


Siemens Gamesa (SGRE), Julio 2018

# SIEMENS GAMESA

## Actualización

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


**ACUMULAR**  
 RIESGO: ALTO

### Accionistas:

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

 Precio acción (16/07/18): EUR 11,41  
**Precio objetivo (12 meses): EUR 12,21**  
 Nº de Acciones (mill): 681,14  
 Capitalización: EUR 7.768,44  
 Máx/Mín 2018: EUR (14,43/11,25)  
 Máx/Mín (12 meses): EUR (18,20/9,21)  
 % Máx/Mín (12 meses): -37/24

### Analista: Paula Sampedro, CFA

 Tel: 34 - 91 - 573 3027  
 Fax: 34 - 91 - 504 4046

 PER 17: --  
 PER 18 E: 50,2  
 PER 19 E: 31,3  
 PER 20 E: 15,0

### Mesa de contratación

 Enrique Zamácola / Javier de Pedro  
 Tel: 34 - 91 - 573 3027  
 Fax: 34 - 91 - 504 4046

## Principales Ratios

	EV/Ebitda	Ebitda (*)	Bº Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (%)
2017 (**)	--	472,01	(15,21)	398,99	(0,02)	0,59	0,00	0
2018E	8,6	893,15	154,89	552,80	0,23	0,81	0,06	25
2019E	7,2	1.038,77	248,16	708,40	0,36	1,04	0,09	25
2020E	4,9	1.439,02	519,32	999,35	0,76	1,47	0,19	25

(\*) EUR millones

(\*\*) Tras la fusión de Gamesa y Siemens Wind Power el cierre del ejercicio fiscal pasó de diciembre a septiembre; el ejercicio 2017 sólo tiene 9 meses

## 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 en 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 en un momento de transición** que ha provocado un fuerte descenso en el precio de los aerogeneradores y la paralización temporal en algunos mercados, penalizando los resultados de SGRE en 2017 y 2018.
- En este contexto, **la Compañía ha lanzado un plan estratégico hasta 2020 que contempla una reducción de costes de EUR 2.000 millones**, lo que esperamos le permita la recuperación de su rentabilidad, a pesar de una continuada presión a la baja en los precios de los aerogeneradores.
- **En concreto, proyectamos que el beneficio de explotación subyacente mejorará hasta EUR 1.049 millones en 2020**, desde EUR 909 millones en 2017 (proforma doce meses y excluyendo provisiones de existencias). Con esto, el margen EBIT subyacente/ventas mejorará desde el 8,3% hasta el 9,9%.
- Hemos valorado SGRE en **EUR 12,21 por acción**, por lo que actualmente las acciones de la Compañía presentan un potencial de revalorización del 7%. En este punto, debemos recordar que la situación de transición en la que se encuentra el sector de la energía eólica se traduce en una reducida visibilidad sobre los precios de los aerogeneradores. Además, no podemos descartar que se produzcan desvíos en el ambicioso plan de recorte de costes que contempla el Grupo. Por ello calificamos el riesgo de la inversión como **ALTO**. No obstante, a largo plazo creemos que el tamaño y diversificación geográfica del Grupo, así como su liderazgo en el segmento *offshore*, todo combinado con una complementaria división de servicios, le permitirán seguir siendo uno de los principales operadores en un sector que mantiene unas favorables perspectivas de crecimiento. Por todo esto, creemos que las acciones de SGRE presentan una oportunidad de inversión a medio plazo, después de haber descontado ya en su cotización el actual escenario de incertidumbre, y aprovecharíamos posibles recortes en el valor para ir tomando posiciones en él. Modificamos nuestra recomendación para el valor desde REDUCIR hasta **ACUMULAR**.

**RECOMENDACIÓN: ACUMULAR**  
**RIESGO: ALTO**

## EL NUEVO PLAN ESTRATÉGICO DE SIEMENS GAMESA INCLUYE UN AMBICIOSO PLAN DE RECORTE DE COSTES DIRIGIDO A PROTEGER LOS MÁRGENES DE LA COMPAÑÍA

---

El pasado mes de febrero SGRE presentó su estrategia y objetivos hasta 2020, que llevará a cabo a través del plan L3AD 2020, y del que destacamos:

- **Entorno:** Mercado atractivo y con crecimiento, que ya ha superado en gran medida la transición hacia los sistemas de subastas, transición que ha supuesto un fuerte descenso en los precios de los aerogeneradores. La energía eólica alcanza precios competitivos, por lo que su demanda será más estable, sin estar sujeta a vaivenes regulatorios.  
  
