Sector: *Industrial*

Nuevo proyecto para la adaptación de una turbina offshore a la producción de hidrógeno, junto a Siemens Energy

SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY

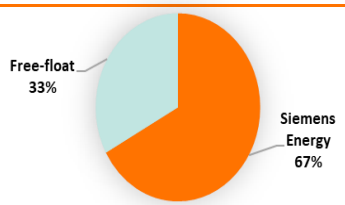
Precio Objetivo: 34,1 €
Recomendación: Neutral

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €):	23.559
Último (€/acc.):	34,59
Evol. Año (%):	3,5%
Nº Acciones (M.):	681,1
Min / Max (52 sem):	11,05/38,48
Cód. Bloomberg / Reuters:	SGRE SM / SGREN.MC

Accionariado



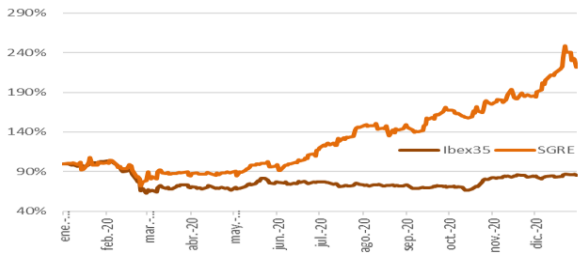
Ppales cifras y r	2019r	2020r	2021e	TAMI %
M€ (año fiscal, de oct a sep)				
Cartera de Pedic	25.507	30.248	33.519	14,6%
Ingresos	**10.227**	**9.483**	**10.848**	**3,0%**
EBIT reportado	253	-957	-157	
EBIT ajustado(1)	**725**	**-233**	**383**	**-27,3%**
Marg. EBIT ajust	7,1%	-2,5%	3,5%	
BNA	140	-918	-160	
BNA Ajustado	491	-266	218	-33,4%
DFN(2)	**-863**	**48**	**112**	
BPA (€/acc.)	0,21	-1,35	-0,23	
DPA (€/acc.)	0,05	0,00	0,00	
EV/EBIT ajust.	**31,7**	**-102,5**	**60,3**	

(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 Onsho	6.496	-8,1%	21%
- Aerogeneradores Offshc	8.614	31,8%	28%
TOTAL	30.248		100%

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

Elevamos nuestra recomendación a Neutral, P. Objetivo 34,1€/acc (vs 24,4€ ant.), basada en: **(1) las elevadas perspectivas de crecimiento para el mercado eólico**, especialmente en *Offshore* donde SGRE es líder (La AIE apunta a una capacidad instalada acumulada en torno al 1.914GW para 2040 en el escenario de políticas declaradas, y más de 3.000GW en un escenario de desarrollo sostenible); **y (2) potencial recuperación de márgenes**, tras la reestructuración del negocio de *Onshore* en curso, hacia un margen EBIT ajustado objetivo a medio plazo entre 8%-10% (nuestra estimación 8,7% 2026E). **A pesar de ello, 2021 seguirá siendo un año de reestructuración en *Onshore* y pérdidas netas** (estimamos un margen EBIT aj. del +3,5%)

El reciente proyecto con S. Energy para la adaptación de una turbina marina (*offshore*) que produzca hidrógeno, pone de manifiesto el interés en el desarrollo de hidrógeno verde y las buenas perspectivas para *Offshore* y, por ello, **el interés de mantener el valor en cartera** (esperaríamos recortes para entrar, niveles en torno a 30€/acc.).

:: Elevamos recomendación a Neutral (desde Vender). P. Objetivo 34,1€/acc. (desde 24,40€/acc.). El interés general en el desarrollo de la tecnología vinculada al hidrógeno (tanto de instituciones como de las empresas) y el reciente acuerdo, fomentan las expectativas para el negocio *Offshore* y, por tanto, **el interés de mantener el valor en cartera (esperaríamos recortes para entrar,** hacia niveles en torno a 30€/acc.). **La mejora de recomendación refleja fundamentalmente una menor prima de riesgo** (tanto general para el mercado, como la aplicada a SGRE), **que nos conduce a un WACC del 6,6% (vs 8% anterior) y unas perspectivas de crecimiento a largo plazo** del 3,0%. Los **múltiplos a corto plazo sólo se justifican por las expectativas de crecimiento a largo plazo** (60x EV/EBIT ajustado 2021 y 27x 2022E) dejando poco margen a retrasos en proyectos, desarrollo de la nueva tecnología, o un fuerte aumento de la presión competitiva, por lo que **consideramos se ajusta a perfil inversor dinámico/agresivo.**

:: Proyecto junto a Siemens Energy (SE) para la adaptación de una turbina marina (*Offshore*) que produzca hidrógeno. La **inversión estimada es de 120M€ (80M€ SGRE y 40M€ SE) en unos 5 años.** Las compañías esperan contar con la nueva turbina hacia 2025/26. **Siemens Energy desarrollará un electrolizador** adaptado a la dureza del entorno marino y que se sincronice con la turbina eólica, mientras **S. Gamesa adaptará su turbina a un sistema de electrolisis**. Los objetivos son:(1) desarrollar un producto comercialmente viable; y (2) adaptar la turbina que ha sido diseñada para producir electricidad a la producción de hidrógeno (mediante la introducción en la misma de la tecnología de los electrolizadores). El proyecto se enmarca en el **H2Mare**, que **probablemente recibirá el apoyo del Ministerio Alemán de Educación y Desarrollo**. La sustitución de la actual hidrógeno contaminante supondría unos 820GW de energía eólica (un 26% sobre la capacidad global instalada actual). Link al comunicado.

