

Siemens Gamesa (SGRE), Octubre 2017

SIEMENS GAMESA

Reinicio Cobertura

Sector: Bienes de Equipo (Materiales Básicos, Industria y Construcción)

REDUCIR
RIESGO: ALTO

Accionistas:

 Siemens: 59,0%
 Iberdrola: 8,1%

 Precio acción (09/10/17): EUR 11,86
Precio objetivo (12 meses): EUR 12,28
 Nº de Acciones (mill): 681,14
 Capitalización EUR 8.078,36
 Máx/Mín 2017: EUR (20,88/10,89)
 Máx/Mín (12 meses): EUR (20,88/10,89)
 % Máx/Mín (12 meses): -43/9

Analista: Paula Sampedro

Tel: 34 - 91 - 573 3027

Fax: 34 - 91 - 504 4046

Mesa de contratación

Enrique Zamácola / Javier de Pedro

Tel: 34 - 91 - 573 3027

Fax: 34 - 91 - 504 4046

 PER 12: n.s.
 PER 13: 35,7
 PER 14: 19,2
 PER 15: 21,7
 PER 16: 11,0
 PER 17 E: 22,3
 PER 18 E: 40,6
 PER 19 E: 18,5
 PER 20 E: 14,1

Principales Ratios

	EV/Ebitda	Ebitda (*)	Bº Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (%)
2012	4,2	200,92	(659,44)	(243,49)	(2,60)	(0,96)	0,00	0
2013	7,1	284,79	45,03	199,56	0,18	0,79	0,00	0
2014	4,4	364,50	91,85	267,20	0,33	0,96	0,08	25
2015	6,5	520,15	170,22	399,57	0,61	1,43	0,15	25
2016	3,4	760,84	301,28	582,93	1,08	2,09	3,71	344
2017E	7,8	1.008,56	362,99	808,99	0,53	1,19	0,00	0
2018E	8,0	971,69	199,03	615,34	0,29	0,90	0,07	25
2019E	5,7	1.321,93	436,50	916,29	0,64	1,35	0,16	25
2020E	4,6	1.519,94	572,74	1.115,25	0,84	1,64	0,21	25

(*) EUR millones

Factores Claves de la Inversión

- **Siemens Gamesa Renewable Energy (SGRE, la Compañía o el Grupo) es uno de los principales fabricantes de aerogeneradores del mundo**, con una posición de dominio en algunos mercados emergentes y el segmento *offshore*.
- **La demanda de instalaciones eólicas viene creciendo con fuerza en los últimos años** gracias principalmente a la derivada de los países emergentes, mientras que en los países más desarrollados todavía siguen existiendo oportunidades en el segmento *offshore*.
- **El escenario a medio plazo para las empresas fabricantes de aerogeneradores sigue siendo favorable** gracias a los compromisos adquiridos por numerosos países para impulsar las energías renovables y a la creciente competitividad de la energía eólica frente a las energías convencionales.
- **Creemos que la recién fusionada SGRE cuenta con un posicionamiento privilegiado para aprovechar las oportunidades que ofrece el sector** gracias a su fuerte presencia en mercados emergentes y al dominio del segmento *offshore*.
- No obstante, **el sector se encuentra sujeto a posibles vaivenes regulatorios por parte de los Gobiernos**, que en un momento dado pueden provocar una paralización de la demanda.
- **Así ha ocurrido en el 3T2017, cuando SGRE registró unos resultados decepcionantes**, afectados por la paralización temporal del mercado indio, además de haberse visto lastrados por apuntes no recurrentes derivados de la fusión.
- Esperamos que los resultados de SGRE se vean lastrados a corto plazo por la paralización o descenso de la actividad temporal en algunos de sus mercados (India, EEUU, Brasil), por lo que **esperamos una caída de resultados también en 2018, año en el que proyectamos un EBIT recurrente de 809 millones**.
- Una vez superados estos factores que consideramos transitorios, y con la afloración de las sinergias derivadas de la fusión, **esperamos que SGRE vuelva a registrar crecimiento a partir de 2019 para alcanzar un EBIT recurrente de EUR 1.147 millones en 2020**.
- **Hemos valorado SGRE en EUR 12,28 por acción, en línea con la cotización actual de las acciones de la Compañía**. Además, debemos advertir de que, aunque esperamos que el descenso de las ventas de SGRE sea temporal, no podemos asegurar que la demanda no se volverá a ver seriamente afectada por cambios en la regulación de algún mercado en el que SGRE está presente. Por ello calificamos el riesgo de la inversión como **ALTO**. Además, teniendo en cuenta que proyectamos un nuevo deterioro de los resultados del Grupo en 2018, no creemos que las acciones del Grupo puedan recuperar el favor de los inversores hasta que SGRE demuestre haber superado este bache a través de su cuenta de resultados. Así, a medio plazo creemos que hay otras oportunidades de inversión más atractivas. Con todo ello, reiniciamos la cobertura del valor con una recomendación de **REDUCIR** y aprovecharíamos posibles repuntes en el valor para ir deshaciendo posiciones.

RECOMENDACIÓN: REDUCIR
RIESGO: ALTO

EL SECTOR DE LA ENERGÍA EÓLICA PRESENTA BUENAS PERSPECTIVAS A LARGO PLAZO, SI BIEN A CORTO PLAZO TIENE QUE SUPERAR LAS DIFICULTADES QUE SUPONE EL GIRO HACIA UN SISTEMA DE SUBASTAS COMPETITIVAS

La apuesta de numerosos países por reducir sus emisiones de gases de efecto invernadero, reflejado en el Acuerdo de París firmado por 195 países y que entró en vigor en noviembre de 2016, se traduce en la transición del sector energético global hacia tecnologías más “limpias” y entre ellas la eólica. En el cuadro a continuación presentamos los objetivos establecidos en las principales áreas donde más crecimiento se espera para la industria:

Cuadro n. 1

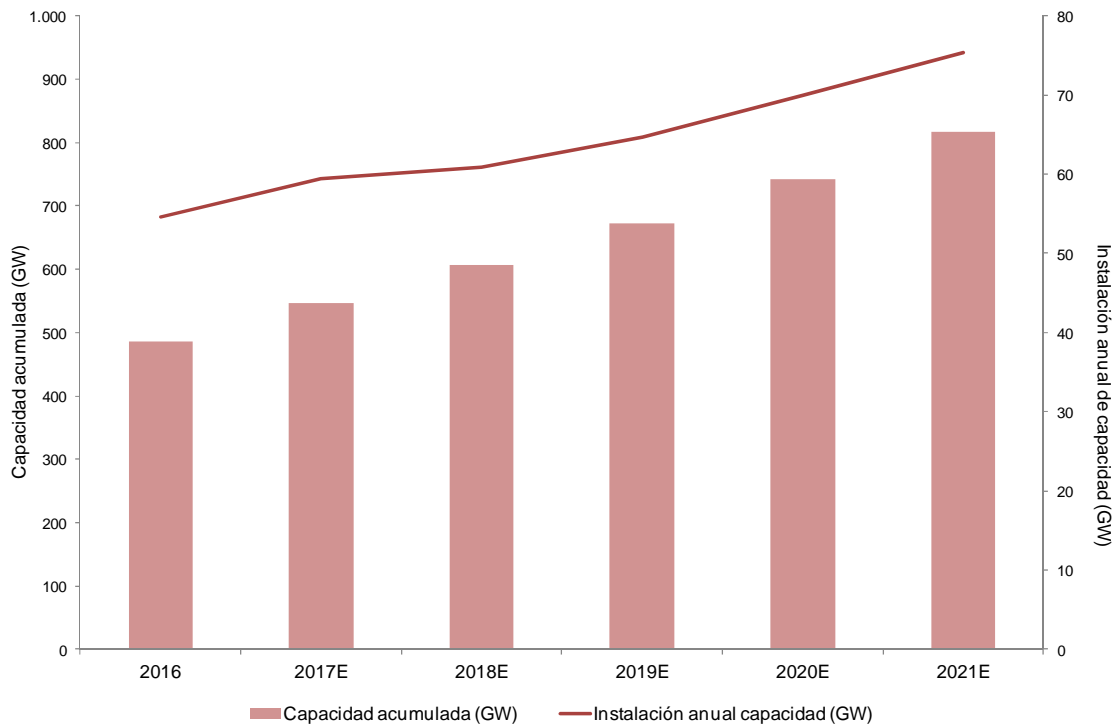
OBJETIVOS EN ENERGÍAS RENOVABLES/EÓLICA POR PAÍSES

País	Objetivo	Horizonte
China	200-300 GW	2020
India	60 GW	2022
Turquía	16 GW	2030
EEUU	20% electricidad	2030
Brasil	20 GW	2023
México	35% electricidad (renovables)	2024
Europa	27% energía (renovables)	2020

Fuente: Link Securities.

Además, la creciente eficiencia de este tipo de energía, que en algunos lugares compite mano a mano con las energías convencionales, propiciará que el sector de turbinas eólicas crezca de forma importante en los próximos años y de forma independiente a los posibles cambios en la implementación de las políticas medioambientales de los distintos países, por lo que esperamos que se reduzcan los vaivenes de demanda que ha sufrido el sector en el pasado. Como ilustración de la competitividad de esta energía, se encuentran los recientes contratos ganados por Dong Energy y EnBW en Alemania para instalar parques *offshore* que proporcionarán electricidad a precios de mercado en 2025. Igualmente, el último estudio sobre el Coste Nivelado de la Energía (*Levelized Cost of Energy; LCOE*) de Lazard sitúa los costes de la eólica *onshore* por debajo de los costes del gas natural (*Lazard’s levelized cost of energy analysis –versión 10.0*).