Además, hay un claro compromiso por parte de los Gobiernos con las energías renovables. En este sentido, la Agencia Internacional de la Energía espera que la contribución de la energía eólica al mix energético global pase del 7% en 2016 al 14% en 2040.
- **Posicionamiento estratégico:** SGRE está bien posicionada en el sector, por tamaño, por su presencia geográfica global, tanto comercial como fabril, y por su presencia en los tres segmentos de la industria: *Onshore*, en la que es líder en los mercados emergentes; *Offshore* en la que es líder a nivel mundial; y en Servicios de mantenimiento, en los que también cuenta con un fuerte posicionamiento. SGRE espera que este posicionamiento y su orientación al cliente, le permitan ganar cuota de mercado en *Onshore* y Servicios y mantener la posición de liderazgo en *Offshore*.
- **Sinergias:** SGRE ha incrementado y adelantado en el tiempo las sinergias que espera se produzcan a raíz de la fusión de Siemens Wind Power y Gamesa: inicialmente EUR 230 millones en 4 años (año fiscal 2021, FY2021); ahora EUR 230 millones para el FY2019 y hasta EUR 400 millones (en total) en FY2020.
- **Reducción de costes:** Además, la Compañía ha lanzado un plan de reducción de costes adicional por importe de EUR 1.600 millones a desarrollar hasta el ejercicio 2020, y del que un 65% procederá de los ahorros de costes en la fabricación del producto (proveeduría, racionalización del catálogo de productos) y el resto de otras medidas como racionalización de la presencia geográfica y relocalización en países con bajo coste de producción, eliminación de duplicidades, etc. El coste de estas medidas de integración y estructuración alcanza unos EUR 400 millones, de los que en el momento de anuncio del plan quedaban pendientes EUR 270 millones.
- **Tecnología:** La estrategia de producto se basa en la filosofía “un segmento, una tecnología”, lo que supone la simplificación de su cartera de producto, base fundamental de los ahorros de costes antes señalados. Por otro lado, la Compañía lanza la plataforma 4MW, con un incremento de la producción de energía del 20% sobre modelos anteriores. Además, la Compañía ha desarrollado soluciones digitales, con dos centros de control remoto y la introducción de sensores de diagnóstico remoto en los aerogeneradores.
- El plan estratégico de SGRE se basa en **tres pilares:** Mejor LCoE (optimización de los costes del producto, liderazgo tecnológico y excelencia operacional); Inteligencia digital (añadiendo capacidades digitales a sus productos y servicios); y agilidad del modelo de negocio.
- **Los objetivos financieros para 2020 son:**
  - Ventas: crecer por encima del mercado en MW y EUR
  - Margen EBIT subyacente (excluyendo PPA y costes reestructuración): 8-10%
  - Capital circulante: < 2% ventas

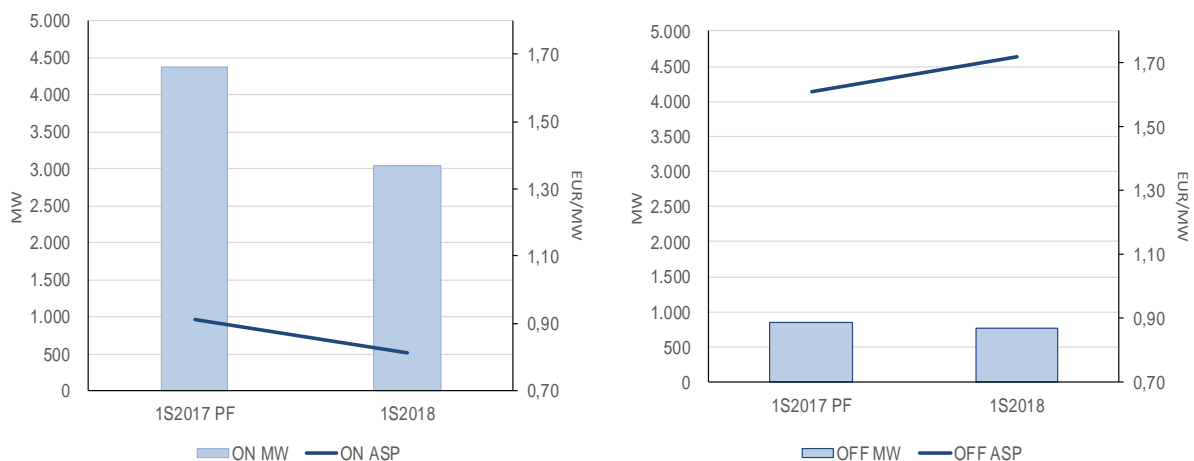
**Siemens Gamesa (SGRE), Julio 2018**

- CAPEX: <5% ventas
  - Generación positiva de caja todos los años
  - Deuda financiera/EBITDA: <1x
  - ROCE: 8-10%
  - Pay-out: 25%
- **Los objetivos para 2018 se confirman:** Ventas EUR 9.000-9.600 millones; margen EBIT subyacente del 7-8%

**LOS RESULTADOS DE SGRE EN EL 1S2018 SIGUEN REFLEJANDO EL MOMENTO DE TRANSICIÓN QUE ESTÁ ATRAVENSANDO EL MERCADO, CON UNA IMPORTANTE REDUCCIÓN DE LOS PRECIOS DE VENTA**

En el 1S2018 (octubre a marzo) los resultados de SGRE acusan una caída del volumen de venta de aerogeneradores (en MW), así como una sustancial reducción de los precios de venta de éstos, como consecuencia de la transición que está atravesando el mercado de energía eólica hacia modelos de subastas competitivas. Recordamos que las cifras del 1S2017 con las que comparamos los resultados son proforma, ya que entonces no se habían integrado todavía Gamesa y Siemens Wind Power.

Así, las ventas retrocedieron en el semestre un 26% interanual, hasta EUR 4.369 millones, fruto de un descenso de las ventas de aerogeneradores del 29% interanual, hasta EUR 3.813 millones, y del 4% interanual de las ventas de Servicios, hasta EUR 555 millones. Tal y como se muestra en el gráfico adjunto, la caída de los volúmenes de venta en MW, así como de los precios de venta en el segmento *onshore*, son los principales responsables del descenso de las ventas de la división de Aerogeneradores.

