

ANEXO 11

Certificados de inmovilización de las acciones de Siemens Gamesa titularidad de Siemens Energy Global y la carta de compromiso de no pignoración.

Siemens Energy Global GmbH & Co. KG
SE TCF GFR&B / Rainer Wimmer
Otto-Hahn-Ring 6
81739 München

Julien Haushalter
Senior Relationship Manager
Corporates
UniCredit Bank AG
Arabellastr. 14
81925 München

julien.haushalter2@unicredit.de

Munich, 17.10.2022

Certificate of Immobilization

SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.
ISIN: ES0143416115
Dated: 17.10.2022

We hereby confirm that below mentioned shares are held in account 20300987 belonging to Siemens Energy Global GmbH & Co. KG are immobilized (blocked) until the date on which the Tender Offer is settled or, if the squeeze-out thresholds are met in accordance with Articles 47 et Seq. of Spanish Royal Decree 1066/2007, until the settlement of the squeeze-out pursuant to the immobilisation certificate issued by CACEIS Bank Spain S.A.U. at our request.

Nominal	Name and address of the holder
456.851.883	Siemens Energy Global GmbH & Co. KG; Otto-Hahn-Ring 6, 81739 München

Kind regards,

UniCredit Bank AG



Members of the Management Board:
Dr. Michael Diederich (Spokesman),
Marion Höllinger, Dr. Jürgen Kullnigg,
Jan Kupfer, Christian Reusch,
Boris Scukanec Hopinski, Ljubisa Tesić

Chairman of the Supervisory Board:
Andrea Orcei

UniCredit Bank AG

Legal Status: Aktiengesellschaft
Registered Office: Munich
Listed in the Court Register: Munich HR B 421 48
Tax-Id.No.: 143/107/72500
VAT Reg.No.: DE 129 273 380
www.unicreditgroup.eu/clientsolutions

[Consta logotipo de UniCredit]

Siemens Energy Global GmbH & Co. KG
SE TCF GFR&B / Rainer Wimmer
Otto-Hahn-Ring 6
81739 Múnich

Julien Haushalter
Gerente sénior de relaciones con los clientes
Empresas
UniCredit Bank AG
Arabellastr. 14
81925 Múnich

julien.haushalter2@unicredit.de

Múnich, 17/10/2022

Certificado de inmovilización

SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.
ISIN: ES0143416115
Fecha: 17/10/2022

Por el presente confirmamos que las acciones mencionadas a continuación depositadas en la cuenta 20300987 perteneciente a Siemens Energy Global GmbH & Co. KG están inmovilizadas (bloqueadas) hasta que se liquide la Oferta pública de adquisición o, si se reúnen las condiciones para la compraventa forzosa de acuerdo con los Artículos 47 y siguientes del Real Decreto 1066/2007, hasta la liquidación de la compraventa forzosa con arreglo al certificado de inmovilización emitido por CACEIS Bank Spain S.A.U. a instancias nuestras.

Nominal	Razón social y dirección del titular
456 851 883	Siemens Energy Global GmbH & Co. KG; Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich

Saludos cordiales,

UniCredit Bank AG



M.º SOLEDAD VALCÁRCEL CONDE
Traductora-Intérprete Jurada de INGLÉS
N.º 4195

Miembros del Consejo de administración: Dr. Michael Diederich (portavoz), Marion Höllinger, Dr. Jürgen Kullnigg, Jan Kupfer, Christian Reusch, Boris Scukanec Hopinski, Ljubisa Tesić

Presidenta del Consejo de supervisión: Andrea Orcel

UniCredit Bank AG
Forma jurídica: *Aktiengesellschaft*
Domicilio social: Múnich
Inscrita en el registro del tribunal: Múnich HR B 421 48
N.º de identificación fiscal: 143/107/72500
N.º de registro a efectos de IVA: DE 129 273 380
www.unicreditgroup.eu/clientsolutions


**Doña M^a Soledad Valcárcel Conde,
Traductor-Intérprete Jurado de Inglés,
nombrado por el Ministerio de Asuntos
Exteriores y de Cooperación, certifica que la
que antecede es una traducción fiel y
completa al español de un documento
redactado en inglés.**

**En Madrid, a 19 de octubre de 2022.
Firmado: M^a Soledad Valcárcel Conde**

**Mrs. M^a Soledad Valcárcel Conde, Sworn
English Translator-Interpreter, designated
by the Ministry of Foreign Affairs and
Cooperation, hereby certifies that the
foregoing is an accurate and complete
translation into Spanish of a document
written in English.**

**Madrid, 19 October 2022.
Signed: M^a Soledad Valcárcel Conde**

M^a SOLEDAD VALCÁRCEL CONDE
Traductora-Intérprete Jurado de INGLÉS
N.º 4195



Confidential

caceis

INVESTOR SERVICES

CERTIFICADO DE LEGITIMACION

Valores representados por medio de anotaciones en cuenta

CACEIS BANK SPAIN, S.A.U.

Código Cuenta de Valores: 57770000871570

Certificado Núm:

Fecha de expedición: 24/10/2022

Destinatario

CACEIS BANK S.A. GERMANY
BRANCH

Fecha de validez hasta: Hasta la fecha de liquidación de la Oferta Pública de Adquisición de las acciones de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A. por parte de Siemens Energy Global GmbH and Co. KG anunciada el 21 de mayo (la "OPA"), o de las operaciones de compraventa forzosa si se cumplieran los requisitos previstos en el artículo 47 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

Titular/es

NIF/CIF

CACEIS BANK S.A. GERMANY BRANCH

FMBKDEMMXXX

Código de Valor	Clase de valor y emisión	Num. valores	Valor Nominal
ES0143416115	SIEMENS GAMESA RENEGABLE ENERGY SA	456,851,883	456,851,883

Derechos reales limitados u otros gravámenes: LIBRES DE CARGAS Y GRAVAMENES.

Finalidad de expedición: ACREDITACION DE LA INMOVILIZACIÓN DE LOS VALORES CON MOTIVO DE LA OPA ANTE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Y para que así conste, se expide el presente certificado a petición del interesado en cumplimiento del artículo 14 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores y de los artículos 19 a 22 del Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.

CACEIS BANK SPAIN, S.A.U.

Una compañía de Crédito Agrícola y Santander

Parque Empresarial La Finca

Paseo del Club Deportivo 1 - Edificio 4, Planta 2ª

28223 Pozuelo de Alarcón (Madrid)

R.M. de Madrid, Tomo 7.274, Folio 140, Inscripción 637, Hoja M-117.875 C.I.F. A-28027274

www.caceis.com

Siemens Energy Global GmbH & Co.KG
SE TCF GFR&B / Rainer Wimmer
Otto-Hahn-Ring 6

81739 Munich
Germany

CACEIS Bank S.A., Germany Branch
CBS51CA/GM
Lilienthalallee 36
D-80939 München

Fax: 089 / 5400-2519

contact person:

telephone-number:

date

17.10.2022

Certificate of Immobilization

SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.
ISIN: ES0143416115
Dated: 17.10.2022

We hereby confirm that the below mentioned shares recorded by UniCredit Bank (which is the Depositary Bank of Siemens Energy Global GmbH & Co.KG and our mandator/client) are held in account 20300987 belonging to the client Siemens Energy Global GmbH & Co.KG, are immobilized (blocked) until the date on which the Tender Offer is settled or, if the squeeze-out thresholds are met in accordance with Articles 47 et. Seq. of Spanish Royal Decree 1066/2007, until the settlement of the squeeze-out pursuant to the immobilisation certificate issued by CACEIS Bank Spain S.A.U. at our request.

We further confirm that the shares mentioned below are kept under our name in our account 57770000871570 by our Custodian as the intermediary for UniCredit Bank: CACEIS Bank Spain S.A.U.

