

Sector: *Industrial*

Precio Objetivo: 17,1 €

Recomendación: Vender

Nuevo relevo de CEO tras el Profit Warning del 1T 2022

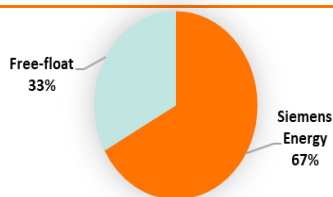
SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €):	11.936
Último (€/acc.):	17,53
Evol. Año (%):	-16,8%
Nº Acciones (M.):	681,1
Min / Max (52 sem):	16,29/35,08
Cód. Bloomberg / Reuters:	SGRE SM / SGREN.MC

Accionariado



Ppales cifras y r	2021r	2022e	2022e	TAMI %
M€ (año fiscal, de oct a sep)				
Cartera de Pedic	32.542	36.044	40.430	11,5%
Ingresos	10.197	9.670	10.207	0,0%
EBIT reportado	-522	-563	393	
EBIT ajustado⁽¹⁾	-96	-165	611	-
Marg. EBIT ajust	-0,9%	-1,7%	6,0%	
BNA	-626	-415	254	
BNA Ajustado	-144	-138	404	
DFN⁽²⁾	207	752	812	
BPA (€/acc.)	-0,92	-0,61	0,37	
DPA (€/acc.)	0,00	0,00	0,09	
EV/EBIT ajust.	-119,6	-77,0	21,4	

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

Desglose de la Cartera de Pedidos

Cartera de Pedidos (M€)	1T22	a/a	s/ Total
- Servicios	17.322	13,4%	52%
- Aerogenerad. Onshore	6.678	-3,6%	20%
- Aerogenerad. Offshore	9.603	21,5%	29%
TOTAL	33.603	7,6%	100%

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

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

Mantenemos la recomendación de Vender. P. Obj: 17,1€/acc. vs (19,20€/acc. ant.). Iniciamos el ejercicio con un nuevo *profit warning* y relevo del CEO. Revisamos a la baja nuestras estimaciones de margen para 2022e y 2023e (-4,2pp y -0,6pp respectivamente, al -1,7% y +6%). La valoración por DFC supondría un EV/EBIT de 23,9x 2023, que consideramos elevado en un entorno de baja visibilidad. El valor ha recortado un -36,3% en 2021 y -16,8% en 2022, pero por el momento nos mantenemos al margen hasta ganar visibilidad sobre la estabilización de los problemas de rentabilidad interna en el negocio de *Onshore*.

Las perspectivas para el negocio eólico (especialmente *Offshore*) a medio plazo siguen siendo sólidas, pero a corto las prioridades son mantener la calificación crediticia y volver a rentabilizar *Onshore*.

:: Nuevo relevo de CEO tras el Profit Warning del 1T 2022: J. Eickholt sustituirá a A.Nauen (en el cargo desde julio de 2020) a partir del 1 de marzo. Eickholt procede de S. Energy, accionista mayoritario de SGRE. Este cambio en la dirección, el tercero en cuatro años, se produce tras el nuevo Profit Warning de finales de enero. Principales cifras del 1T 2022, afectadas por problemas externos (aumento de costes y cuellos de botella) e internos (relacionados con el lanzamiento de la nueva plataforma *Onshore 5X*): Ingresos 1.829M€ (-20,3% a/a), EBIT Pre PPAs y costes de I&D de -309M€ (vs +121M€ del 1T 2021), que incluye impacto negativo de unos -289M€ (por los problemas mencionados anteriormente) y BNA de -377M€ (vs -247,3 est. y +11M€ en 1T 2021). El margen EBIT ajust. del Grupo se situó en -16,9% (vs +5,3% en 1T 2021). Por divisiones, Aerogeneradores (AEG) -29,3%, que habría supuesto -8,6% si incorporásemos los 289M€ de impactos negativos, vs +0,9% en 1T 2021 (no desglosan *Onshore* y *Offshore*) y Servicios +23,5% (vs +25,8% en 1T 2021).

:: Perspectivas para 2022 apuntan a debilidad en Ventas y Márgenes. Objetivo de Ingresos entre -9% y -2% (vs -7% y -2% ant.) y margen EBIT pre PPA y costes de I&D entre -4% y +1% (desde el rango +1% y +4% anterior). A largo plazo mantienen el objetivo de margen (8% / 10%), hacia el ejercicio fiscal 2024-2025.