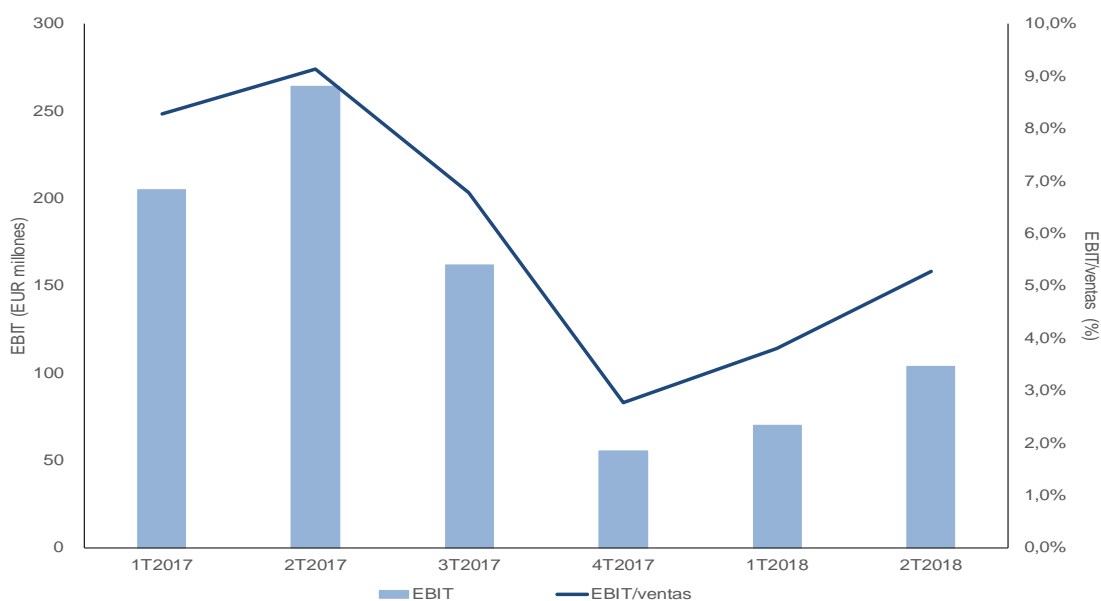
**Gráfico n. 1**
**EVOLUCIÓN DE LOS MW VENDIDOS Y DEL PRECIO MEDIO POR MW ONSHORE Y OFFSHORE (1S2017PF- 1S2018)**


Fuente: Estados financieros de la Compañía. Elaboración propia.  
 ASP: Average Selling Price (precio medio de venta; EUR/MW)

**Siemens Gamesa (SGRE), Julio 2018**

Este descenso en precios y en volumen de venta se tradujo en un retroceso de los márgenes de explotación sobre ventas. Como consecuencia, el beneficio de explotación (EBIT) antes de costes de reestructuración e integración y de la amortización de los activos intangibles procedentes de la asignación del precio de compra (PPA) retrocedió un 44,7% hasta EUR 322 millones, lo que supone un margen sobre ventas del 7,4%, muy por debajo del 9,8% alcanzado en el 1S2017 (proforma). Además, si se excluyen EUR 25 millones de impacto positivo por la reversión de provisiones sobre inventario y EUR 19 millones de impacto positivo por moneda extranjera en la división de Servicios el margen se sitúa en el 6,4%, sin mejoras respecto al alcanzado en el 2S2017, semestre en el que el descenso de los precios y la paralización de algunos mercados provocó un fuerte descenso de los resultados del Grupo.

Señalar que el margen EBIT/ventas del negocio de Aerogeneradores se situó en el 5,2% en el 1S2018 (4,6% excluyendo el impacto positivo de la reversión de las provisiones), frente al 8,7% en el 1S2017, si bien registra una progresión positiva en los últimos dos trimestres, tal y como se muestra en el gráfico a continuación:

**Gráfico n. 2**
**EVOLUCIÓN EBIT SUBYACENTE AEROGENERADORES EX APUNTES NO RECURRENTE (1T2017-2T2018)**


Fuente: Informes resultados trimestrales Compañía; elaboración propia.

Por su lado, el margen EBIT/ventas de la división de Servicios alcanzó en el 1S2018 el 22,3% (18,9% excluyendo el efecto positivo del tipo de cambio) frente al 19,6% en el 1S2017.

En cualquier caso, la evolución de los resultados de SGRE en el 1S2018 está en línea con las guías de la Compañía para el conjunto del ejercicio 2018. La Compañía espera una mejora de los resultados a medida que avanza el año gracias a la generación de las primeras sinergias derivadas de la fusión, así como del proceso de reestructuración que ha puesto en marcha.

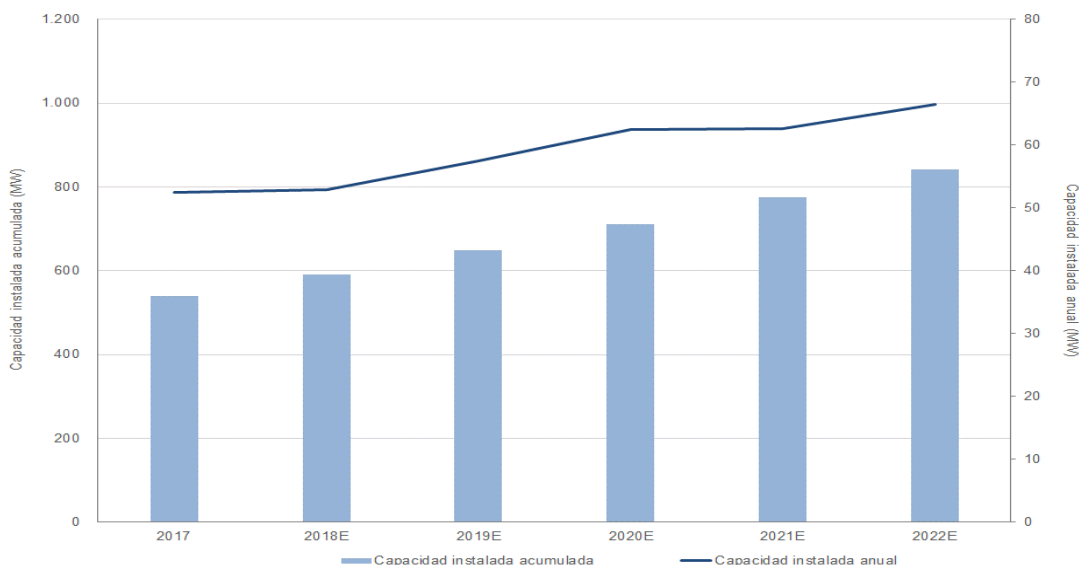
**Siemens Gamesa (SGRE), Julio 2018**

También debemos indicar que, a nivel comercial, con una entrada de pedidos de aerogeneradores en firme de 5.955 MW en el 1S2018, SGRE ha conseguido cerrar el semestre con un libro de pedidos de EUR 22.041 millones, recuperando los niveles del 2T2017, y que se corresponde con un nivel pico del mercado eólico durante el ciclo anterior. Esta cartera le otorga al Grupo una cobertura del 100% sobre las guías de ventas para 2018.

Además, destaca la estabilización del precio promedio de venta de los contratos firmados en el 1S2018 en el mercado *onshore*, si bien siguen manteniendo fuertes descensos respecto a los precios un año antes.

## EL PLAN DE REESTRUCTURACIÓN DEL GRUPO LE PERMITIRÁ RECUPERAR LOS MÁRGENES DE EXPLOTACIÓN Y REGISTRAR UN IMPORTANTE CRECIMIENTO DE SUS RESULTADOS

Se espera que la energía eólica seguirá creciendo con fuerza en los próximos años gracias a: i) el crecimiento de la demanda de electricidad a medida que se desarrollan los países emergentes; ii) la apuesta generalizada de los Gobiernos por el desarrollo de energías limpias; y iii) la creciente eficiencia de la energía eólica, que ya compite “de tú a tú” en términos de coste con las fuentes convencionales en varios mercados, registrándose ya subastas libres de subsidios en varios países. Así, las previsiones del Global Energy Council (GWEC) apuntan a que en 2022 se habrán alcanzado 66,5 GW de energía eólica instalada, un 27% por encima de los niveles alcanzados en 2017, con un crecimiento especialmente importante del segmento *onshore* en los mercados emergentes y sobre todo, del segmento *offshore*, de desarrollo más tardío.

**Gráfico n. 3**
**PREVISIONES MERCADO EÓLICO GWEC**


Fuente: Global Wind Energy Council (GWEC).

En este escenario, aunque el plan estratégico de SGRE contempla un crecimiento mayor al del mercado, tanto en euros como en MW, nosotros hemos decidido ser más conservadores y contemplamos en nuestras previsiones una cuota de mercado en términos de MW instalados más o menos estable entre el 15-16% para la Compañía a lo largo de los próximos años, frente al 16,8% de 2017.

**Siemens Gamesa (SGRE), Julio 2018**

Así, esperamos que SGRE alcance un **volumen de venta** de 9.718 MW en 2020, de los que 7.320 MW corresponderán al segmento *onshore* y 2.399 MW al segmento *offshore*. No obstante, este crecimiento en volumen se verá compensado por el descenso de los precios que ha registrado el sector, y que esperamos continúe en los próximos ejercicios, aunque a tasas moderadas a partir de 2019. Esto se traducirá en un descenso de la **cifra de negocio** de la división de aerogeneradores desde EUR 9.766 millones en 2017 (proforma doce meses) hasta EUR 9.021 millones en 2020, tal y como se resume en el cuadro a continuación:

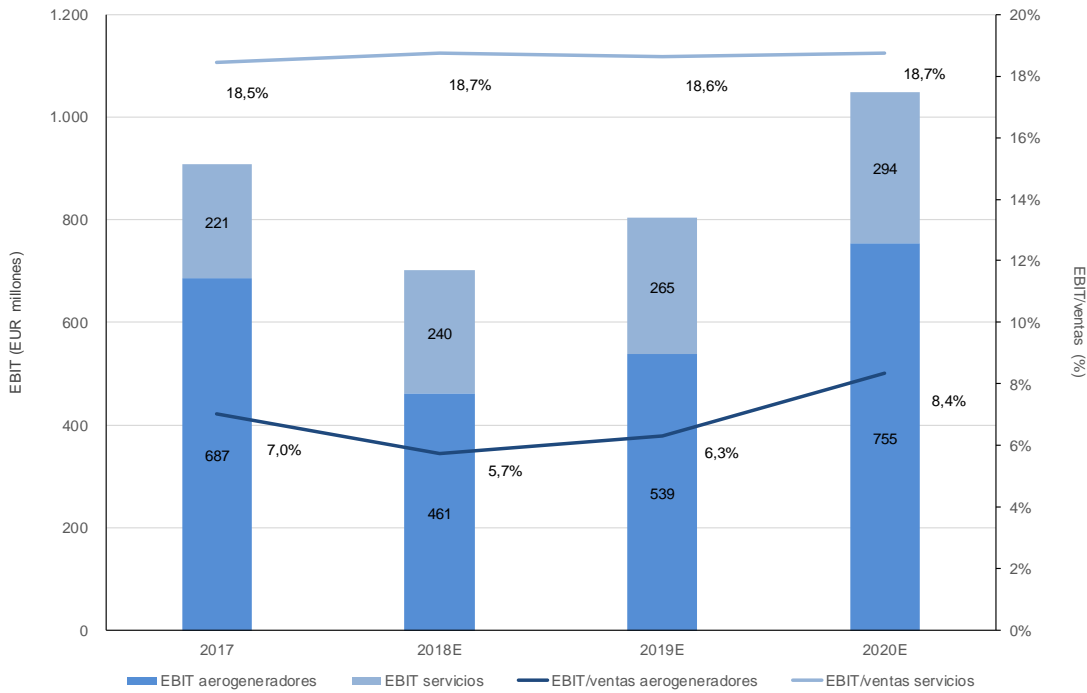
**Cuadro n. 1**
**ESTIMACIONES CIFRA NEGOCIO DIVISIÓN AEROGENERADORES (2017PF–2020E)**

	2017	2018E	2019E	2020E
Onshore MW	7.251	6.248	6.758	7.320
Onshore EUR	6.563	4.818	5.003	5.202
Offshore MW	1.579	1.871	2.159	2.399
Offshore EUR	3.203	3.220	3.508	3.820
Total MW	8.830	8.119	8.917	9.718
Total EUR	9.766	8.038	8.511	9.021

Fuente: Estados financieros de la Compañía 2017 (cifras proforma doce meses); estimaciones propias.

Por el contrario, contemplamos un mayor crecimiento de la división de Servicios, cuyas ventas se verán impulsadas por el propio impulso del sector, así como por las ventas cruzadas derivadas de la integración de ambos grupos. En concreto, contemplamos que la facturación de esta división pase de EUR 1.198 millones en 2017 a EUR 1.571 millones en 2020. Con todo ello, contemplamos un descenso de la cifra global de negocio de SGRE desde EUR 10.964 millones en 2017 (proforma doce meses) hasta EUR 10.592 millones en 2020.

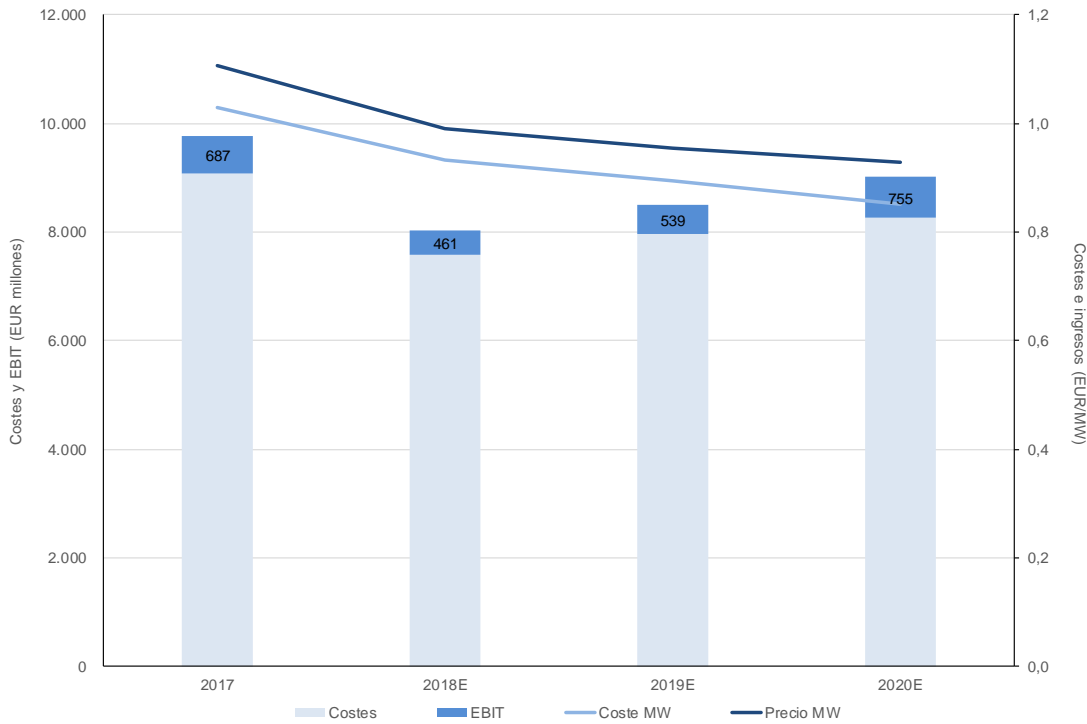
Por otro lado, esperamos que las sinergias que el Grupo espera generar como consecuencia de la fusión (EUR 400 millones), así como el programa de recorte de costes, con el que prevé alcanzar un ahorro de EUR 1.600 millones en 2020, le permitan más que compensar la presión en precios del sector y que el margen EBIT subyacente/ingresos se recupere hasta niveles del 9,9% en 2020, frente al 8,3% registrado en 2017 (proforma y excluyendo una provisión extraordinaria de inventario de EUR 134 millones). En concreto, proyectamos un descenso del EBIT subyacente desde EUR 909 millones en 2017 (proforma y excluyendo la provisión de inventarios) hasta EUR 701 millones (excluyendo los EUR 25 millones de reversión de la provisión en el 1S2018) en 2018, para volver a recuperar terreno hasta EUR 804 millones en 2019 y EUR 1.049 millones en 2020.

**EVOLUCIÓN EBIT SUBYACENTE Y MARGEN EBIT SUBYACENTE/VENTAS POR DIVISIÓN**


Fuente: Estados financieros de la Compañía 2017; estimaciones propias.  
 Nota: Se excluyen apuntes por provisiones de inventarios

Por divisiones, esperamos que el **EBIT subyacente** (ex provisiones de inventario) de la división de aerogeneradores retroceda desde EUR 687 millones (7,0% de las ventas) en 2017 hasta EUR 461 millones (5,7% de las ventas) en 2018, para volver a aumentar hasta EUR 539 millones (6,3% de las ventas) en 2019 y EUR 755 millones (8,4% de las ventas) en 2020. Así, tal y como se muestra en el gráfico n. 5 esperamos que la reducción de costes contemplada en el plan estratégico de la Compañía contrarreste la presión a la baja en los precios de los aerogeneradores. No obstante, cabe advertir de que cualquier desviación en el ambicioso plan de reestructuración planteado por el Grupo tendrá un importante impacto en el EBIT.



**EVOLUCIÓN DE PRECIOS, COSTES Y EBIT SUBYACENTE DIVISIÓN AEROGENERADORES (2017PF–2020E)**


Fuente: Estados financieros de la Compañía 2017 (proforma 12 meses); estimaciones propias.  
 Nota: Se excluyen apuntes por provisiones de inventarios

Por su lado, esperamos un aumento del EBIT de Servicios desde EUR 221 millones (18,5% de las ventas) en 2017 hasta EUR 294 millones (18,7% de las ventas) en 2020.

