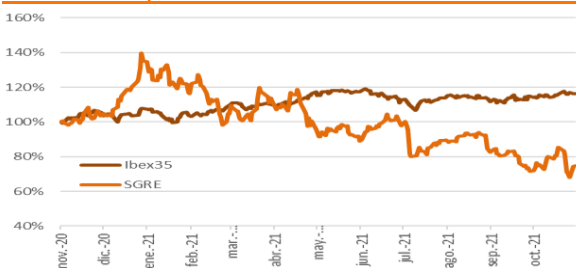
Accionariado

Ppales cifras y r	2020r	2021e	2022e	TAMI %
M€ (año fiscal, de oct a sep)				
Cartera de Pedic	30.248	32.542	36.122	9,3%
Ingresos	9.483	10.197	9.674	1,0%
EBIT reportado	-957	-522	-155	
EBIT ajustado⁽¹⁾	-233	-96	242	-
Marg. EBIT ajust	-2,5%	-0,9%	2,5%	
BNA	-918	-626	-130	
BNA Ajustado	-266	-144	147	-
DFN⁽²⁾	48	207	524	
BPA (€/acc.)	-1,35	-0,92	-0,19	
DPA (€/acc.)	0,00	0,00	0,00	
EV/EBIT ajust.	-65,2	-150,1	63,5	

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

Desglose de la Cartera de Pedidos

Cartera de Pedidos (M€)	4T21	a/a	s/ Total
- Servicios	16.801	11,0%	52%
- Aerogenerad. Onshore	6.213	-4,4%	19%
- Aerogenerad. Offshore	9.528	10,6%	29%
TOTAL	32.542	7,6%	100%

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)

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

Mantenemos la recomendación de Vender. P. Obj: 19,20€/acc. vs (20,8€/acc. ant.). El descenso acumulado en el ejercicio (-35,8%) le sitúa próximo a nuestra valoración, pero seguiríamos siendo cautos hasta una mayor visibilidad sobre la estabilidad en sus márgenes.

Las perspectivas para el negocio eólico especialmente de *Offshore* a medio plazo siguen siendo muy sólidas desde el punto de vista de la demanda potencial. A pesar de ello, en el corto plazo las dificultades siguen siendo elevadas, tanto para darle la vuelta a la rentabilidad en *Onshore*, como para mejorar la estructura financiera en un entorno de aumento de Inversiones y de actividad.

:: Débiles resultados del 4T 2021 en la parte baja del guidance. La reducción del circulante mejora la DFN: las principales cifras respecto al consenso de la compañía fueron, Ingresos 2.863M€ (-0,2% a/a) vs los 2.877M€ esperados, EBIT pre-PPA y costes de I&D -177M€ (vs 31M€ del 4T 2020) vs -96M€ estimado y BNA de -258M€ (vs -113M€ del 4T 2020) y -190M€ estimado. Los ingresos del conjunto de 2021 se situaron en 10.198M€ (vs rango objetivo bajo objetivo en 10.200M€), con un margen EBIT ajustado de -0,9% (vs rango objetivo -1% y 0% que había sido revisado tras el 3T 2021).

La Deuda Neta se situó en -207M€, lo que supuso una mejora respecto a los -735M€ estimados y -838M€ a final del 3T 2021, gracias en gran parte a la reducción del circulante en el último trimestre del año.

:: Perspectivas para 2022 todavía afectadas por los desafíos (retrasos en proyectos y cuellos de botella) especialmente en *Onshore*. Proyectan un **descenso de Ingresos entre -2% y -7% y un margen EBIT ajustado** (pre-costes de Integración y reestructuración) **entre +1% y +4%**. La compañía estima un entorno complejo especialmente en la primera mitad de ejercicio. Así mismo **se retrasa el objetivo de margen a largo plazo** (8% / 10%), hacia el ejercicio fiscal 2024-2025.

:: Revisamos a la baja nuestras estimaciones de Ingresos en un -11,5% para 2022e y -10,8% para 2023e y entre el 6% y 4% para los siguientes ejercicios. Esto supondría un **descenso del -5,1% en 2022e y crecimientos del 8,5% en 2023e y cerca del 16% en 2024 y 2025e**. Nuestras estimaciones de margen EBIT ajust. se mantienen cerca del 2,5% para 2022e, 6,5% 2023e (año en el que proyectamos *Break-even* para *Onshore*), alcanzando la parte baja del rango objetivo c.8% hacia el 2025e-2026e, ante el mayor peso de *Offshore* y Servicios.