:: Prioridades: (1) mantener la calificación crediticia en *Investment Grade* y (2) volver a poner en rentabilidad el negocio de *Onshore*. Las dificultades en *Onshore*, están retrasando la normalización de los márgenes y podrían dar lugar al tercer año consecutivo en pérdidas. A su vez, está teniendo un impacto en la posición financiera de la compañía, desde posiciones tradicionalmente de Caja Neta a una DFN de -1.097M€ (vs -207M€ al cierre de 2021). Aunque cuenta con líneas de crédito (3.166M€) y sin problemas de vencimientos, una posición financiera sólida es relevante para la mejor financiación de los proyectos de la Cartera. Están considerando la venta de los parques en el sur de Europa.

:: Mantenemos la recomendación de Vender. P. Obj: 17,1€/acc. (desde 19,20€/acc. ant.) tras revisar a la baja el margen EBIT ajustado 2022e al -1,7% (desde +2,5% ant.) y ligeramente 2023e al +6% (desde +6,5%). La búsqueda de rentabilidad sobre volumen en *Onshore* y los retrasos también nos ha llevado a revisar a la baja las expectativas Ventas (a partir de 2023 entre -3,0%-6,5%), aunque mantenemos las expectativas de recuperación de márgenes hacia el 8% en 2025e y las expectativas de un elevado crecimiento a largo plazo.

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

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	9.670	10.207	11.519	13.263	13.806	6,2%
- Aerogeneradores	8.733	7.715	8.271	7.590	7.960	9.070	10.594	10.897	5,7%
- 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	-563	393	737	931	1.012	-
EBIT ajustado (2)	725	-233	-96	-165	611	904	1.075	1.136	-
- Aerogeneradores	382	-634	-516	-591	150	402	528	555	-
- Oper. & Manten.	343	401	420	426	461	502	547	582	6,7%
Margen EBIT	7,1%	-2,5%	-0,9%	-1,7%	6,0%	7,8%	8,1%	8,2%	
BNA	140	-918	-626	-415	254	496	635	695	-
BNA ajustado (2)	491	-266	-144	-138	404	611	734	781	-

(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	1.416	1.356	1.830	2.357	2.903	
Clientes	1.309	1.142	901	870	1.021	1.152	1.326	1.381	
Existencias	1.864	1.820	1.627	1.505	1.522	1.688	1.953	2.027	
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	9.747	9.636	9.531	9.509	9.487	
Total Activo	16.689	16.332	16.630	15.977	15.973	16.639	17.584	18.237	1,9%
Acreeedores	2.886	2.964	2.922	2.821	2.686	2.978	3.446	3.577	
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	4.045	4.236	4.610	5.087	5.609	
Total Pasivo	16.689	16.332	16.630	15.977	15.973	16.639	17.584	18.237	1,9%

Valoración Descuento Cash Flow Libre (M€)

	2023e	2024e	2025e	2026e	
+ EBIT Ajustado	611	904	1.075	1.136	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	(183)	(271)	(322)	(341)	
+ NOPAT	428	633	752	795	
+ Amortizaciones	669	688	703	747	
- Inversión en circulante	-303	-4	28	3	
- Inversión en activo fijo	-750	-750	-825	-850	
Flujo de Caja Libre	43	566	658	695	17.177
EV	14.615				
- Caja Neta	(752)				
- Provisiones y Otros	(2.317)				
- Minoritarios + Asoc.	76				
EqV	11.622				
Precio objetivo	17,1 €/acción				

WACC 7,2%
g 3,0%
Nº acciones (M) 681,10

Múltiplos implícitos en Obj. EV/EBIT ajustado 2022E Neg. 2023E 23,9

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%	17,7	19,0	20,5	22,2	24,2	26,5	29,3	32,6	36,7
medio	6,4%	16,4	17,6	18,9	20,3	22,0	24,0	26,3	29,0	32,3
de los	6,7%	15,2	16,3	17,4	18,7	20,2	21,8	23,8	26,1	28,8
Recurso:	6,9%	14,2	15,1	16,1	17,3	18,5	20,0	21,7	23,6	25,9
(WACC)	7,2%	13,2	14,1	15,0	16,0	17,1	18,4	19,8	21,5	23,4
	7,4%	12,4	13,1	13,9	14,8	15,8	17,0	18,2	19,7	21,3
	7,7%	11,6	12,3	13,0	13,8	14,7	15,7	16,8	18,1	19,5
	7,9%	10,9	11,5	12,2	12,9	13,7	14,6	15,6	16,7	17,9
	8,2%	10,2	10,8	11,4	12,0	12,8	13,6	14,4	15,4	16,5

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
12/11/2021	Vender	19,2

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