En esta línea, la Agencia Internacional de la Energía prevé que cerca del 60% de la nueva generación de electricidad hasta 2040 (en su escenario base) provendrá de energías renovables, año en el que, además, la mayoría de la generación eléctrica basada en energías renovables será competitiva, gracias tanto al descenso del coste de estas energías como al incremento del coste de la electricidad (*World Energy Outlook 2016*). En este entorno, el *Global Wind Energy Council* (GWEC), la asociación internacional de la energía eólica, prevé un crecimiento en la capacidad eólica instalada de alrededor del 10% anual en los próximos años, tal y como se muestra en el gráfico a continuación:

PROYECCIONES PARA EL MERCADO DE TURBINAS EÓLICAS (2016–2021E)


Fuente: GWEC- Global Wind 2016 Report; elaboración propia.

No obstante, la implementación de sistemas de subastas competitivas en varios mercados, como en Europa o la India, supondrá, creemos, un incremento en la competencia en el sector y una mayor presión sobre los precios de las turbinas, en consonancia con el descenso de los precios otorgados a la energía con ellas generada. Por ello, creemos que las ganancias de eficiencia tanto en términos de costes de producción de los propios fabricantes como en términos de mejoras de diseño de los propios aerogeneradores serán clave para competir en el sector. Este entorno le da una ventaja competitiva a aquellos fabricantes de mayor tamaño, capaces de generar economías de escala y realizar importantes inversiones en I+D. Por ello, es previsible que se sigan produciendo procesos de consolidación en el sector en los próximos años. Es en este contexto en el que se enmarca la fusión entre la antigua Gamesa y la división de energías renovables de Siemens, Siemens Wind Power, que explicamos a continuación.

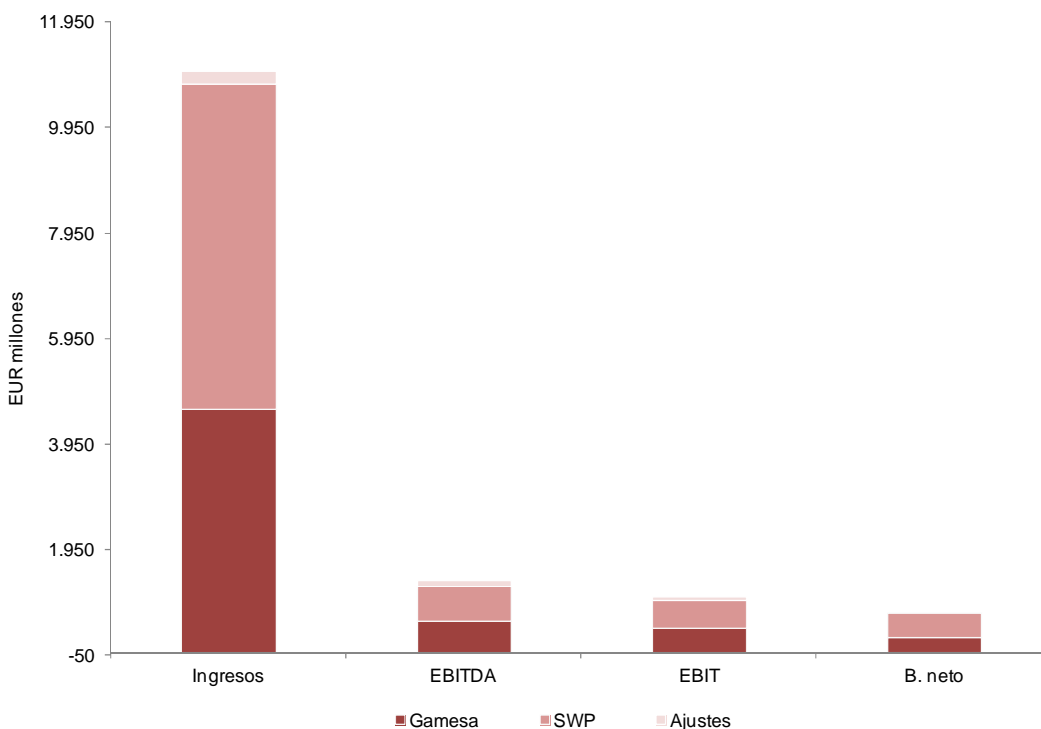
Siemens Gamesa (SGRE), Octubre 2017

LA FUSIÓN DE GAMESA Y LA DIVISIÓN DE RENOVABLES DE SIEMENS SITÚA A LA NUEVA SIEMENS GAMESA ENTRE LOS LÍDERES DEL SECTOR, POSICIÓN PROPICIA PARA SUPERAR LOS RETOS A LOS QUE ÉSTE SE ENFRENTA

El pasado 3 de abril de 2017 entró en efecto la fusión de la antigua Gamesa con Siemens Wind Power, acordada en junio de 2016, y con la que se crea uno de los competidores líderes en el sector, con un fuerte posicionamiento tanto en el segmento *onshore* como en el *offshore*, y con presencia en más de noventa países. Según las cifras proforma para el ejercicio 2016, el nuevo grupo alcanzaría unas ventas de alrededor de EUR 11.000 millones, un beneficio de explotación (EBIT) de más de EUR 1.000 millones, una cartera de pedidos de más de EUR 22.000 millones y 51 GW bajo mantenimiento. En el gráfico a continuación se puede apreciar el cambio de tamaño de la Compañía a través de las principales magnitudes de la cuenta de resultados:

Gráfico n. 2

PRINCIPALES MAGNITUDES DE LA CUENTA DE RESULTADOS PROFORMA 2016



Fuente: Documentación de la fusión Gamesa- Siemens Wind Power (SWP).

Además, la operación aúna dos empresas altamente complementarias, tanto en el sentido estratégico como en cuanto a estructura: La antigua Gamesa estaba centrada en el negocio *onshore* (estaba entrando en el negocio *offshore* a través de su *joint venture* con Adwen) y contaba con posiciones de liderazgo en el sur de Europa y países emergentes con un alto potencial eólico: México, Brasil, India y China (en este último es líder entre las empresas extranjeras). Por su lado, Siemens Wind Power estaba bien posicionado en *onshore* y, especialmente, en *offshore* (con un 60% de la flota *offshore* mundial instalada), y era líder en los mercados desarrollados de Canadá, EEUU, Alemania, Reino Unido.

Siemens Gamesa (SGRE), Octubre 2017

Con esto, la nueva compañía está idealmente posicionada para aprovechar las oportunidades de crecimiento que presenta el sector en los próximos años: el fuerte crecimiento que se espera en mercados emergentes como Brasil, India y China, y el potencial que todavía existe en el segmento *offshore* en mercados maduros. Para ello, la Compañía cuenta con la cartera de producto más extensa del mercado, cubriendo todas las categorías de viento. Además, cuenta con una extensa y eficiente red global para desarrollar el complementario negocio de Operación y Mantenimiento.

En cuanto al aspecto financiero de la operación, SGRE espera alcanzar una generación de sinergias por un total de EUR 230 millones anuales a partir del año 3 (objetivo adelantado en un año en la última *conference call* de la Compañía), mientras que los costes de integración totales se estiman en EUR 210 millones.

En el cuadro a continuación se resumen los detalles de la operación:

Cuadro n. 2
FUSIÓN DE GAMESA Y SIEMENS WIND POWER

Estructura de la operación	Fusión
Sociedad absorbente	Gamesa
Sociedad absorbida	Siemens Wind Power
Contraprestación a Siemens	401.874.595 acciones de GAM de nueva emisión (59% del capital social del nuevo grupo) por un importe de EUR 4,635,8 millones (nominal + prima)
Pago extraordinario a los accionistas de Gamesa	Dividendo extraordinario de EUR 3,75 por acción a los antiguos accionistas de GAM (pre fusión)
Fecha de efectividad de la operación	3 de abril de 2017
Accionistas de referencia	59% Siemens; 8% Iberdrola (IBE)

Fuente: Presentaciones de la Compañía.

ADEMÁS, EN LOS ÚLTIMOS AÑOS LA ANTIGUA GAMESA YA HABÍA HECHO UN IMPORTANTE ESFUERZO DE REESTRUCTURACIÓN...

Tras varios ejercicios en los que los resultados de Gamesa se habían ido deteriorando progresivamente por la disminución de la demanda en el sector y el descenso en la rentabilidad de los parques eólicos, la Compañía se embarcó a finales de 2012 en un proceso de reestructuración y reorientación estratégica, plasmado en dos planes de negocio, el Plan de Negocio 2013–2015 y la Visión 2015–2017, y que supuso un punto de inflexión en su desempeño. Estos planes, y la mejora de las condiciones de demanda para el sector se tradujeron en una notable mejora de los resultados en los ejercicios siguientes, por encima de los objetivos inicialmente planteados.

GUÍAS Y OBJETIVOS DEL PLAN DE NEGOCIO 2013–2015 Y DE LA VISIÓN 2015–2017

PLAN DE NEGOCIO 2013-2015				VISIÓN 2015-2017			
Parámetro	2012E	2013	2015	Parámetro	2014A	2015E	2017E
MWe	c. 2.000	1800	2.200-2.400	MWe	2.623	c. 3.100	3.500-3.800
Margen contribución	16,5%	17-18%	>20%	EBIT	181		x2
Margen EBIT (recurrente)	0%	3-5%	8-10%	Margen EBIT (recurrente)	6,4%	≥8%	>8%
Capital circulante/ventas AEGs	15-20%	c. 15%	c. 15%	Capital circulante/ventas	2,5%	<5%	<5%
Capex	< EUR 200 M	< EUR 150 M	< EUR 150 M	Capex/ventas	3,80%	4-5%	<3,5%
DFN/EBITDA	c. 2,5x	< 2,5x	<2,0x	DFN			<1,5x a largo plazo
ROCE			WACC +2%	ROCE	WACC + 2%	WACC +4%	↑

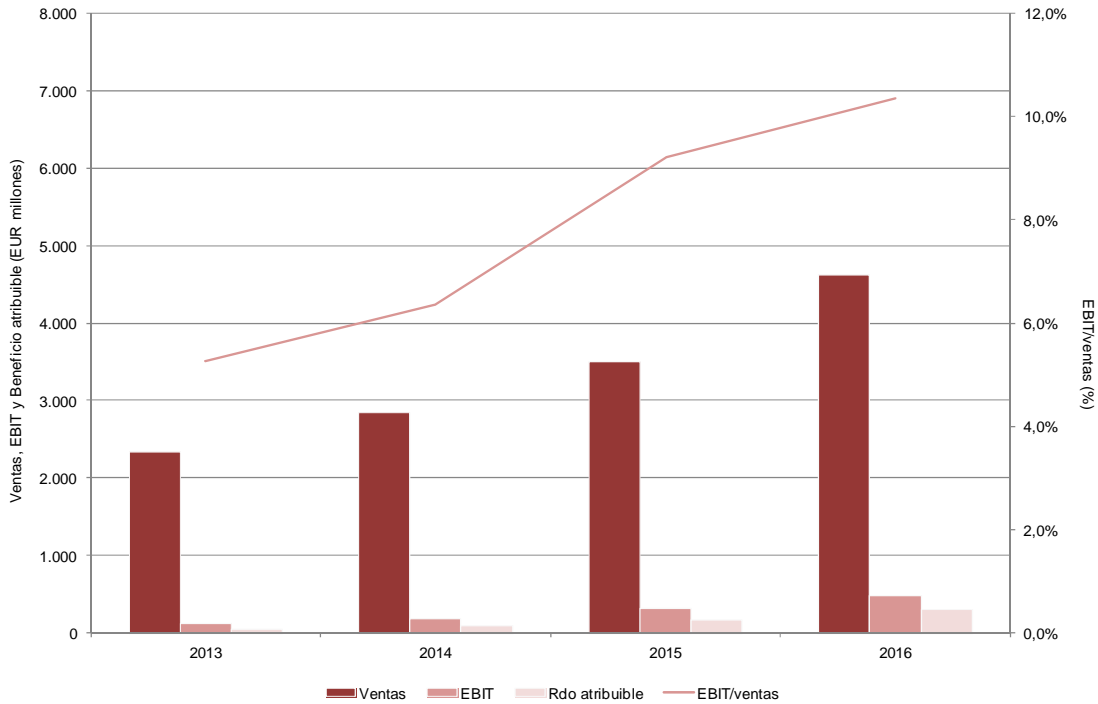
Fuente: Presentaciones de Gamesa.

Las principales líneas de acción de dichos planes se dirigieron a:

- Reducción de costes
- Fortalecimiento del balance y reducción del apalancamiento financiero
- Focalización hacia mercados clave
- Orientación de la gama de productos al mercado, haciendo hincapié en la competitividad de la cartera de productos y, especialmente, en lograr el menor coste de la energía.
- Lanzamiento del negocio *offshore* ante las buenas perspectivas de demanda de este mercado. La antigua Gamesa creó en 2014 una *joint venture* con Areva para entrar en el mercado *offshore*. Dicha *joint venture* se ha deshecho como consecuencia de la fusión con Siemens Wind Power, habiendo adquirido SGRE la participación de Areva.

... QUE JUNTO A LA MEJORA DE LA DEMANDA EN EL SECTOR SE HABÍA TRADUCIDO EN UN FORTALECIMIENTO DE LOS RESULTADOS DE GAMESA ASÍ COMO DE SU ESTRUCTURA FINANCIERA EN EL PERIODO 2013–2016

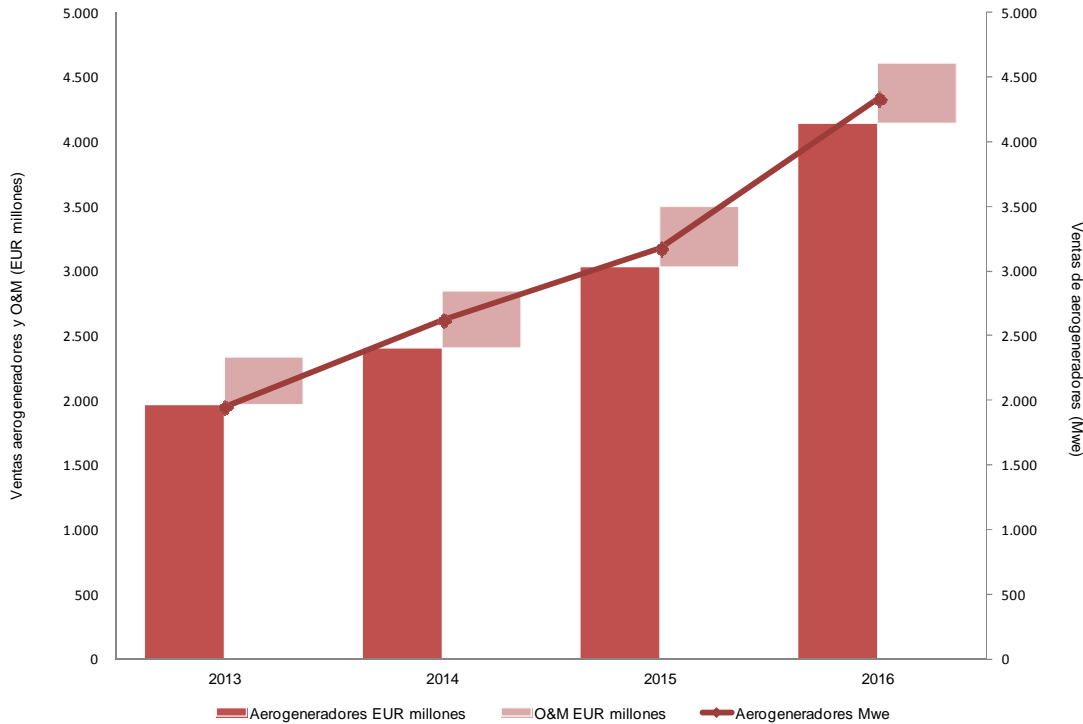
Con esto, los planes estratégicos implementados junto a la mejora de la demanda global en el sector, supusieron una mejora sustancial de los resultados de Gamesa en el periodo 2013–2016. Así, desde 2013, año en el tocaron el mínimo desde los niveles precrisis, y hasta 2016 las ventas del Grupo registraron una tasa anual de crecimiento compuesto (tacc) del 25,5%, lo que acompañado a la mejoría de los márgenes de explotación se tradujo en crecimientos del 57,1% tacc a nivel de beneficio de explotación (EBIT) y del 88,4% tacc a nivel de resultado neto atribuible, tal y como se muestra en el siguiente gráfico.

EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES MAGNITUDES DE LA CUENTA DE RESULTADOS DEL GRUPO (2013–2016)


Fuente: Estados financieros de Gamesa (2013–2016)

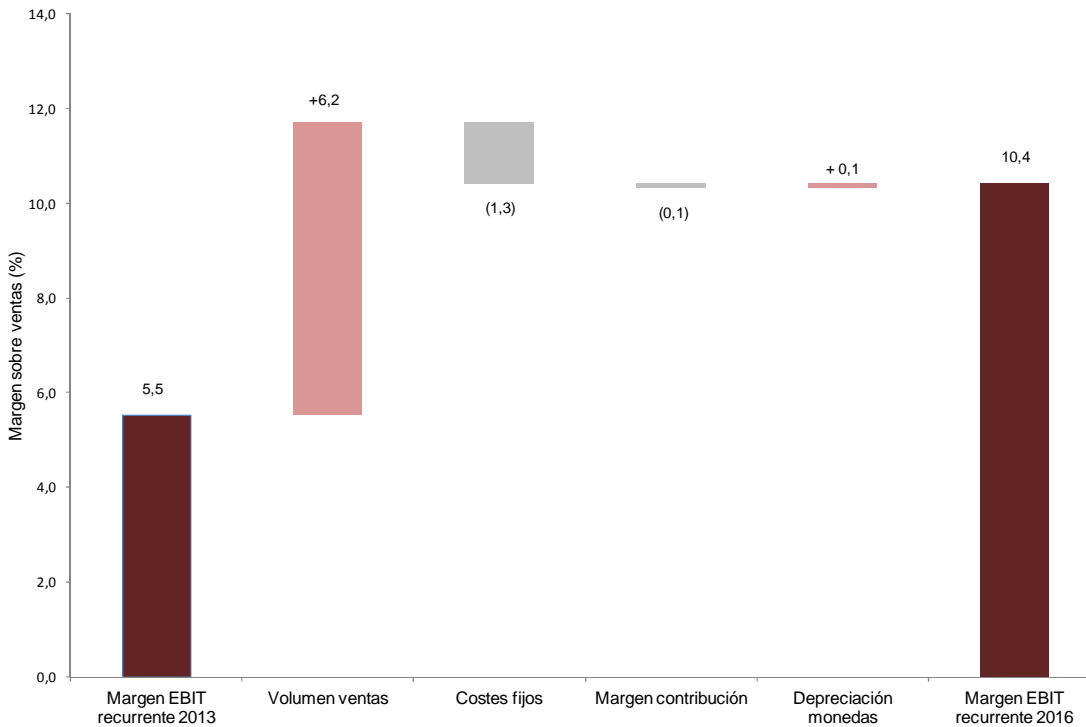
Así, la recuperación de la demanda en el sector y el fuerte posicionamiento de Gamesa en las geografías con un mayor crecimiento de dicha demanda (India, China, México, Brasil) se tradujo en un fuerte crecimiento de su actividad, con un crecimiento en el número de MWe vendidos del 30,1% tacc, hasta 4.332 MWe, en el periodo 2013–2016. Dicho crecimiento se vio reflejado en un crecimiento algo por debajo en euros de las ventas de la división de Aerogeneradores (28,1% tacc, hasta EUR 4.141 millones) por el cambio del mix de producto y geográfico. Por su lado, las ventas de los servicios de Operación y Mantenimiento (O&M) crecieron también de forma significativa, aunque a tasas más moderadas (8,9% tacc, hasta EUR 471 millones), tal y como mostramos en el gráfico n. 4.

EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS DE GAMESA (2013–2016E)



Fuente: Estados financieros de Gamesa.

Este incremento de los volúmenes de actividad permitió a Gamesa apalancar su estructura operativa al tiempo que implementaba medidas para mantener los costes de estructura bajo control así como optimizar los costes variables. De esta manera, los gastos de estructura (gastos fijos con impacto en caja; excluyendo amortizaciones y provisiones) sólo aumentaron un 6,9% tacc en todo el periodo. Tal y como se muestra en el gráfico n. 5 esto se tradujo en un notable incremento de la rentabilidad de sus operaciones, mejorando el margen EBIT recurrente (excluyendo apuntes extraordinarios) desde 5,5% en 2013 hasta 10,4% en 2016. Como resultado, el EBIT recurrente aumentó desde EUR 129 millones en 2013 hasta EUR 477 millones en 2016.

DESGLOSE DE LA MEJORA DEL MARGEN EBIT/VENTAS (2016 vs 2013)


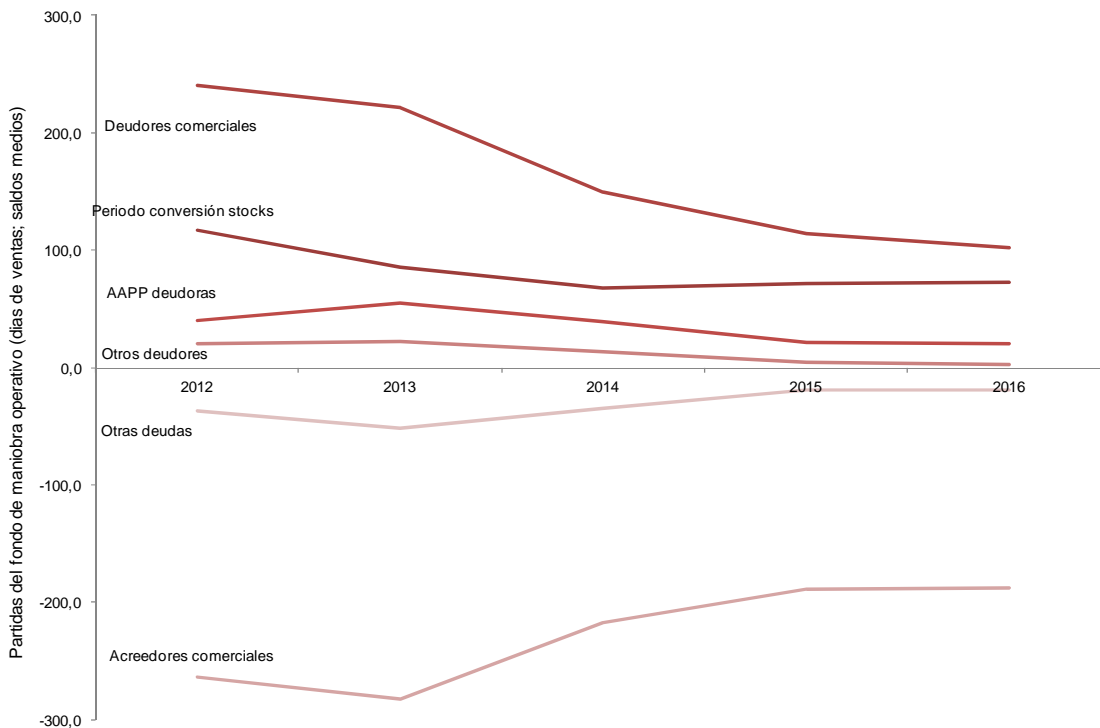
Fuente: Presentaciones de resultados de Gamesa; elaboración propia.

Por su lado, la progresiva reducción del endeudamiento financiero de Gamesa a lo largo del periodo, que explicaremos más adelante, resultó en un descenso sustancial de sus gastos financieros netos (-11,2%, tacc incluyendo diferencias de cambio), que pasaron de consumir más de un 40% del EBIT en 2013 a suponer menos del 8% en 2016. Con esto, el beneficio antes de impuestos (BAI) se incrementó desde EUR 60,5 millones en 2013 hasta EUR 435,6 millones en 2016.

La tasa fiscal se situó en el periodo en el 28–30%, a excepción del ejercicio 2013, que fue del 18,4%. Tras resultados por operaciones discontinuadas y resultados de minoritarios sin impacto significativo en resultados, el beneficio neto atribuible mejoró desde EUR 45,0 millones en 2013 hasta EUR 301,3 millones en 2016.

Esta evolución de los resultados, sumada a la significativa reducción de la inversión en circulante y al mantenimiento de los gastos de inversión en inmovilizado (*capex*), dio como resultado una profunda transformación de la estructura financiera, que, tal y como adelantábamos antes, pasó de estar fuertemente apalancada a contar con una sólida posición de tesorería neta.

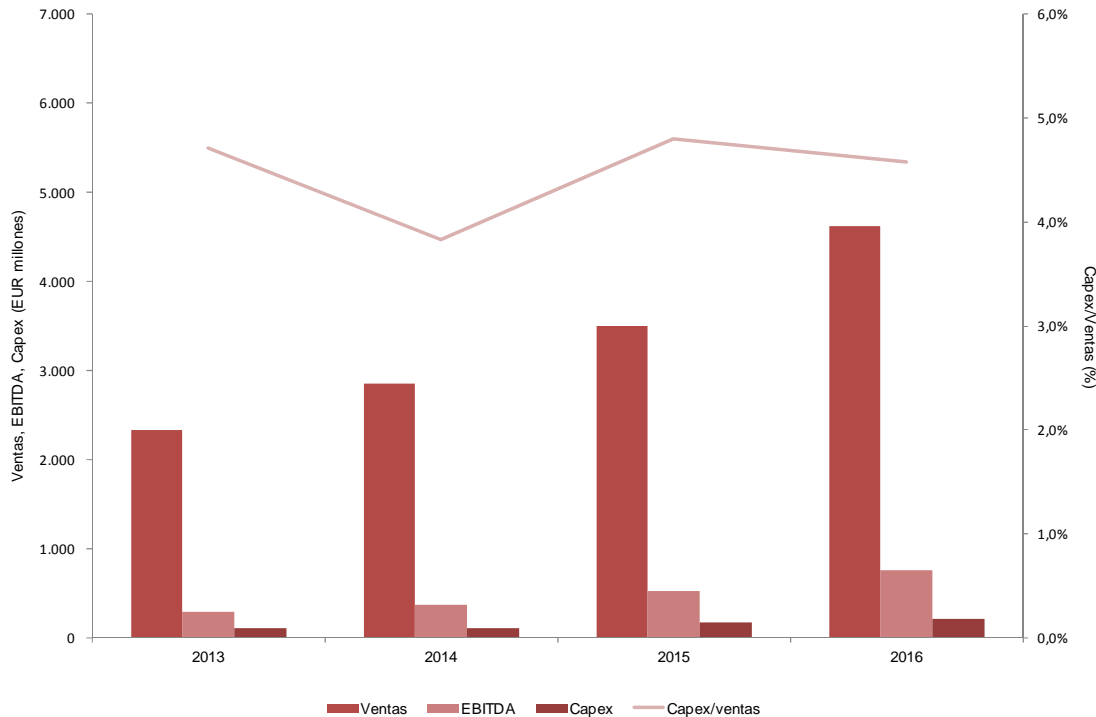
En concreto, Gamesa liberó en el periodo analizado casi EUR 670 millones del capital invertido en circulante operativo, que retrocedió desde un importe positivo de alrededor de EUR 430 millones (60 días de ventas) al cierre de 2012 hasta un importe negativo de alrededor de EUR 240 millones (19 días de ventas) al cierre del ejercicio 2016, gracias principalmente al descenso en el saldo de deudores, tal y como se muestra en el siguiente gráfico:

DESGLOSE DE LA EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN CAPITAL CIRCULANTE-DÍAS DE VENTAS MEDIOS (2013-2016)


Fuente: Estados financieros de la compañía. Elaboración propia.

Al mismo tiempo, Gamesa mantuvo un control estricto de sus inversiones en inmovilizado, mediante una estrategia de inversión flexible y modular, adaptada a las necesidades de crecimiento, manteniéndose en todo el periodo la inversión (capex) por debajo del 5% de la cifra de negocio, tal y como reflejamos en el siguiente gráfico.

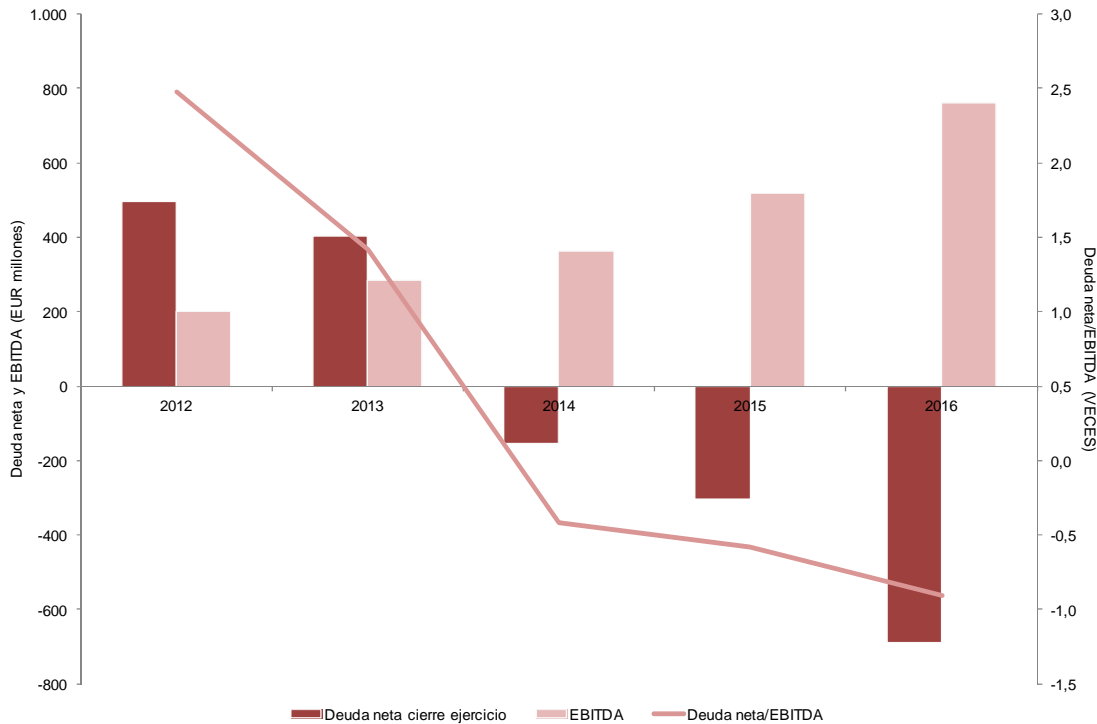
EVOLUCIÓN DEL CAPEX RESPECTO A LAS VENTAS Y EBITDA (2013–2016)



Fuente: Estados financieros de Gamesa. Elaboración propia.

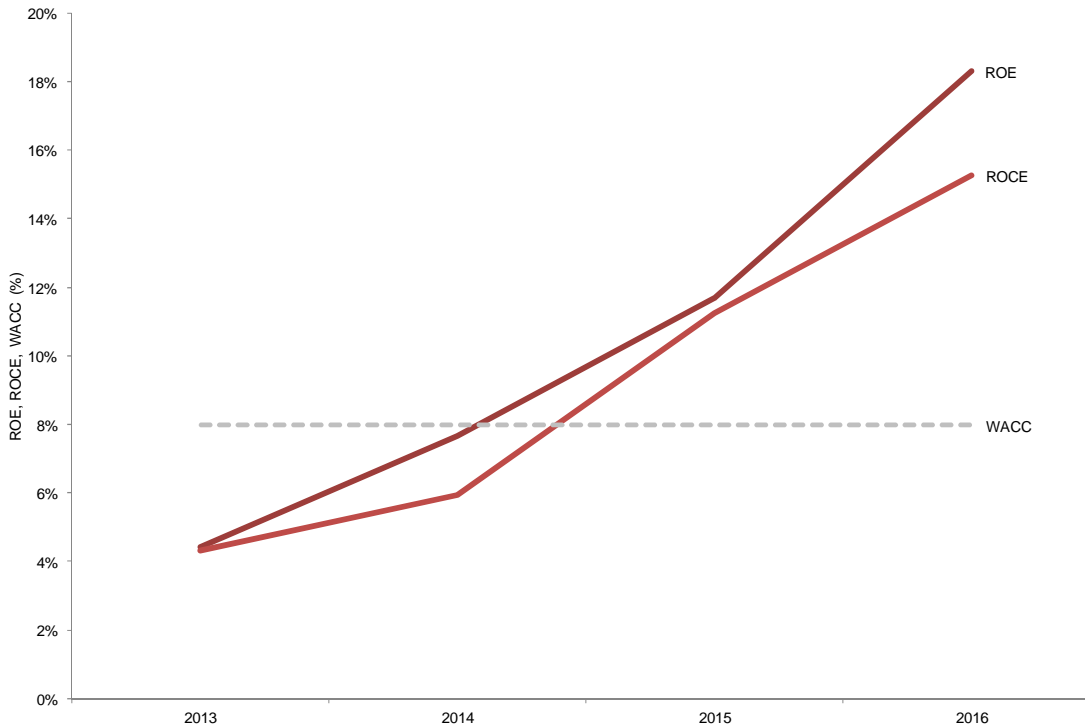
A esto hay que sumarle que en el ejercicio 2014 Gamesa llevó a cabo una ampliación de capital por importe de EUR 236 millones, reforzando su estructura de capital. Con estos nuevos fondos, la mejora de los resultados, la reducción del capital circulante y el moderado crecimiento del capex, la estructura financiera de Gamesa se transformó por completo, pasando de estar considerablemente apalancada, aunque dentro de unos límites razonables, a contar con una sólida posición de tesorería neta, tal y como se muestra en el gráfico n. 8:

EVOLUCIÓN DE DEUDA NETA vs EBITDA (2012–2016)



Fuente: Estados financieros de Gamesa. Elaboración propia.

Todo ello se tradujo en un importante incremento de la rentabilidad, tanto a nivel de la rentabilidad de los fondos empleados (ROCE) como de los fondos propios (ROE). Tal y como se muestra en el gráfico n. 9, a partir de 2015 Gamesa volvió a crear valor en términos de *Economic Value Added* (EVA) al superar el ROCE el coste de capital medio ponderado (WACC). Por su lado, el ROE se situó en todo momento por encima del ROCE, lo que supone que la estructura de capital fue eficiente desde el punto de la rentabilidad alcanzada por el accionista.

RENTABILIDADES ROCE Y ROE vs WACC


Fuente: Estados financieros de la Compañía. Elaboración propia.

POR EL CONTRARIO, LOS RESULTADOS DE SGRE EN EL PRIMER TRIMESTRE EN QUE REPORTA EL GRUPO FUSIONADO SE HAN VISTO FUERTEMENTE PENALIZADOS POR LA PARALIZACIÓN DEL MERCADO INDIO

Tras la fusión de la antigua Gamesa con Siemens Wind Power, la nueva SGRE cambia su año fiscal, que pasará a cerrarse en septiembre. Por tanto, el ejercicio 2017 será transitorio y sólo constará de tres trimestres. El trimestre de abril a junio es por tanto su tercer trimestre del año, y el primero en el que la Compañía reporta de forma conjunta, por lo que la comparación la presentamos con datos proforma.

Además, señalar que los resultados se ven contablemente penalizados por la amortización derivada del *Purchase Price Allocation* (PPA) o Asignación del Precio Pagado, fruto de la operación de fusión (básicamente la revalorización de los activos integrados).

Con todo ello, SGRE alcanzó un beneficio neto de EUR 12 millones en el tercer trimestre de su nuevo año fiscal (3T2017). No obstante, si se excluye el impacto de la amortización del PPA (EUR 87 millones a nivel de beneficio neto) y los costes de reestructuración como consecuencia de la fusión (EUR 36 millones), el beneficio neto se situaría en EUR 135 millones.

Siemens Gamesa (SGRE), Octubre 2017

La entrada de pedidos se vio fuertemente penalizada en el trimestre, alcanzando EUR 805 MW frente a EUR 2.610 MW proforma en el 3T2016. Este descenso se explica por: i) la paralización del mercado indio tras la introducción del sistema de subastas por parte del Gobierno, mercado que contribuyó con EUR 450 MW en el 3T2016; ii) la conversión de contratos en EEUU concentrada hacia el final del año fiscal, mercado que contribuyó con otros 450 MW en el 3T2016; iii) importantes volúmenes de órdenes retrasadas en otros mercados; y iv) la volatilidad típica del mercado *offshore*, que en el 3T2016 había registrado una entrada de pedidos de unos 950 MW. Como consecuencia, la cartera de pedidos retrocedió hasta EUR 20.394 millones al cierre del 3T2017, frente a EUR 22.945 millones correspondientes al 3T2016 (proforma).

Por su lado, las ventas retrocedieron un 7,1% en tasa interanual, hasta EUR 2,693 millones, debido al descenso de las ventas de la división de Aerogeneradores en un 8,7%, tal y como se muestra en el cuadro n. 4, como consecuencia principalmente de la mencionada paralización del mercado indio y en menor medida por las menores ventas en Reino Unido, lo que afectó a la venta de turbinas *onshore*. Excluyendo el mercado indio las ventas habrían aumentado un 1,6%. Por el contrario las ventas de aerogeneradores *offshore* se incrementaron a doble dígito, gracias al incremento del precio medio de venta, incremento derivado del mix de ventas. Por su parte, la unidad de Mantenimiento registró un incremento de sus ventas del 7,9%.