:: A corto plazo, sin cambios. 2021 seguirá siendo un año de transición hacia la rentabilidad en *Onshore*. El interés en los resultados de 1T21 (29 de enero) estará en los detalles del nuevo proyecto y potencial adicional de mercado, más que en el trimestre donde seguimos esperando márgenes negativos en *Onshore*.

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**	**-157**	**478**	**821**	**1.016**	**1.219**	**1.322**	**26,6%**
EBIT ajustado (2)	**725**	**-233**	**383**	**861**	**1.026**	**1.171**	**1.353**	**1.439**	**10,3%**
- Aerogeneradores	*382*	*-634*	*-44*	*416*	*551*	*661*	*804*	*848*	12,1%
- Oper. & Manten.	*343*	*401*	*427*	*444*	*475*	*510*	*549*	*591*	8,1%
Margen EBIT	*7,1%*	*-2,5%*	*3,5%*	*7,2%*	*8,4%*	*8,5%*	*8,6%*	*8,7%*	
BNA	**140**	**-918**	**-160**	**286**	**529**	**668**	**813**	**890**	**30,2%**
BNA ajustado (2)	**491**	**-266**	**218**	**553**	**671**	**776**	**907**	**971**	**10,2%**

(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	1.558	1.837	2.340	2.870	3.613	4.422	
Clientes	1.309	1.142	1.302	1.439	1.466	1.652	1.890	1.980	
Existencias	1.864	1.820	1.996	2.090	2.018	2.274	2.563	2.684	
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**	**16.457**	**16.824**	**17.109**	**17.926**	**19.061**	**19.965**	**2,6%**
Acreedores	2.886	2.964	3.249	3.403	3.292	3.609	4.136	4.373	
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	4.774	4.988	5.383	5.883	6.492	7.159	
Total Pasivo	**16.689**	**16.332**	**16.457**	**16.824**	**17.109**	**17.925**	**19.061**	**19.965**	**2,6%**

Valoración Descuento Cash Flow Libre (M€)

		2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
+ EBIT Ajustado		**686**	**1.026**	**1.171**	**1.353**	**1.439**	
- Impuestos s/Bº Operativo		(206)	(308)	(351)	(406)	(432)	
+ NOPAT		**480**	**718**	**820**	**947**	**1.007**	
+ Amortizaciones		585	594	625	725	750	
- Inversión en circulante		-78	-66	-126	0	26	
- Inversión en activo fijo		-650	-600	-625	-725	-750	
Flujo de Caja Libre		**337**	**646**	**694**	**947**	**1.033**	**29.895**
EV	**25.098**						
- Caja Neta	(112)						
- Provisiones y Otros [4]	(1.807)						
- Minoritarios + Asoc.	66						
EqV	23.245						
Precio objetivo	**34,1 €/acción**						

WACC 6,6%

g 3,0%

Nº acciones (M) 681,10

Múltiplos implícitos en Obj.	2021E	2022E
EV/EBIT ajustado	65,5	29,2

Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre , bajo las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

Coste medio de los Recursos (WACC)	Tasa de crecimiento sostenido 2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%	3,75%	4,00%
5,6%	35,4	38,1	41,1	44,7	49,0	54,3	60,8	69,1	80,0
5,8%	32,8	35,1	37,7	40,7	44,3	48,6	53,8	60,2	68,4
6,1%	30,6	32,5	34,8	37,4	40,4	43,9	48,1	53,3	59,7
6,3%	28,6	30,3	32,2	34,5	37,0	**40,0**	43,5	47,7	52,8
6,6%	26,8	28,3	30,0	31,9	**34,1**	36,7	39,6	43,1	47,3
6,8%	25,2	26,5	28,0	**29,7**	31,6	33,8	36,3	39,3	42,7
7,1%	23,7	24,9	26,3	27,8	29,4	31,3	33,5	36,0	38,9
7,3%	22,4	23,5	24,7	26,0	27,5	29,2	31,1	33,2	35,7
7,6%	21,2	22,2	23,3	24,5	25,8	27,3	28,9	30,8	32,9

(4) Considerando el 75% de las provisiones en Balance, más factoring y los Compr. de Pensiones.

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

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

La compañia 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 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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPANIAS

Todas nuestras notas están disponibles en: Link a los informes de compañías

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Rafael Alonso - Bancos
Pilar Aranda - Petróleo
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Luis Piñas - Alimentación/Distribución
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo
Eduardo Cabero - Seguros
Aránzazu Cortina - Industriales
Juan Moreno - Inmobiliarias
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Rafael Diogo - Portugal
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