

Sector: *Industrial*

## SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY

Precio Objetivo: 15,5 €

Recomendación: Vender

Analista: Aránzazu Cortina

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 13.751

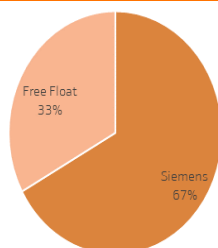
Último (€/acc.): 20,19

Nº Acciones (M.): 681,1

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

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

### Accionariado



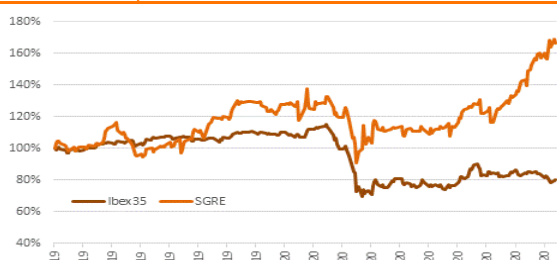
| Ppales cifras y rati               | 2019r         | 2020e        | 2021e         | TAMI %      |
|------------------------------------|---------------|--------------|---------------|-------------|
| M€ (año fiscal, de oct a sep)      |               |              |               |             |
|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

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.

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.