Nominal	name and adress of the holder
456.851.883	Siemens Energy Global GmbH & Co.KG, 81739 Munich, Germany

Munich, on 17.10.2022

CACEIS Bank S.A., Germany Branch

CACEIS Bank S.A., Germany Branch

Lilienthalallee 36, 80939 München; Tel. +49 89 5400-00; Registergericht München HRB 229834
Zweigniederlassung der CACEIS Bank S.A. (Société Anonyme) mit Sitz in Montrouge, Handelsregister Nanterre Nr. 692 024 722
US-IdNr. DE 815656020; SWIFT (BIC) FMBKDEMXXX
Vorstand: Jean-Francois Abadie (Generaldirektor); Vorsitzender des Verwaltungsrats: Xavier Musca

[Consta logotipo de Caceis Investor Services]

Siemens Energy Global GmbH & Co. KG
SE TCF GFR&B / Rainer Wimmer
Otto-Hahn-Ring 6

81739 Múnich
Alemania

CACEIS Bank S.A., sucursal en Alemania
CBS51CA/GM
Lilienthalallee 36
D-80939 Múnich

Fax: 089 / 5400-2519

Persona de contacto: Número de teléfono: [REDACTED]

Fecha:
17/10/2022

Certificado de inmovilización

SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.

ISIN: **ES0143416115**

Fecha: **17/10/2022**

Por la presente confirmamos que las acciones mencionadas a continuación registradas por UniCredit Bank (que es el banco depositario de Siemens Global GmbH & Co.KG y nuestro mandante/ cliente) depositadas en la cuenta 20300987 perteneciente a Siemens Energy Global GmbH & Co. KG están inmovilizadas (bloqueadas) hasta la fecha en que se liquide la Oferta pública de adquisición o, si se reúnen las condiciones para la compraventa forzosa de acuerdo con los Artículos 47 y siguientes del Real Decreto 1066/2007, hasta la liquidación de la compraventa forzosa con arreglo al certificado de inmovilización emitido por CACEIS Bank Spain S.A.U. a instancias nuestras.

Asimismo confirmamos que nuestro custodio en calidad de intermediario de UniCredit Bank: CACEIS Bank Spain S.A.U. mantiene las acciones mencionadas a continuación en la cuenta a nuestro nombre 57770000871570.

Nominal	Razón social y dirección del titular
456 851 883	Siemens Energy Global GmbH & Co. KG, 81739 Múnich (Alemania)

Múnich, a 17/10/2022

[Constan dos firmas ilegibles]

M.ª SOLEDAD VALCÁRCEL CONDE
Traductora-Intérprete Jurada de INGLÉS
N.º 4195

[Consta membrete en alemán de CACEIS Bank, S.A., sucursal en Alemania]

**Doña M^a Soledad Valcárcel Conde,
Traductor-Intérprete Jurado de Inglés,
nombrado por el Ministerio de Asuntos
Exteriores y de Cooperación, certifica que la
que antecede es una traducción fiel y
completa al español de un documento
redactado en inglés.**

**En Madrid, a 19 de octubre de 2022.
Firmado: M^a Soledad Valcárcel Conde**

**Mrs. M^a Soledad Valcárcel Conde, Sworn
English Translator-Interpreter, designated
by the Ministry of Foreign Affairs and
Cooperation, hereby certifies that the
foregoing is an accurate and complete
translation into Spanish of a document
written in English.**

**Madrid, 19 October 2022.
Signed: M^a Soledad Valcárcel Conde**

M^a SOLEDAD VALCÁRCEL CONDE
Traductora-Intérprete Jurado de INGLÉS
N.º 4195

**A LA COMISION NACIONAL
DEL MERCADO DE VALORES**

Siemens Energy Global GmbH & Co. KG, una sociedad constituida conforme a las leyes de Alemania, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el registro mercantil (*Handelsregister*) del tribunal local (*Amtsgericht*) de Múnich con el número de registro HRA 111200 (*SE KG*), debidamente representada por Dr. Karin Flesch y Dr. Christian Zentner.