:: Mantenemos la recomendación de Vender P. Obj: 19,2€/acc. para final ejercicio 2022 (vs 20,8€/acc. ant.). Las perspectivas de demanda a medio plazo para el sector siguen siendo muy sólidas y la Cartera de Pedidos se sitúa en 32.542M€ (+7,6% a/a). A pesar de ello, 2022 seguirá siendo un ejercicio marcado por la presión en márgenes y retrasos en proyectos, especialmente con la necesidad de rentabilizar el negocio de *Onshore*. Además, del reto de **mantener su calificación crediticia**, con la necesidad de mantener el control del circulante, en un entorno de aumento del Capex (hacia el **8% de las ventas para el 2022** vs niveles cercanos al 6% de ejercicios anteriores), para prepararse de cara al aumento de la demanda y los proyectos vinculados al hidrógeno. En este sentido, la compañía ha apuntado la posibilidad de

Todos nuestros info <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

Avda. de Bruselas, 14

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

28108 Alcobendas, Madrid

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

Pág. 1 de 3 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	2021r	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'21/26
Ingresos	10.226	9.483	10.197	9.674	10.499	12.172	14.157	14.747	7,7%
- Aerogeneradores	8.733	7.715	8.271	7.594	8.253	9.723	11.488	11.838	7,4%
- Oper. & Manten.	1.493	1.768	1.926	2.080	2.246	2.449	2.669	2.909	8,6%
EBIT reportado	253	-957	-522	-155	470	783	995	1.092	-
EBIT ajustado (2)	725	-233	-96	242	688	949	1.139	1.217	-
- Aerogeneradores	382	-634	-516	-184	227	447	592	635	-
- Oper. & Manten.	343	401	420	426	461	502	547	582	6,7%
Margen EBIT	7,1%	-2,5%	-0,9%	2,5%	6,5%	7,8%	8,0%	8,2%	
BNA	140	-918	-626	-130	307	528	680	751	-
BNA ajustado (2)	491	-266	-144	147	458	643	779	837	-

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

Resumen Balance	2019r	2020r	2021r	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'21/26
Tesorería	1.727	1.622	1.961	1.644	1.680	2.192	2.758	3.346	
Clientes	1.309	1.142	901	871	1.050	1.217	1.416	1.475	
Existencias	1.864	1.820	1.627	1.440	1.559	1.791	2.094	2.173	
Otros activos circulantes	2.999	2.345	2.439	2.439	2.439	2.439	2.439	2.439	
Inmovilizado	8.790	9.403	9.702	9.748	9.636	9.531	9.509	9.487	
Total Activo	16.689	16.332	16.630	16.141	16.363	17.170	18.216	18.920	2,6%
Acreedores	2.886	2.964	2.922	2.700	2.750	3.160	3.695	3.835	
Otros pasivos circulantes	3.968	4.214	4.477	4.477	4.477	4.477	4.477	4.477	
Provisiones & comp. Pensiones	2.177	2.165	2.294	2.155	2.095	2.095	2.095	2.095	
Deuda Financiera	864	1.670	2.168	2.168	2.168	2.168	2.168	2.168	
Otros	521	384	311	311	311	311	311	311	
Patrimonio neto	6.273	4.935	4.458	4.330	4.562	4.959	5.470	6.034	
Total Pasivo	16.689	16.332	16.630	16.141	16.363	17.170	18.216	18.920	2,6%

Valoración Descuento Cash Flow Libre (M€)

		2023e	2024e	2025e	2026e	
+ EBIT Ajustado		688	949	1.139	1.217	
- Impuestos s/B° Operativo		(206)	(285)	(342)	(365)	
+ NOPAT		481	665	797	852	
+ Amortizaciones		669	688	703	747	
- Inversión en circulante		-248	10	33	2	
- Inversión en activo fijo		-750	-750	-825	-850	
Flujo de Caja Libre		153	613	708	750	18.507
EV	15.843					
- Caja Neta	(524)					
- Provisiones y Utros	(2.317)					
- Minoritarios + Asoc.	76					
EqV	13.078					
Precio objetivo	19,2 €/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 7,2%	Múltiplos implícitos en Obj. EV/EBIT ajustado	2022E	2023E
	g 3,0%		65,3	23,0
	Nº acciones (M)			

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	6,2%	19,8	21,2	22,8	24,6	26,8	29,2	32,2	35,7	40,0
medio	6,4%	18,4	19,7	21,1	22,6	24,4	26,5	29,0	31,9	35,4
de los	6,7%	17,2	18,3	19,5	20,9	22,4	24,2	26,3	28,8	31,6
Recurso:	6,9%	16,1	17,0	18,1	19,3	20,7	22,3	24,1	26,1	28,5
(WACC)	7,2%	15,0	15,9	16,9	18,0	19,2	20,5	22,1	23,9	25,9
	7,4%	14,1	14,9	15,8	16,7	17,8	19,0	20,4	21,9	23,7
	7,7%	13,3	14,0	14,8	15,7	16,6	17,7	18,9	20,2	21,7
	7,9%	12,5	13,2	13,9	14,7	15,5	16,5	17,5	18,7	20,0
	8,2%	11,8	12,4	13,1	13,8	14,5	15,4	16,3	17,4	18,5

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

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo (€/acc.)
24/11/2020	Vender	24,4
18/01/2021	Neutral	34,1
02/02/2021	Neutral	33,0
05/05/2021	Neutral	28,5
16/07/2021	Vender	20,8

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- 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

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

NOTAS DE COMPAÑIAS

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 & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Tрпиella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas & Papel
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	Susana André - Portugal, Assistant

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

Todos nuestros informes en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid