

Sector: *Industrial*

Nueva revisión a la baja de la guía de márgenes 2020

SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY

Precio Objetivo: 12,62 €

Recomendación: Vender

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 9.723

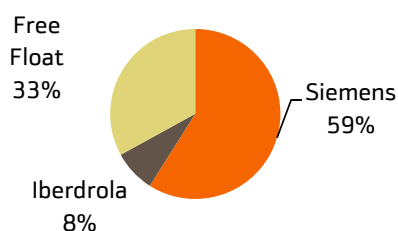
Último (€/acc.): 14,275

Nº Acciones (M.): 681,1

Min / Max (52 sem): 11,495/15,99

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

Accionariado



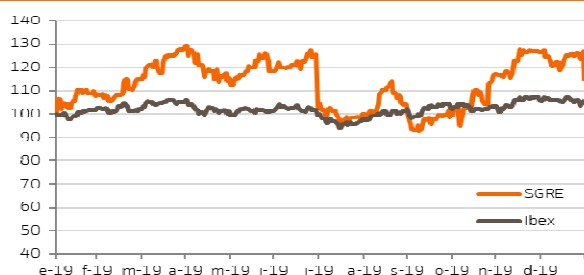
Ppales cifras y rati	2019r	2020e	2021e	TAMI %
M€ (año fiscal, de oct a sep)				
Cartera de Pedidos	25.507	27.287	28.658	6,0%
Ingresos	10.227	10.263	11.452	5,8%
EBIT reportado	253	-65	488	38,9%
EBIT ajustado⁽¹⁾	725	470	787	4,2%
Marg. EBIT ajustad	7,1%	4,6%	6,9%	
BNA	140	-83	314	49,9%
BNA Ajustado	491	293	525	3,3%
DFN⁽²⁾	-863	-819	-1.101	
BPA (€/acc.)	0,21	-0,12	0,46	
DPA (€/acc.)	0,05	0,00	0,12	
EV/EBIT ajustado	12,6	19,4	11,6	

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

Desglose de la Cartera de Pedidos

Cartera de Pedidos (M€)	2019	a/a	s/ Total
- Servicios	11.901	10,2%	47%
- Aerogeneradores Onshore	7.069	38,6%	28%
- Aerogeneradores Offshore	6.537	-5,3%	26%
TOTAL	25.507	11,9%	100%

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

Siemens Gamesa anunció pérdidas ayer un avance preliminar de los resultados del 1T20 y revisó, de nuevo, a la baja sus guías de margen EBIT (pre PPA y costes de I&D) en -100pb (al rango 4,5% / 7%), tras la revisión de -150pb el trimestre anterior. Los resultados son débiles en ventas y márgenes, donde incluyen 150M€ de costes extraordinarios, por el retraso en la ejecución de cinco proyectos en el Norte de Europa (especialmente en Noruega).

Revisamos a la baja nuestra recomendación a Vender (desde Neutral). Aunque por el momento sólo hemos ajustado nuestra valoración por el coste extraordinario (a 12,62€/acc, desde 12,76€/acc.) el valor ya cotizaba por encima de nuestra valoración anterior. Consideramos que los múltiplos actuales, por encima de su principal competidor (9,26x EV/EBITDA 2020 vs 8,93x de Vestas, datos de consenso), no están justificados mientras la buena evolución comercial no se traslade a estabilidad o mejora en márgenes.

Debilidad en las cifras adelantadas del 1T20 (que se desarrolla de oct-dic19): Ventas 2.001M€ (-12% a/a); EBIT pre PPA y costes de I&R -136 M€ (vs +138M€ en 1T19) y Beneficio neto -174M€ (vs +18M€ en 1T19). Excluyendo los 150M€ de costes extraordinarios, el margen EBIT del trimestre habría sido también muy débil (+0,7%). La compañía dará detalle completo el próximo martes 4 de febrero, cuando tenía prevista la presentación de resultados.

:: Nueva revisión a la baja en las guías de margen EBIT en -100pb (rango 4,5% / 6%). Tras el cierre del ejercicio fiscal 2019, en septiembre, Siemens Gamesa ya había revisado a la baja el margen objetivo en -150pb (hasta 5,5% / 7%). Mantiene, en cambio, el rango de Ventas para el ejercicio 2020 (entre 10.200 y 10.600M€) con una cartera de pedidos que cubre ya el 98% del rango medio de la guía (90% al cierre del ejercicio anterior).

:: La actividad comercial sigue siendo la nota positiva, con un fuerte incremento en la cartera hasta 28.089M€ (+22% a/a), gracias a una entrada de pedidos de 4.628M€ (+82% a/a).

:: La posición de caja neta asciende a 175M€, nivel similar a los 165M€ del 1T19 (y desde 863M€ a oct19), a pesar del incremento de la DFN de 583M€ derivada de la introducción de las NIIF 16 desde el 1 de octubre.

:: Revisamos nuestra recomendación Vender (desde Mantener). P. Obj: 12,62 €/acc. (desde 12,76€/acc.). Hemos realizado un ajuste preliminar a nuestras estimaciones, básicamente introduciendo los 150M€ de costes adicionales que baja el margen EBIT al 4,6% (vs 6% anterior) y podría suponer pérdidas en el ejercicio (antes de ajustes). Al no modificar nuestras estimaciones de margen a largo plazo (estimamos recuperación progresiva hacia 7,8%), la valoración no varía significativamente, si bien el valor ya cotizaba por encima de nuestra valoración anterior (tras acumular +15,8% desde oct-19).