Cuadro n. 4
EVOLUCIÓN DE LA CIFRA DE NEGOCIO DE SGRE – 3T2017 vs 3T2016

	3T2016	3T2017	17/16
Aerogeneradores			
. MW	2.590	1.949	-24,7%
.. MW Onshore	2.041	1.488	-27,1%
.. MW Offshore	549	461	-16,0%
. EUR millones			
ASP	1,01	1,23	21,3%
.. EUR M Onshore	1.860	1.363	-26,7%
.. EUR M Offshore	761	1.030	35,3%
Mantenimiento			
. EUR millones	278	300	7,9%
Total Grupo			
. EUR millones	2.899	2.693	-7,1%

Fuente: Estados financieros de la Compañía; elaboración propia.
 ASP: Average Selling Price (precio medio de venta)

Igualmente, la situación del mercado indio penalizó el beneficio de explotación (EBIT) del Grupo, que además se vio lastrado por los costes de integración (EUR 36 millones) y por la amortización del PPA (EUR 124 millones a nivel de EBIT). Con todo, el EBIT se situó en el trimestre en EUR 50 millones, frente a EUR 266 millones en el 3T2016 proforma. Excluyendo la amortización del PPA y los costes de reestructuración, el EBIT subyacente descendería un 21%, con un deterioro de este margen sobre ventas desde el 9,2% hasta el 7,8%. Además, si

Siemens Gamesa (SGRE), Octubre 2017

se excluye el mercado indio, el EBIT aumentaría un 0,4%, situándose en EUR 229 millones, con un margen sobre ventas del 8,6%, similar al 8,7% comparable del 3T2017 proforma (y excluyendo el mercado indio).

Cuadro n. 5
EVOLUCIÓN DEL BENEFICIO DE EXPLOTACIÓN (EBIT) – 3T2017 vs 3T2016

	3T2016	3T2017	17/16
EBIT	266	50	-81,2%
Margen/ventas	9,2%	1,9%	
EBIT subyacente	266	211	-20,7%
Margen/ventas	9,2%	7,8%	
EBIT subyacente ex India	228	229	0,4%
Margen/ventas	8,7%	8,6%	

Fuente: Estados financieros de la Compañía. Elaboración propia.

Señalar que el EBIT subyacente de la división de Aerogeneradores retrocedió un 23%, hasta EUR 162 millones, deteriorándose este margen sobre ventas 1,3 p.p. hasta el 6,8%. Excluyendo el impacto de la India el margen sería del 7,7%. Por su lado, el EBIT subyacente de la división de Mantenimiento retrocedió un 11% hasta EUR 48 millones, con un deterioro de su margen sobre ventas desde el 19,6% en el 3T2016 hasta el 19,1% en el 3T2017, si bien el margen del 3T2016 proforma fue excepcionalmente elevado por impactos no recurrentes, excluyendo los cuales el margen se habría mantenido plano.

A PESAR DE LA DEBILIDAD DE LOS RESULTADOS DEL 3T2017 CREEMOS QUE EL TRASFONDO DEL SECTOR SIGUE SIENDO FAVORABLE A LARGO PLAZO, Y ASÍ LO HEMOS REFLEJADO EN NUESTRAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS

Tal y como hemos destacado en la primera sección de este informe, la demanda del sector sigue respaldada por el apoyo de un número creciente de países a las energías renovables con el fin de reducir su impacto medioambiental. Además, la cada vez mayor competitividad de la energía eólica frente a las fuentes de energía convencionales, competitividad que sigue en aumento, unida al crecimiento de la demanda de electricidad en los países en desarrollo, garantizan un horizonte relativamente favorable para el sector eólico.

Antes de comenzar a explicar nuestras estimaciones, recordamos que el ejercicio 2017 será un año atípico de 9 meses al cerrarse en septiembre para adaptarse al nuevo calendario fiscal. Con objeto de facilitar la comparación de los resultados incluimos en este análisis unos resultados 2017 proforma, es decir, los que serían los correspondientes a los últimos doce meses de la empresa fusionada a septiembre de 2017.

Así, proyectamos un 4T2017 muy débil tanto en ventas como en resultados de explotación, ya que esperamos que se mantengan las condiciones adversas experimentadas en el 3T2017. Con esto, hemos proyectado unas ventas de EUR 2.322 millones en el 4T2017 y un beneficio neto de explotación (EBIT) recurrente de EUR 99 millones, lo que implica un margen sobre ventas del 4,2%.

Siemens Gamesa (SGRE), Octubre 2017

A partir de 2018 esperamos una recuperación parcial del mercado indio, si bien hemos decidido ser conservadores, contemplando unas ventas en el mercado indio de 500 MW en 2018, 700 MW en 2019 y 800 MW en 2020, frente a los alrededor de 1.500 MW que calculamos instaló Gamesa sola en 2016. Igualmente, esperamos que el mercado estadounidense y el brasileño no generen pedidos hasta 2019. Con esto, esperamos un nuevo descenso de las ventas en 2018, para volver a recuperarse en 2019 y 2020 cuando esperamos que SGRE alcance unas ventas de 8.944 MW, en línea con las ventas proforma que habría alcanzado el Grupo unido en el ejercicio fiscal 2017. Según estas estimaciones y las proyecciones para el sector del *Global Wind Energy Council* (GWEC), la cuota de mercado del nuevo Grupo se situará alrededor del 13% en cada uno de los ejercicios proyectados (frente al 15% en 2017).

Esperamos cierta presión en precios en el sector, especialmente en el segmento *onshore*, lo que será compensado por el mayor crecimiento que proyectamos en las ventas de aerogeneradores *offshore*, cuyos precios son más elevados, y que no se verán afectadas por las dinámicas que atraviesan los mercados brasileño, estadounidense e indio. Con esto, esperamos que las ventas de la división de Aerogeneradores alcancen en 2020 EUR 9.957 millones, un 2% por encima de las que habría alcanzado el Grupo en el ejercicio 2017 proforma.

Para la actividad de Mantenimiento hemos contemplado un crecimiento constante de las ventas, a medida que se incrementa la cartera de MW mantenidos por el Grupo, tal y como se muestra en el cuadro n. 6.

Cuadro n. 6
ESTIMACIONES DE CIFRA DE NEGOCIO (2017PF–2020E)

	3T2017	4T2017	2017E PF (12M)	2018E	2019E	2020E
Mwe	1.949	1.857	9.038	8.287	8.653	8.944
Variación				-8,3%	4,4%	3,4%
Ventas (EUR millones)	2.693	2.322	10.957	10.045	10.906	11.398
Variación				-8,3%	8,6%	4,5%
. Aerogeneradores	2.393	2.022	9.781	8.786	9.560	9.957
Variación				-10,2%	8,8%	4,2%
.. ASP (*)	1,23	1,09	1,08	1,06	1,10	1,11
. Mantenimiento	300	300	1.176	1.258	1.346	1.441
Variación				7,0%	7,0%	7,0%

Fuente: Estados financieros de la Compañía 3T2017. Estimaciones y elaboración propia.

(*) ASP: Average Selling Price. Calculado como ventas en EUR sobre MWe vendidos.

Esperamos que Adwen deje de generar pérdidas en 2019 a raíz de su integración en la división *offshore* de la antigua Siemens Wind Power. Además, hemos calculado una generación de sinergias de EUR 92 millones en 2018, EUR 184 millones en 2019 y EUR 230 millones en 2020.

Con esto, proyectamos una recuperación sostenida de los márgenes de explotación del Grupo y calculamos que el EBIT recurrente aumentará hasta EUR 1.147 millones en 2020, frente a EUR 891 millones del ejercicio 2017 proforma, tal y como mostramos en el cuadro n. 7. Esto supondrá una mejora de este margen sobre ventas desde el 8,1% en 2017 (proforma) hasta el 10,1% en 2020.

Siemens Gamesa (SGRE), Octubre 2017

Por otro lado, hemos calculado unos gastos de reestructuración de EUR 72 millones en los dos trimestres de 2017 posteriores a la fusión y EUR 144 millones en 2018, mientras que no calculamos más cargos al respecto en los siguientes ejercicios. Igualmente hemos incluido en nuestras estimaciones EUR 248 millones de amortización del PPA en los dos trimestres conjuntos de 2017, EUR 360 millones en 2018, EUR 340 millones en 2019 y EUR 320 millones en 2020.

Cuadro n. 7
ESTIMACIONES DE RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN (2017PF-2020E)

EUR millones	3T2017	4T2017	2017E PF (12M)	2018E	2019E	2020E
EBIT recurrente	211	99	891	809	982	1.147
Variación				-9,1%	21,3%	16,8%
.. EBIT/ventas	7,8%	4,2%	8,1%	8,1%	9,0%	10,1%
. Aerogeneradores	162	51	690	589	733	859
.. EBIT/ventas	6,8%	2,5%	7,0%	6,7%	7,7%	8,6%
. Mantenimiento	48	48	201	220	249	288
.. EBIT/VENTAS	16,0%	16,0%	17,1%	17,5%	18,5%	20,0%

Fuente: Estados financieros de la Compañía 3T2017. Estimaciones y elaboración propia.

Con esto, esperamos que el EBIT reportado tras retroceder inicialmente hasta EUR 305,4 millones en 2018, recuperé con fuerza hasta EUR 827,4 millones en 2020, lo que equivale a un margen sobre ventas del 7,3% sobre la cifra de negocio.

Calculamos que la generación de caja del Grupo así como la contención de las inversiones –que hemos establecido en un 4,5% de las ventas– resultará en una importante reducción de la deuda bruta del Grupo, y por tanto en un incremento de la posición de tesorería neta. En concreto esperamos que SGRE pase de una posición de tesorería neta de EUR 236 millones al cierre del pasado 3T2017 a una de EUR 1.034 millones en 2020 –estas proyecciones incluyen un *pay-out* del 25% y el mantenimiento del fondo de maniobra operativo alrededor del 1,3% de las ventas. Como consecuencia, calculamos que los gastos financieros netos se irán reduciendo hasta EUR 9,2 millones en 2020.

Finalmente, señalar que hemos aplicado una tasa impositiva del 30% en todo el periodo proyectado.

Con todo ello, proyectamos que SGRE alcance un beneficio neto de EUR 363,0 millones en el ejercicio fiscal 2017 (proforma), EUR 199,0 millones en 2018, EUR 436,5 millones en 2019 y EUR 572,7 millones en 2020.