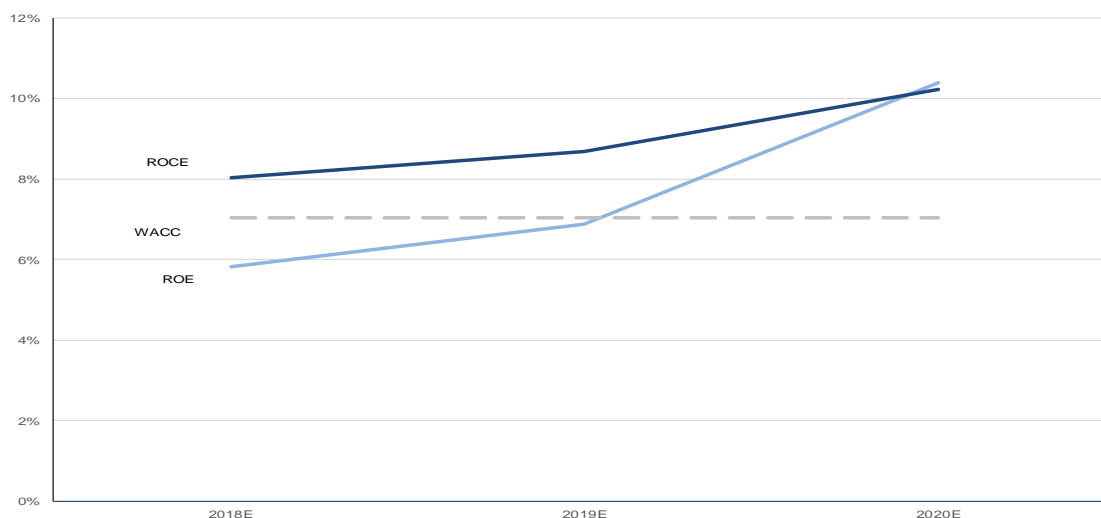
Por otro lado, hemos contemplado unos costes de reestructuración de EUR 160 millones en 2018 y EUR 125 millones en 2019. Igualmente, contemplamos un impacto de la amortización del PPA de alrededor de EUR 290–320 millones en cada uno de los ejercicios proyectados. Con esto, nuestras estimaciones apuntan a que el **EBIT** de SGRE retrocederá desde EUR 428 millones en 2017 (proforma 12 meses) hasta EUR 245 millones en 2018, para volver a recuperarse hasta EUR 379 millones en 2019 y aumentar hasta EUR 759 millones en 2020.

Contemplamos un progresivo descenso de los gastos financieros netos, desde EUR 23 millones en 2017 (cifras 9 meses), hasta EUR 17 millones en 2020, a medida que la Compañía va reduciendo su endeudamiento bruto. En concreto, esperamos que la deuda financiera bruta retroceda desde EUR 1.282 millones en 2017 hasta unos EUR 937 millones en 2020. En cualquier caso, la Compañía mantendrá en todo momento una saludable posición de tesorería neta, que esperamos aumente hasta EUR 652 millones en 2020, frente a EUR 377 millones en 2017.

Por otro lado, contemplamos una tasa impositiva de alrededor del 30% en cada uno de los ejercicios proyectados. Con todo ello, esperamos que el **beneficio neto atribuible** de SGRE alcance EUR 155 millones en 2018, EUR 248 millones en 2019 y EUR 519 millones en 2020.

**Siemens Gamesa (SGRE), Julio 2018**

Con estas estimaciones esperamos que la rentabilidad del capital invertido (ROCE) se sitúe en el 8%-10% (excluyendo la amortización del PPA), por encima del coste medio de capital ponderado (WACC), que calculamos en el 7,05%, con lo que la Compañía creará valor en términos de *Economic Value Added (EVA)*. Por el contrario, la rentabilidad de los fondos propios (ROE) será inferior al ROCE, lo que supone que la estructura financiera del Grupo lastra la rentabilidad alcanzable por el accionista –situación que se irá corrigiendo a medida que el Grupo reduce su endeudamiento bruto, tal y como se muestra en el gráfico n. 6.

**Gráfico n. 6**
**EVOLUCIÓN PROYECTADA DEL ROE Y ROCE vs WACC (2018E–2020E)**


Fuente: Estimaciones propias.

**REVISAMOS LIGERAMENTE A LA BAJA NUESTRO PRECIO OBJETIVO PARA LAS ACCIONES DE SGRE, DESDE EUR 12,28 HASTA EUR 12,21 POR ACCIÓN, LO QUE SUPONE UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 7%**

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 9.389,33 millones, lo que supone un precio por acción de EUR 13,78. 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 2018–2020. La tasa de actualización utilizada (*wacc: weighted average cost of capital*) es del 7,05% 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 2020. Tomamos 2020 como referencia ya que consideramos que los ejercicios 2018 y 2019 no son representativo al estar el sector atravesando un periodo de transición. 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 7.240,05 millones o EUR 10,63 por acción.

**VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS BURSÁTILES – 16 JULIO 2018**

	PER 2020E	EV/EBIT 2020E	P/CFA 2020E
Multiplicadores grupo de referencia	11,3 x	7,0 x	5,6 x
Valoración SGRE (EUR/acción)	12,03	11,68	8,19
<b>Valoración media SGRE (EUR/acción)</b>			<b>10,63</b>

Fuente: FactSet; elaboración propia.

Combinando ambos métodos de valoración obtenemos un valor para SGRE de EUR 8.314,69 millones y un precio objetivo para sus acciones de EUR 12,21, lo que a los precios actuales supone un potencial de revalorización del 7%.