Uno de los riesgos a nuestra recomendación es un aspecto corporativo. La posibilidad de la recompra de la participación de Iberdrola (8%) por parte de Siemens Gamesa (59%) que se extendiese al resto de la compañía. Operativamente no vemos justificados los múltiplos actuales hasta tener más visibilidad en márgenes y en caso de realizarse la recompra no se puede prever que afectase al resto del free-float (ya que a priori ya posee más del 50%).

Los múltiplos a los que cotiza están por encima de los de su principal comparable (datos de consenso, 9,26x SGRE vs 8,93x EV/EBITDA 2020 de Vestas, quien mejoró su margen EBITDA en el 3T19). Por tanto, aunque es destacable la buena evolución comercial, mientras esta actividad no se refleje en estabilidad y mejora del margen EBIT consideramos que los múltiplos actuales no están justificados. **Reducimos nuestra recomendación a 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

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	2017	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'19/23
Cartera de pedidos	20.688	22.800	25.507	27.287	28.658	29.914	30.916	4,9%
Ingresos	10.964	9.122	10.226	10.263	11.452	11.856	12.410	5,0%
- Aerogeneradores	9.766	7.847	8.733	8.775	9.806	10.009	10.461	4,6%
- Oper. & Manten.	1.198	1.275	1.493	1.488	1.645	1.847	1.948	6,9%
EBIT reportado	428	211	253	-65	488	752	798	33,3%
EBIT ajustado (2)	774	693	725	470	787	945	965	7,4%
- Aerogeneradores	553	393	382	157	441	575	575	10,8%
- Oper. & Manten.	221	300	343	312	346	369	390	3,2%
Margin EBIT	7,1%	7,6%	7,1%	4,6%	6,9%	8,0%	7,8%	---
BNA	---	70	140	-83	314	501	535	39,8%
BNA ajustado (2)	---	---	491	293	525	637	654	---

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

Resumen Balance	2017 ⁽¹⁾	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'19/23
Tesorería	1.659	2.429	1.727	1.683	1.965	2.436	2.954	
Clientes	1.143	1.142	1.309	1.314	1.466	1.518	1.588	
Existencias	2.096	1.499	1.864	1.888	1.999	2.022	2.116	
Otros activos circulantes	1.947	2.278	2.999	2.999	2.999	2.999	2.999	
Inmovilizado	9.477	8.804	8.790	8.742	8.605	8.471	8.335	
Total Activo	16.322	16.153	16.689	16.625	17.033	17.446	17.992	1,9%
Acreeedores	2.629	2.758	2.886	2.904	3.075	3.111	3.255	
Otros pasivos circulantes	2.664	2.624	3.968	3.968	3.968	3.968	3.968	
Provisiones & comp. Pensiones	2.761	2.445	2.177	2.177	2.177	2.177	2.177	
Deuda Financiera	1.282	1.814	864	864	864	864	864	
Otros	902	580	521	521	521	521	521	
Patrimonio neto	6.085	5.931	6.273	6.191	6.428	6.804	7.207	
Total Pasivo	16.322	16.153	16.689	16.625	17.033	17.446	17.992	1,9%

Valoración Descuento Cash Flow Libre (M€)

	2020e	2021e	2022e	2023e	
+ EBIT Ajustado	195	712	945	965	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	(58)	(214)	(283)	(290)	
+ NOPAT	136	498	661	676	
+ Amortizaciones	388	489	540	594	
- Inversión en circulante	-10	-92	-39	-20	
- Inversión en activo fijo	-600	-575	-600	-625	
Flujo de Caja Libre	(86)	320	562	624	10.763
EV	9.529				
- Caja Neta	819				
- Provisiones y Otros (4)	(1.820)				
- Minoritarios + Asoc.	67				
EqV	8.595				
Precio objetivo	12,62 €/acción				

WACC 8,5%
g 2,0%
Nº acciones (M) 681,10

Múltiplos implícitos en Obj. EV/EBIT ajustado 20,3 12,1

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%
Coste medio de los Recursos (WACC)	7,47%	13,0	13,5	14,0	14,6	15,3	16,0	16,8	17,6	18,6
	7,72%	12,4	12,9	13,4	13,9	14,5	15,2	15,9	16,6	17,5
	7,97%	11,9	12,3	12,8	13,3	13,8	14,4	15,0	15,7	16,5
	8,22%	11,4	11,8	12,2	12,7	13,2	13,7	14,3	14,9	15,6
	8,47%	11,0	11,3	11,7	12,2	12,6	13,1	13,6	14,2	14,8
	8,72%	10,6	10,9	11,3	11,7	12,1	12,5	13,0	13,5	14,1
	8,97%	10,2	10,5	10,8	11,2	11,6	12,0	12,4	12,9	13,4
	9,22%	9,8	10,1	10,4	10,7	11,1	11,5	11,9	12,3	12,8
	9,47%	9,5	9,7	10,0	10,3	10,7	11,0	11,4	11,8	12,2

(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

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

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.