

Sector: *Industrial*

## SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY

Precio Objetivo: 15,5 €

Recomendación: Vender

Analista: Aránzazu Cortina

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 13.751

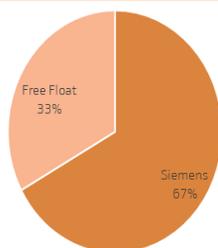
Último (€/acc.): 20,19

Nº Acciones (M.): 681,1

Min / Max (52 sem): 11,05/20,52

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

### Accionariado



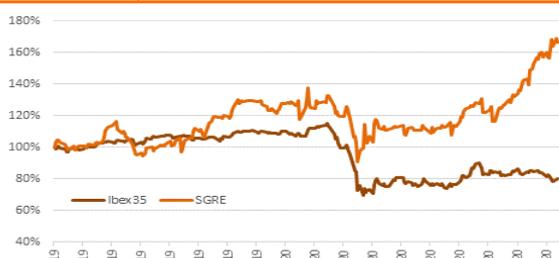
Ppales cifras y rati	2019r	2020e	2021e	TAMI %
M€ (año fiscal, de oct a sep)				
Cartera de Pedidos	25.507	29.719	32.167	12,3%
Ingresos	10.227	9.832	11.179	4,6%
EBIT reportado	253	-904	473	36,7%
EBIT ajustado <sup>(1)</sup>	725	-222	771	3,1%
Marg. EBIT ajustac	7,1%	-2,3%	6,9%	
BNA	140	-813	302	47,0%
BNA Ajustado	491	-232	513	2,2%
DFN <sup>(2)</sup>	-863	-91	-428	
BPA (€/acc.)	0,21	-1,19	0,44	
DPA (€/acc.)	0,05	0,00	0,11	
EV/EBIT ajustado	18,2	-62,9	17,2	

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

### Desglose de la Cartera de Pedidos

Cartera de Pedidos (M€)	3T20	a/a	s/ Total
- Servicios	15.122	31,0%	48%
- Aerogeneradores Onshore	6.894	8,0%	22%
- Aerogeneradores Offshore	9.445	-5,3%	30%
<b>TOTAL</b>	<b>31.461</b>	<b>11,9%</b>	<b>100%</b>

### Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

La visibilidad sobre márgenes sigue siendo limitada, especialmente en el negocio de *Onshore*, que ha dado lugar a tres revisiones en el ejercicio (India sigue suponiendo el 19% de las entradas de *Onshore* en -12M). Habrá que esperar al *Investor Day*, a finales de agosto para tener visibilidad sobre el proyecto del nuevo equipo gestor, la reestructuración y sus objetivos de márgenes normalizados a medio plazo.

Por el momento hemos revisado las estimaciones para reflejar el aumento de la Cartera (+25% a/a) que se traduce en incremento en Ventas a medio plazo y el mayor peso de *Offshore* (tradicionalmente con mayores márgenes que no ha sufrido los problemas de *Onshore*) y *Servicios*. El valor acumula una revalorización del 29% en el año, en parte por la mejora del sentimiento inversor hacia las energías renovables. Esto le sitúa en múltiplos 2021E que consideramos ajustados (11,2x EV/EBITDA 2021E), por encima de su medida histórica (8x media anual 10 años) y en línea con los de Vestas (10,9x 2021E). A la espera del *Investor Day*, tomaríamos al menos parcialmente beneficios. Vender. P. Obj 15,5€/acc. (dic-21), vs 12,40€/acc. ant (dic-20).

**:: 3T20 peor del esperado; varios ajustes en Onshore además del Covid (de abr-jun20):** Principales cifras vs consenso 3T20 (Bloomberg): Ventas 2.411M€ (-8,4% a/a) vs 2.588M€ esperado, EBIT pre PPA y costes de I&R -161M€ (vs +159M€ del 3T19) 23,9M€ est. y Pérdidas de -466M€ (vs +21M€ del 3T19) vs -123M€ est.