**APROVECHARÍAMOS DESCENSOS PUNTUALES EN LAS ACCIONES DE SGRE PARA TOMAR POSICIONES EN EL VALOR**

En los últimos años, la demanda en el sector de la energía eólica se ha venido recuperando con solidez gracias principalmente al empuje 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. Además, 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 en un momento de transición que ha provocado un fuerte descenso en el precio de los aerogeneradores y la paralización temporal en algunos mercados lo que se ha traducido en un fuerte descenso de los resultados de SGRE en 2017 y en lo que va de 2018.

En este contexto, la Compañía ha lanzado un ambicioso plan de recorte de costes hasta 2020, que incluye la generación de sinergias derivadas de la fusión por importe de EUR 400 millones y un recorte de costes adicional por importe de EUR 1.600 millones.

Esperamos que el nuevo plan estratégico de la Compañía le permita recuperar sus niveles de rentabilidad de años anteriores. En concreto, proyectamos una mejora del EBIT subyacente desde EUR 909 millones (excluyendo provisiones) en el ejercicio 2017 (proforma) hasta EUR 1.049 millones en 2020. Esto supone una mejora de este margen sobre ventas desde el 8,3% hasta el 9,9%, a pesar de que proyectamos que continúen los descensos en los precios de los aerogeneradores.

**Siemens Gamesa (SGRE), Julio 2018**

---

Hemos valorado SGRE en **EUR 12,21 por acción**, por lo que actualmente las acciones de la Compañía presentan un potencial de revalorización del 7%. En este punto, debemos recordar que la situación de transición en la que se encuentra el sector de la energía eólica se traduce en una reducida visibilidad sobre los precios de los aerogeneradores. Además, no podemos descartar que se produzcan desvíos en el ambicioso plan de recorte de costes que contempla el Grupo. Por ello calificamos el riesgo de la inversión como **ALTO**. No obstante, a largo plazo creemos que el tamaño y diversificación geográfica del Grupo, así como su liderazgo en el segmento *offshore*, todo combinado con una complementaria división de servicios, le permitirán seguir siendo uno de los principales operadores en un sector que a medio plazo mantiene unas favorables perspectivas de crecimiento. Por todo esto, creemos que las acciones de SGRE presentan una oportunidad de inversión a medio plazo, después de haber descontado ya en su cotización el actual escenario de incertidumbre que atraviesa el sector, y aprovecharíamos los posibles recortes en el valor para ir tomando posiciones en él. Modificamos nuestra recomendación para el valor desde REDUCIR hasta **ACUMULAR**.

**Siemens Gamesa (SGRE), Julio 2018**
**ANEXO n. 1**
**PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS**  
 (Evolución 2017; Proyecciones 2018/2020) (\*)

	2020E	2019E	2018E	2017 (9M) *
<b>RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO</b>				
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	1,08	1,04	1,02	1,01
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,27	0,26	0,25	0,27
. Fondo de maniobra operativo (Euro. mill.)	2.277,38	2.135,50	2.003,79	2.003,12
<b>ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO</b>				
. F.Propios+Int.Min./pasivo total	0,44	0,42	0,42	0,39
. F.Propios+Int.Min./pasivo l/p	3,04	2,54	2,27	2,06
. F.Propios+Int.Min./activo fijo	0,80	0,74	0,70	0,68
. Fondos accionista/activo fijo	0,38	0,30	0,24	0,19
. Recursos permanentes/activo fijo	1,06	1,03	1,01	1,01
. Recursos ajenos/activo total	0,38	0,42	0,46	0,47
. Deuda neta/fondos accionista	-0,19	-0,10	-3%	-21%
. BAIT/gastos financieros brutos	-44,39	-15,76	-10,23	0,00
. Gastos financieros brutos/ventas n.	0,00	0,00	-0,3%	-0,3%
. CF explot./gts.financieros netos	-84,16	-43,25	-37,3	-21,5
<b>RENDIMIENTO INVERSIÓN</b>				
. ROA	4,5%	2,9%	2,4%	--
. ROE	10,4%	6,9%	5,8%	--
. ROCE	10,2%	8,7%	8,0%	--
. Fondos Propios/capital Social	100,0%	100,0%	1,0	--
. BAI/fondos accionista (A)	21,9%	13,1%	9,9%	--
. BAI/recursos permanentes (A1)	8,0%	4,0%	2,6%	--
. A/A1	273,4%	324,8%	3,83	--
<b>RESULTADOS EXPLOTACIÓN</b>				
. Margen bruto	21%	18%	18%	9%
. EBITDA/ventas	14%	10%	10%	7%
. Margen explotación	7,2%	4%	2,6%	0,0%
. BAI/ventas	7%	4%	2,4%	-0,4%
. Bº Neto/ventas	5%	2%	1,7%	-0,2%
<b>UTILIZACIÓN DEL ACTIVO</b>				
. Ventas/tesorería	6,67	6,67	6,67	--
. Ventas/cuentas a cobrar	7,41	7,41	7,41	--
. Ventas/existencias	3,13	3,13	3,13	--
. Ventas/activo total	0,66	0,62	0,59	--
<b>DATOS POR ACCIÓN</b>				
. Beneficio neto por acción (Euro)	0,76	0,36	0,23	(0,02)
. Dividendo por acción (Euro)	0,19	0,09	0,06	0,00
. Cash-flow por acción (Euro)	1,47	1,04	0,81	0,59
. Valor contable por acción (Euro)	10,48	9,91	9,64	9,47
. Precio/valor contable (*)	1,09	1,15	1,18	1,20
<b>RATIOS BURSÁTILES</b>				
. Precio 31.12 (Euro) (**)	11,41	11,41	11,41	11,41
. PER (veces)	15,0	31,3	50,2	n.s.
. Precio/Cash-flow	7,8	11,0	14,1	19,5
. Rentabilidad por dividendo	1,7%	0,8%	0,5%	0,0%
. Pay-out	25%	25%	25%	0%

(\*) Tras la fusión de Gamesa y Siemens Wind Power el cierre del ejercicio fiscal pasó de diciembre a septiembre; el ejercicio 2017 sólo tiene 9 meses

(\*\*) La cotización utilizada para los años 2017-2020 es la actual.