DECLARA

1. Que SE KG, filial íntegramente participada de Siemens Energy AG, es titular de 456.851.883 acciones de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A. (*SGRE*), representativas del 67,07% de su capital social.
2. Que SE AG ha inmovilizado, en virtud del certificado de legitimación emitido por CACEIS BANK SPAIN, S.A. con fecha 24 de octubre de 2022, las acciones de SGRE de las que es titular hasta la finalización de la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de SGRE (la *OPA*) formulada por SE KG.
3. Que SE KG se compromete a no pignorar ninguna acción de SGRE hasta que no finalice el período de aceptación de la OPA.

En Múnich, Alemania, a 24 de octubre de 2022

**TO THE SPANISH SECURITIES
MARKET COMMISSION**

Siemens Energy Global GmbH & Co. KG, a company incorporated under the laws of Germany, with registered office at Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Munich, Germany, and registered with the commercial register (*Handelsregister*) of the local court (*Amtsgericht*) of Munich under registration number HRA 111200 (*SE KG*), duly represented by Dr. Karin Flesch and Dr. Christian Zentner.

STATES

1. That SE KG, a subsidiary wholly owned by Siemens Energy AG, holds 456,851,883 shares in Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A. (*SGRE*), representing 67.07% of its share capital.
2. That SE AG has immobilized, pursuant to the certificate of immobilization issued by CACEIS BANK SPAIN, S.A. on 24 October 2022, the shares in SGRE that it owns until settlement of the tender offer over the shares of SGRE (the *Tender*) launched by SE KG.
3. That SE KG hereby undertakes not to pledge any share of SEGRE until the acceptance period for the Tender ends.

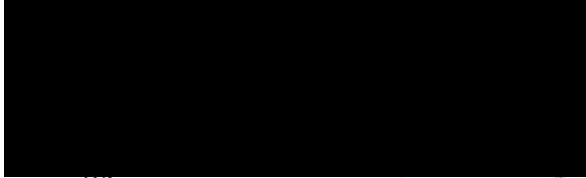
In Munich, Germany, on 24 October 2022

Atentamente,

Yours faithfully,

Siemens Energy Global GmbH & Co. KG

P.p.



Dra. Karin Flesch



Dr. Christian Zentner

ANEXO 12

**Informe de valoración de Siemens Gamesa elaborado por PricewaterhouseCoopers
Asesores de Negocios, S.L.**



Informe de valoración independiente de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

Siemens Energy, AG
25 octubre 2022

Estrictamente privado y confidencial



Contenidos

Carta	3
Objetivo y procedimientos	6
Resumen Ejecutivo	14
El Grupo	16
Perspectivas de mercado	34
Métodos de valoración	49
1 Descuento de Flujos de Caja	51
2 Cotización media ponderada	107
3 Múltiplos de mercado	115
4 Valor teórico contable	125
5 Valor liquidativo	127
Conclusión de valor	129
Anexos	133
1 Anexo 1. Fuentes de información	134
2 Anexo 2. Coste Medio Ponderado del Capital	143
3 Anexo 3. Detalle de las proyecciones financieras	153
4 Anexo 4. Valor presente de los activos y pasivos por impuestos diferidos	157
5 Anexo 5. Detalle de estimaciones macroeconómicas y del sector	163
6 Anexo 6. Compañías cotizadas comparables	170
7 Anexo 7. Certificado Bolsa de Madrid	173
8 Anexo 8. Glosario de términos y abreviaciones	175



Siemens Energy, AG
Otto-Hahn-Ring, 6
81739 | München, Bayern
Alemania

A la atención de Mrs. Karin Flesch

Carlos Lara Castro
Socio
Edificio Alta Diagonal
Avda. Diagonal 640
08017 | Barcelona

Iñaki Mejía Pérez
Socio
Torre PwC
Paseo de la Castellana 259B
28046 | Madrid

Estrictamente privado y confidencial
PwC | Valoración de Siemens Gamesa
Renewable Energy, S.A.