El margen EBIT pre-PPA y costes de I&R en -6,7% 3T20 vs 1,5% del 2T20 y +6,1% del 3T19. En el acumulado 9M20 el margen se sitúa en -4%, afectado por costes adicionales de India y Norte de Europa (por -95M€ y -183M€ respectivamente) y -149M€ de impacto directo del Covid-19 (-93M€ en el 3T20). En total más de 400M€, que habrían permitido un margen en torno a 2,5%. Por otra parte, se ha ajustado el deterioro de valor de activos en India por -184M€ (-157M€ en el 3T20). India supone el 19% de la entrada de pedidos en *Onshore* de los últimos 12M.

**:: Dos notas positivas: (1).**- La cartera de pedidos asciende a 31.461M€ (+23% desde dic-19, +25,2% a/a). Servicios supone el 48% de la cartera (vs 46% en dic-19), *Offshore* el 30% (vs 26%) y *Onshore* el 22% (vs 28%). La entrada de pedidos en el 3T20 fue de 5.342M€ (63% *Offshore*). (2).- La deuda neta se redujo en el trimestre hasta -90M€ (vs -295M€ 2T20), gracias a la mejora del circulante en -669M€. En términos de liquidez, la compañía cuenta con líneas no dispuestas por 2.800M€ vs 2.900 M€ en 2T20.

**:: Perspectivas para ejercicio fiscal 2020 (cierra Sep-20):** Ventas entre 9.500-10.000 M€ (-1.000M€ por la pandemia) y el margen EBIT ajustado, entre -3% y -1% (entre -250M€ y -200M€ por Covid vs -149M€ hasta 9M20).

**:: Múltiplos ajustados, tras +29% en el año. Vender. P. Obj. 15,5€/acc. (dic-21) desde 12,40€/acc. (dic-20). Próxima cita en el Investor Day (27 de agosto).** Revisamos a la baja nuestras estimaciones 2020 (por los ajustes anunciados, margen -2,5% vs +2,8% anterior), pero al alza el importe de la Cartera de Pedidos y, por tanto, las Ventas a medio plazo (con más peso de *Offshore* y *Servicios*, tradicionalmente con más margen). Proyectamos margen EBIT ajustado 8% a partir de 2025E. Además, el sentimiento inversor hacia renovables ha mejorado (ver análisis de sensibilidad). A pesar de ello, la visibilidad sobre márgenes (especialmente *Onshore*) sigue siendo limitada y la revalorización (+29% en el año y +83% desde mínimos del año) le sitúa en EV/EBITDA de 11,2x 2021E por encima de su media histórica (8x) y en línea con Vestas (10,9x). Han sido los primeros resultados del nuevo CEO procedente de *Offshore* y tendremos que esperar al *Investor Day* para ganar visibilidad sobre la situación de la cartera previa y especialmente los objetivos de márgenes a medio plazo. A la espera de ganar visibilidad, tomaríamos beneficios, al menos parcialmente. Vender.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de P&G	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'19/26
Cartera de pedidos	25.507	29.719	32.167	33.601	33.841	35.302	36.765	38.235	6,0%
<b>Ingresos</b>	<b>10.226</b>	<b>9.832</b>	<b>11.179</b>	<b>12.600</b>	<b>14.217</b>	<b>13.430</b>	<b>13.874</b>	<b>14.327</b>	4,9%
- Aerogeneradores	8.733	8.109	9.295	10.597	12.098	11.200	11.536	11.882	4,5%
- Oper. & Manten.	1.493	1.722	1.885	2.004	2.118	2.229	2.338	2.444	7,3%
<b>EBIT reportado</b>	<b>253</b>	<b>-904</b>	<b>473</b>	<b>801</b>	<b>970</b>	<b>923</b>	<b>983</b>	<b>1.040</b>	22,4%
<b>EBIT ajustado (2)</b>	<b>725</b>	<b>-222</b>	<b>771</b>	<b>994</b>	<b>1.137</b>	<b>1.068</b>	<b>1.108</b>	<b>1.148</b>	6,8%
- Aerogeneradores	382	-592	375	594	714	622	640	660	8,1%
- Oper. & Manten.	343	370	396	401	424	446	468	489	5,2%
<i>Margen EBIT</i>	7,1%	-2,3%	6,9%	7,9%	8,0%	7,9%	8,0%	8,0%	
<b>BNA</b>	<b>140</b>	<b>-813</b>	<b>302</b>	<b>534</b>	<b>655</b>	<b>625</b>	<b>670</b>	<b>713</b>	26,2%
<b>BNA ajustado (2)</b>	<b>491</b>	<b>-232</b>	<b>513</b>	<b>671</b>	<b>773</b>	<b>727</b>	<b>759</b>	<b>790</b>	7,0%