Fuente: Estados financieros de la Compañía. Estimaciones propias.

## Siemens Gamesa (SGRE), Julio 2018

## ANEXO n. 2

**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado**  
 (Evolución 2017; Proyecciones 2018/2020) (\*)

EUR millones	2020E	2019E	2018E	2017 (9M) (*)
Total Ventas	10.592,48	9.932,54	9.319,98	6.538,20
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	0,00
Coste de Ventas	(8.392,88)	(8.125,33)	(7.650,23)	(5.956,76)
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>2.199,59</b>	<b>1.807,21</b>	<b>1.669,75</b>	<b>581,43</b>
Gastos Explotación	(1.445,08)	(1.433,07)	(1.428,84)	(585,70)
Otros ingresos explotación	4,47	4,40	4,33	4,26
<b>BENEFICIO EXPLOTACION</b>	<b>758,98</b>	<b>378,53</b>	<b>245,24</b>	<b>(0,00)</b>
Rdos. financieros netos	(17,10)	(24,02)	(23,97)	(23,40)
Otros resultados	0,00	0,00	0,00	0,41
<b>B ANTES DE IMPUESTOS OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>741,88</b>	<b>354,52</b>	<b>221,27</b>	<b>(23,00)</b>
Impuesto sociedades	(222,56)	(106,35)	(66,38)	10,22
<b>BENEFIO NETO</b>	<b>519,32</b>	<b>248,16</b>	<b>154,89</b>	<b>(12,78)</b>
Rdos. Operaciones interrumpidas	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>RDO DEL EJERCICIO</b>	<b>519,32</b>	<b>248,16</b>	<b>154,89</b>	<b>(12,78)</b>
Minoritarios	0,00	0,00	0,00	(2,43)
<b>BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo</b>	<b>519,32</b>	<b>248,16</b>	<b>154,89</b>	<b>(15,21)</b>
<i>EBITDA</i>	<i>1.439,02</i>	<i>1.038,77</i>	<i>893,15</i>	<i>472,01</i>
<i>EBIT</i>	<i>758,98</i>	<i>378,53</i>	<i>245,24</i>	<i>(0,00)</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>999,35</i>	<i>708,40</i>	<i>552,80</i>	<i>398,99</i>

**BALANCE DE SITUACION - Grupo Consolidado**  
 (Evolución 2017; Proyecciones 2018/2019) (\*)

EUR millones	2019E	2018E	2017
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>9.142,71</b>	<b>9.355,99</b>	<b>9.503,90</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>6.750,68</b>	<b>6.356,81</b>	<b>6.963,23</b>
<b>ACTIVOS MANTENIDOS PARA LA VENTA</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>15.893,40</b>	<b>15.712,80</b>	<b>16.467,13</b>

EUR millones	2019E	2018E	2017
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>6.752,16</b>	<b>6.566,03</b>	<b>6.449,87</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.655,97</b>	<b>2.895,96</b>	<b>3.126,06</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>6.485,27</b>	<b>6.250,80</b>	<b>6.891,21</b>
<b>PASIVOS MANTENIDOS PARA LA VENTA</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>15.893,40</b>	<b>15.712,80</b>	<b>16.467,13</b>

Número acciones (millones)	681,14	681,14	681,14
----------------------------	--------	--------	--------

(\*) Tras la fusión de Gamesa y Siemens Wind Pow el cierre del ejercicio fiscal pasó de diciembre a septiembre; el ejercicio 2017 sólo tiene 9 meses  
 Fuente: Estados financieros de la Compañía. Estimaciones propias.

**Siemens Gamesa (SGRE), Julio 2018**
**ANEXO n. 3**
**CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO**

<b>WACC</b> (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva	coste después tasa imp.	contribución tasa actualización
Fondos Propios 31/12/17	6.447,05	83%	7,59%	--	7,59%	6,33%
Deuda bruta 31/12/17 (Euro mill.)	1.282,13	17%	6,15%	30,0%	4,31%	0,71%
<b>Total</b>	<b>7.729,19</b>	<b>100%</b>				<b>7,05%</b>

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

**VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS**

		<b>Deuda bruta</b>	<b>Valor compañía</b>
<b>DCF ajustado (Euro mill.)</b>	433,90		
<b>Valor residual</b>	10.237,57		
<b>Total</b>	<b>10.671,47</b>	<b>(1.282,13)</b>	<b>9.389,33</b>
<b>Valoración por acción - Euro</b>			<b>13,78</b>

Tir bono 10 años:	1,26%
g (crecimiento perpétuo):	2,00%
Prima mercado:	6,53%
Beta:	0,97
Prima de riesgo	6,33%
PER Residual:	19,8

**CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS**

(Evolución 2017; Proyecciones 2018/2020) (\*)

EUR millones	2017E (9M)*	2018E	2019E	2020E
Beneficio explotación (EBIT)	(0,00)	245,24	378,53	758,98
Impuestos imputables al EBIT	0,47	(73,57)	(113,56)	(227,69)
<b>EBIT ajustado (NOPLAT)</b>	<b>0,46</b>	<b>171,67</b>	<b>264,97</b>	<b>531,29</b>
Amortización	472,01	647,91	660,24	680,04
<b>Cash-flow explotación ajustado</b>	<b>472,47</b>	<b>819,57</b>	<b>925,21</b>	<b>1.211,32</b>

(\*) Tras la fusión de Gamesa y Siemens Wind Pow el cierre del ejercicio fiscal pasó de diciembre a septiembre; el ejercicio 2017 sólo tiene 9 meses



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

Siemens Gamesa (SGRE), Julio 2018

---