HEMOS CALCULADO UN PRECIO OBJETIVO DE EUR 12,28 POR ACCIÓN PARA LAS ACCIONES DE SGRE, EN LÍNEA CON LA COTIZACIÓN ACTUAL DEL VALOR

Hemos valorado SGRE utilizando un modelo de descuento de flujos de caja del inversor ajustado a impuestos, con el que hemos obtenido un valor de EUR 8.748,91 millones, lo que supone un precio por acción de EUR 12,84. Las principales hipótesis respecto a la evolución del negocio de SGRE que hemos utilizado en nuestro modelo se detallan en la exposición de nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2017–2020. La tasa

Siemens Gamesa (SGRE), Octubre 2017

de actualización utilizada (*wacc: weighted average cost of capital*) es del 8,73% y su cálculo se recoge en el anexo n. 3.

Asimismo, hemos valorado SGRE aplicándole los multiplicadores PER, EV/EBIT y Precio/Cash Flow mediano al que cotizan sus principales competidores (Nordex, Suzlon y Vestas Wind Systems) según las estimaciones del consenso de analistas *FactSet* para el ejercicio 2019. Tomamos 2019 como referencia ya que consideramos que el ejercicio 2018 no es representativo al estar afectado por factores coyunturales. Además, hemos excluido del grupo de comparación a la china Xinjiang Goldwind Science & Technology porque creemos que las características propias del mercado en el que cotiza no la hacen apta para incluirla en el grupo de comparación. Con este método hemos obtenido un valor para SGRE de EUR 7.984,09 millones o EUR 11,72 por acción.

Cuadro n. 8
VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS BURSÁTILES – 09 OCTUBRE 2017

	PER 2019E	EV/EBIT 2019E	P/CF 2019E
Multiplicadores grupo de referencia	13,6x	8,2x	6,6x
Valoración SGRE (EUR/acción)	13,49	12,75	8,93
Valoración media SGRE (EUR/acción)			11,72

Fuente: *FactSet- Elaboración propia.*

Combinando ambos métodos de valoración obtenemos un valor para SGRE de EUR 8.366,50 millones y un precio objetivo para sus acciones de EUR 12,28, en línea con la cotización actual del valor.

REINICIAMOS LA COBERTURA DEL VALOR CON UNA RECOMENDACIÓN DE REDUCIR, Y ADVERTIMOS DE QUE EL RIEGO DE LA INVERSIÓN ES ELEVADO

En los últimos años, la demanda en el sector de la energía eólica se ha venido recuperando con solidez gracias al empuje principalmente de la demanda derivada de los países emergentes, mientras que en los países más desarrollados, con mercados más saturados, todavía siguen existiendo oportunidades en el segmento *offshore*, hasta ahora menos desarrollado.

Creemos que los compromisos adquiridos por numerosos países para impulsar las energías renovables y frenar el cambio climático, plasmados en el Acuerdo de París, así como la cada vez mayor competitividad de la energía eólica frente a las energías convencionales, proyectan un escenario favorable para las empresas fabricantes de aerogeneradores.

En este contexto, creemos que la recién fusionada SGRE cuenta con un posicionamiento privilegiado para aprovechar las oportunidades que ofrece el sector. Así, la nueva Compañía ha aunado la fuerte presencia de la antigua Gamesa en mercados emergentes (México, Brasil, India y China), donde crece con fuerza la demanda de instalaciones de energía eólica, con el dominio de la antigua Siemens Wind Power en el segmento *offshore*, todavía por madurar.

No obstante, no podemos olvidar que el sector se encuentra sujeto a posibles vaivenes regulatorios por parte de los Gobiernos, que en un momento dado pueden provocar una paralización de la demanda, tal y como ya ocurrió en el pasado y como ha ocurrido en el mercado indio este año.

Siemens Gamesa (SGRE), Octubre 2017

Así ha ocurrido en el 3T2017, cuando SGRE registró unos resultados decepcionantes, afectados por la paralización temporal del mercado indio, además de haberse visto lastrados por la contabilización de apuntes no recurrentes derivados del proceso de fusión. Esperamos igualmente un 4T2017 y un ejercicio fiscal 2018 muy débiles en resultados, por la paralización o descenso de la actividad temporal en algunos de los mercados en los que el Grupo está presente (India, EEUU y Brasil). En concreto contemplamos un EBIT recurrente de EUR 809 millones en 2018, frente a los 891 millones del ejercicio 2017 proforma. No obstante, una vez superados estos factores transitorios y con la afloración de las sinergias derivadas de la fusión, esperamos que SGRE alcance un EBIT recurrente de EUR 1.147 millones en 2020.

Hemos valorado SGRE en **EUR 12,28 por acción**, por lo que actualmente la Compañía se encuentra cotizando en línea con nuestro precio objetivo. Además, debemos advertir de que, aunque esperamos que el descenso de las ventas de SGRE sea temporal, no podemos asegurar que la demanda no se volverá a ver seriamente afectada por cambios en la regulación de algún mercado en el que SGRE está presente. Por ello calificamos el riesgo de la inversión como **ALTO**. Además, teniendo en cuenta que proyectamos un nuevo deterioro de los resultados del Grupo en 2018, no creemos que las acciones del Grupo puedan recuperar el favor de los inversores hasta que SGRE demuestre haber superado este bache a través de su cuenta de resultados. Así, a medio plazo creemos que hay otras oportunidades de inversión más atractivas. Con todo ello, reiniciamos la cobertura del valor con una recomendación de **REDUCIR** y aprovecharíamos posibles repuntes en el valor para ir deshaciendo posiciones.



"Link Securities SV, S.A. no asume ninguna responsabilidad por posibles errores de hecho u opinión contenidos en este documento, el cual está basado en información obtenida de fuentes fidedignas. Este documento no representa una oferta de compra o venta de valores. Los clientes de Link Securities SV, S.A. y sus empleados pueden tener una posición o haber realizado transacciones sobre cualquiera de los valores a los que se hace referencia en este documento".

"Link Securities SV, S.A. es una entidad sometida a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)"

Siemens Gamesa (SGRE), Octubre 2017
ANEXO n. 1
PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS
(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2020) ()*

	2020E	2019E	2018E	2017E (PF) **	2016	2015	2014	2013	2012
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO									
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	1,26	1,21	1,18	1,15	1,28	1,35	1,41	1,13	1,45
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,29	0,28	0,27	0,22	0,39	0,39	0,41	0,32	0,37
. Fondo de maniobra operativo (Euro. mill.)	2.450,52	2.344,86	2.159,60	2.355,80	-265,16	-63,94	-2,04	-9,74	312,13
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO									
. F.Propios+Int.Min./pasivo total	0,45	0,43	0,42	0,40	0,30	0,33	0,33	0,21	0,20
. F.Propios+Int.Min./pasivo l/p	2,27	1,96	1,74	1,62	2,10	1,77	1,54	1,12	0,65
. F.Propios+Int.Min./activo fijo	0,81	0,75	0,70	0,67	1,06	0,97	0,95	0,70	0,73
. Fondos accionista/activo fijo	0,46	0,37	0,29	0,23	0,83	0,72	0,69	0,43	0,46
. Recursos permanentes/activo fijo	1,17	1,13	1,10	1,09	1,56	1,51	1,57	1,33	1,85
. Recursos ajenos/activo total	0,39	0,43	0,48	0,50	0,21	0,27	0,30	0,27	0,39
. Deuda neta/fondos accionista	-0,25	-0,17	-10%	-9%	-50%	-27%	-15%	64%	78%
. BAI/gastos financieros brutos	-89,70	-34,59	-14,50	-17,58	-20,88	-9,63	-4,25	-2,76	9,97
. Gastos financieros brutos/ventas n.	0,00	0,00	-0,2%	-0,3%	-0,5%	-1,0%	-1,5%	-1,9%	-1,9%
. CF explot./gts.financieros netos	-164,78	-71,21	-46,1	-31,5	-33,3	-15,5	-8,5	-6,4	-4,0
RENDIMIENTO INVERSIÓN									
. ROA	3,5%	2,7%	1,2%	3,2%	5,9%	4,0%	2,2%	1,0%	-9,5%
. ROE	7,9%	6,3%	3,0%	8,7%	18,3%	11,7%	7,7%	4,4%	-46,9%
. ROCE	7,1%	5,6%	2,7%	7,9%	15,3%	11,2%	5,9%	4,3%	-15,2%
. Fondos Propios/capital Social	100,0%	100,0%	1,0	1,0	37,2	32,2	29,2	23,5	23,7
. BAI/fondos accionista (A)	19,4%	18,0%	10,2%	22,7%	31,6%	22,3%	13,4%	9,6%	-91,8%
. BAI/recursos permanentes (A1)	7,7%	6,0%	2,9%	5,3%	18,3%	13,5%	7,9%	6,4%	-19,3%
. A/A1	253,3%	298,9%	3,53	4,30	1,73	1,65	1,69	1,50	4,76
RESULTADOS EXPLOTACIÓN									
. Margen bruto	26%	26%	25%	25%	32%	32%	32%	33%	29%
. EBITDA/ventas	13%	12%	10%	9%	16%	15%	13%	12%	8%
. Margen explotación	7,3%	6%	3,0%	5,1%	10,4%	9,2%	6,4%	5,3%	-18,9%
. BAI/ventas	7%	6%	2,8%	4,7%	9,4%	7,2%	4,7%	2,6%	-22,1%
. Bº Neto/ventas	5%	4%	2,0%	3,3%	6,5%	4,9%	3,2%	1,9%	-24,7%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO									
. Ventas/tesorería	6,67	6,67	6,67	8,33	3,56	4,03	3,51	2,61	2,91
. Ventas/cuentas a cobrar	7,41	7,41	7,41	7,41	3,05	3,27	2,54	1,94	1,64
. Ventas/existencias	3,13	3,13	3,13	3,13	4,45	4,36	5,04	4,71	4,51
. Ventas/activo total	0,68	0,66	0,62	0,66	0,78	0,76	0,67	0,49	0,52
DATOS POR ACCIÓN									
. Beneficio neto por acción (Euro)	0,84	0,64	0,29	0,53	1,08	0,61	0,33	0,18	(2,60)
. Dividendo por acción (Euro)	0,21	0,16	0,07	0,00	3,71	0,15	0,08	0,00	0,00
. Cash-flow por acción (Euro)	1,64	1,35	0,90	1,19	2,09	1,43	0,96	0,79	(0,96)
. Valor contable por acción (Euro)	10,98	10,35	9,87	9,65	6,32	5,47	4,96	4,01	4,05
. Precio/valor contable (*)	1,08	1,15	1,20	1,23	1,88	2,42	1,27	1,58	0,34
RATIOS BURSÁTILES									
. Precio 31.12 (Euro) (***)	11,86	11,86	11,86	11,86	11,86	13,22	6,32	6,33	1,39
. PER (veces)	14,1	18,5	40,6	22,3	11,0	21,7	19,2	35,7	-0,5
. Precio/Cash-flow	7,2	8,8	13,1	10,0	5,7	9,2	6,6	8,1	-1,4
. Rentabilidad por dividendo	1,8%	1,4%	0,6%	0,0%	31,3%	1,2%	1,3%	0,0%	0,0%
. Pay-out	25%	25%	25%	0%	344%	25%	25%	0%	0%