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

Resumen Balance	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'19/26
Tesorería	1.727	955	1.292	1.716	2.505	3.211	3.910	4.586	
Clientes	1.309	1.278	1.397	1.575	1.777	1.679	1.734	1.791	
Existencias	1.864	2.017	1.899	2.167	2.341	2.171	2.194	2.269	
Otros activos circulantes	2.999	2.999	2.999	2.999	2.999	2.999	2.999	2.999	
Inmovilizado	8.790	8.717	8.580	8.441	8.255	8.061	7.935	7.827	
<b>Total Activo</b>	<b>16.689</b>	<b>15.967</b>	<b>16.167</b>	<b>16.898</b>	<b>17.877</b>	<b>18.121</b>	<b>18.774</b>	<b>19.472</b>	2,2%
Acreeedores	2.886	2.976	2.948	3.278	3.764	3.539	3.688	3.850	
Otros pasivos circulantes	3.968	3.968	3.968	3.968	3.968	3.968	3.968	3.968	
Provisiones & comp. Pensiones	2.177	2.177	2.177	2.177	2.177	2.177	2.177	2.177	
Deuda Financiera	864	864	864	864	864	864	864	864	
Otros	521	521	521	521	521	521	521	521	
Patrimonio neto	6.273	5.461	5.689	6.090	6.583	7.052	7.556	8.091	
<b>Total Pasivo</b>	<b>16.689</b>	<b>15.967</b>	<b>16.167</b>	<b>16.898</b>	<b>17.877</b>	<b>18.121</b>	<b>18.774</b>	<b>19.472</b>	2,2%

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

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
<b>+ EBIT Ajustado</b>	<b>994</b>	<b>1.137</b>	<b>1.068</b>	<b>1.108</b>	<b>1.148</b>	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	(298)	(341)	(320)	(332)	(345)	
<b>+ NOPAT</b>	<b>696</b>	<b>796</b>	<b>747</b>	<b>776</b>	<b>804</b>	
+ Amortizaciones	495	594	625	575	575	
- Inversión en circulante	-116	110	42	70	32	
- Inversión en activo fijo	-550	-575	-575	-575	-575	
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>525</b>	<b>925</b>	<b>840</b>	<b>846</b>	<b>836</b>	<b>13.204</b>
<b>EV</b>	<b>11.895</b>					
- Caja Neta	428					
- Provisiones y Otros <sup>(4)</sup>	(1.820)					
- Minoritarios + Asoc.	66					
<b>EqV</b>	<b>10.569</b>					
<b>Precio objetivo</b>	<b>15,5 €/acción</b>					

WACC 8,5%  
g 2,0%  
Nº acciones (M) 681,10  
Múltiplos implícitos en Obj. EV/EBIT ajustado 2020E 2021E - 15,4

### 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%
<b>Coste medio de los Recursos (WACC)</b>	7,47%	16,1	16,7	17,3	17,9	18,7	19,5	20,4	21,4	22,4
	7,72%	15,4	15,9	16,5	17,1	17,8	18,5	19,3	20,2	21,2
	7,97%	14,8	15,3	15,8	16,3	16,9	17,6	18,3	19,1	20,0
	8,22%	14,2	14,6	15,1	15,6	16,2	16,8	17,4	18,2	18,9
	8,47%	13,6	14,1	14,5	15,0	15,5	16,0	16,6	17,3	18,0
	8,72%	13,1	13,5	13,9	14,4	14,8	15,3	15,9	16,5	17,1
	8,97%	12,7	13,0	13,4	13,8	14,2	14,7	15,2	15,7	16,3
	9,22%	12,2	12,5	12,9	13,3	13,7	14,1	14,5	15,0	15,6
	9,47%	11,8	12,1	12,4	12,8	13,1	13,5	14,0	14,4	14,9

(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)

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](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.