(*) Las cifras 2012-2016 corresponden a Gamesa; las proyecciones a Gamesa tras la fusión con Siemens Wind Power (SWP)

(**) Tras la fusión con SWP el ejercicio fiscal se cierra en septiembre. El año 2017 se presenta proforma, equivalente a lo que serían los últimos doce meses del grupo fusionado a 30 de septiembre

(***) La cotización utilizada para los años 2016-2020 es la actual.

Fuente: Estados financieros de la Compañía. Estimaciones propias.

Siemens Gamesa (SGRE), Octubre 2017
ANEXO n. 2
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado
 (Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2020) (*)

EUR millones	2020E	2019E	2018E	2017E (PF) (**)	2016	2015	2014	2013	2012
Total Ventas	11.397,77	10.906,34	10.044,63	10.957,20	4.611,98	3.503,80	2.846,16	2.335,62	2.664,84
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	0,00	123,71	79,58	55,00	(171,98)	(57,40)
Coste de Ventas	(8.433,32)	(8.087,75)	(7.487,47)	(8.217,90)	(3.238,99)	(2.478,14)	(1.996,07)	(1.390,34)	(1.825,27)
MARGEN BRUTO	2.964,44	2.818,58	2.557,16	2.739,30	1.496,70	1.105,24	905,08	773,31	782,17
Gastos Explotación	(1.444,50)	(1.496,65)	(1.585,46)	(1.730,75)	(812,52)	(648,54)	(599,79)	(567,89)	(683,24)
Otros ingresos explotación	0,00	0,00	0,00	0,00	76,66	63,45	59,20	79,37	101,99
CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN O EBITDA	1.519,94	1.321,93	971,69	1.008,56	760,84	520,15	364,50	284,79	200,92
Amortización inmovilizado	(692,51)	(679,79)	(666,31)	(446,00)	(283,47)	(197,40)	(183,32)	(161,72)	(704,58)
BENEFICIO EXPLOTACION	827,43	642,14	305,38	562,56	477,38	322,75	181,18	123,07	(503,66)
Rdos. financieros netos	(9,22)	(18,56)	(21,06)	(44,00)	(37,83)	(44,16)	(46,39)	(54,09)	(60,02)
Otros resultados	0,00	0,00	0,00	0,00	(4,00)	(24,99)	(0,67)	(8,52)	(25,62)
B ANTES DE IMPUESTOS OPERACIONES CONTINUA	818,20	623,58	284,33	518,56	435,55	253,60	134,13	60,46	(589,30)
Impuesto sociedades	(245,46)	(187,07)	(85,30)	(155,57)	(124,42)	(76,55)	(38,12)	(11,13)	87,88
BENEFICIO NETO	572,74	436,50	199,03	362,99	311,14	177,05	96,01	49,33	(501,42)
Rdos. Operaciones interrumpidas	0,00	0,00	0,00	0,00	(8,74)	(7,17)	(4,84)	(3,09)	(157,88)
RDO DEL EJERCICIO	572,74	436,50	199,03	362,99	302,40	169,87	91,17	46,24	(659,30)
Minoritarios	0,00	0,00	0,00	0,00	(1,12)	0,34	0,68	(1,20)	(0,14)
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	572,74	436,50	199,03	362,99	301,28	170,22	91,85	45,03	(659,44)
<i>EBITDA</i>	<i>1.519,94</i>	<i>1.321,93</i>	<i>971,69</i>	<i>1.008,56</i>	<i>760,84</i>	<i>520,15</i>	<i>364,50</i>	<i>284,79</i>	<i>200,92</i>
<i>EBIT</i>	<i>827,43</i>	<i>642,14</i>	<i>305,38</i>	<i>562,56</i>	<i>477,38</i>	<i>322,75</i>	<i>181,18</i>	<i>123,07</i>	<i>(503,66)</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>1.115,25</i>	<i>916,29</i>	<i>615,34</i>	<i>808,99</i>	<i>582,93</i>	<i>399,57</i>	<i>267,20</i>	<i>199,56</i>	<i>(243,49)</i>

BALANCE DE SITUACION - Grupo Consolidado
 (Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2018) (*)

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
ACTIVO NO CORRIENTE	9.595,92	9.760,00	1.668,29	1.579,64	1.457,54	1.452,64	1.410,79
ACTIVO CORRIENTE	6.564,70	6.822,76	4.205,45	3.032,28	2.762,80	3.193,28	3.560,69
ACTIVOS MANTENIDOS PARA LA VENTA	0,00	0,00	21,35	28,75	31,52	113,46	142,80
TOTAL ACTIVO	16.160,62	16.582,76	5.895,08	4.640,67	4.251,85	4.759,38	5.114,28

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2011	2010
PATRIMONIO NETO	6.724,66	6.575,39	1.765,00	1.527,20	1.385,41	1.017,66	1.028,68
PASIVO NO CORRIENTE	3.861,71	4.066,44	841,70	865,27	900,12	912,46	1.584,71
PASIVO CORRIENTE	5.574,24	5.940,93	3.286,86	2.247,35	1.964,33	2.828,63	2.461,38
PASIVOS MANTENIDOS PARA LA VENTA	0,00	0,00	1,52	0,84	1,98	0,64	39,52
TOTAL PASIVO	16.160,62	16.582,76	5.895,08	4.640,67	4.251,85	4.759,38	5.114,28
Número acciones (millones)	681,14	681,14	279,27	279,27	279,27	253,88	253,88

(*) Las cifras 2012-2016 corresponden a Gamesa; las proyecciones a Gamesa tras la fusión con Siemens Wind Power (SWP)

 (**) Tras la fusión con SWP el ejercicio fiscal se cierra en septiembre. El año 2017 se presenta proforma, equivalente a lo que serían los últimos doce meses del grupo fusionado a 30 de septiembre
 Fuente: Estados financieros de la Compañía. Estimaciones propias.

Siemens Gamesa (SGRE), Octubre 2017
ANEXO n. 3
CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO

WACC (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva 31/12/11E	coste después tasa imp.	contribución tasa actualización
Fondos Propios 31/12/17E	6.575,39	86%	9,15%	--	9,15%	7,83%
Deuda bruta 31/12/17E (Euro mill.)	1.113,91	14%	8,88%	30,0%	6,22%	0,90%
Total	7.689,31	100%				8,73%

(*) Coste oportunidad: i) FFPF: Tir bono 10 años + prima riesgo; ii) Deuda bruta: coste deuda + prima riesgo

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS

	Tesorería	Deuda bruta	Valor compañía
DCF ajustado (Euro mill.)	958,61		
Valor residual	7.589,35		
Total	8.547,96	1.314,86	(1.113,91)
Valoración por acción - Euro			12,84

Tir bono 10 años:	1,67%
g (crecimiento perpetuo):	2,00%
Prima mercado:	7,41%
Beta:	1,01
Prima de riesgo	7,48%
PER Residual:	14,9

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2020) (*)

EUR millones	2012	2013	2014	2015	2016	2017E (**)	2018E	2019E	2020E
Beneficio explotación (EBIT)	(503,66)	123,07	181,18	322,75	477,38	562,56	305,38	642,14	827,43
Impuestos imputables al EBIT	80,34	(19,33)	(50,25)	(86,67)	(130,95)	(165,17)	(91,62)	(192,64)	(248,23)
EBIT ajustado (NOPLAT)	(423,32)	103,74	130,93	236,07	346,43	397,39	213,77	449,50	579,20
Amortización	415,95	154,52	175,35	229,36	281,65	446,00	666,31	679,79	692,51
Cash-flow explotación ajustado	(7,36)	258,26	306,28	465,43	628,08	843,39	880,08	1.129,29	1.271,71

(*) Las cifras 2012-2016 corresponden a Gamesa; las proyecciones a Gamesa tras la fusión con Siemens Wind Power (SWP)

(**) Tras la fusión con SWP el ejercicio fiscal se cierra en septiembre. El año 2017 se presenta proforma, equivalente a lo que serían los últimos doce meses del grupo fusionado a 30 de septiembre



Javier de Pedro
Enrique Zamácola
Enrique Ramos
Tel Directo: 915 733 027
Fax: 915 044 046

Siemens Gamesa (SGRE), Octubre 2017