25 de octubre de 2022

Informe de valoración independiente de las acciones de Siemens Gamesa en el contexto de la OPA voluntaria formulada por Siemens Energy

Estimados señores:

Siemens Energy Global GmbH & Co. KG, una sociedad íntegramente participada por Siemens Energy, AG ("Siemens Energy", "el Oferente" o "Ustedes"), presentó el 21 de mayo de 2022 a la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") el anuncio previo (el "Anuncio Previo") de una Oferta Pública de Adquisición de carácter voluntario ("OPA" o "la Oferta") que se dirige de forma efectiva al 32,93% de las acciones representativas del capital social de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A., ("SGRE", "la Compañía" o "el Grupo") que Ustedes no poseen.

La contraprestación ofrecida a los accionistas de SGRE es de EUR 18,05 por acción en efectivo ("el Precio") y la Oferta se presentó en la CNMV el 31 de mayo de 2022.

Si bien la Oferta es voluntaria, el Oferente considera que la contraprestación ofrecida tiene la consideración de precio equitativo según lo previsto en el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores ("RD 1066/2007") y está justificada según lo previsto en los apartados 5 y 6 del artículo 10 del RD 1066/2007.

El Oferente tiene intención de excluir de negociación las acciones de SGRE, ya sea mediante el ejercicio del derecho de venta forzosa si se alcanzan los umbrales establecidos al efecto, o bien, si no se cumplen tales requisitos pero el Oferente ha alcanzado al menos el 75% del capital de SGRE en la fecha de liquidación de la OPA, promoviendo la exclusión de negociación de las acciones de SGRE acogiéndose a la excepción a la formulación de una oferta pública de exclusión prevista en el artículo 82.2 de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007.

PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L., Pº de la Castellana 259 B 28046 Madrid, España
T: +34 915 684 400 F: +34 913 083 566, www.pwc.com/es
R.M. Madrid, hoja 65.390-2, folio 15, tomo 601, sección 3ª CIF: B-78 016375

Por ello, PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L. ("PwC" o "nosotros") hemos sido contratados por Ustedes para la realización de un informe de valoración de experto independiente ("el Informe") sobre el valor de las acciones de SGRE, siguiendo los métodos de valoración del artículo 10 del RD 1066/2007, para su consideración a los efectos del artículo 11.d del RD 1066/2007 para justificar el precio ofrecido.

Nuestro Informe ha sido preparado siguiendo los métodos de valoración contenidos en el artículo 10 del RD 1066/2007, y podrá ser utilizado, única y exclusivamente, con los fines descritos anteriormente.

Asimismo, nuestro Informe deberá utilizarse considerando su contenido íntegro. Cabe recordarles que la utilización de extractos del mismo podría potencialmente inducir a interpretaciones parciales.

Nuestro Informe podrá ponerse a disposición de la CNMV, y una vez autorizada la OPA, se adjuntará como información complementaria al folleto que se ponga a disposición de los accionistas de SGRE siguiendo lo establecido legalmente. El folleto de la OPA podrá referirse al Informe y contener un resumen del mismo.



Siemens Energy, AG
Otto-Hahn-Ring, 6
81739 | München, Bayern
Alemania

A la atención de Mrs. Karin Flesch

Carlos Lara Castro
Socio
Edificio Alta Diagonal
Avda. Diagonal 640
08017 | Barcelona

Iñaki Mejía Pérez
Socio
Torre PwC
Paseo de la Castellana 259B
28046 | Madrid

Estrictamente privado y confidencial
PwC | Valoración de Siemens Gamesa
Renewable Energy, S.A.

La información contenida en nuestro Informe y el trabajo realizado por nosotros corresponden a los fines señalados anteriormente y nuestro Informe no podrá utilizarse ni considerarse adecuado por Ustedes, SGRE, ni terceras partes (incluido los accionistas de SGRE) para propósitos diferentes a los descritos.

PwC y otras firmas de la red internacional de PwC no prestan servicios de auditoría a Siemens Energy ni a SGRE, ni a otras empresas del grupo encabezado por Siemens Energy.

PwC y otras firmas de la red internacional han prestado otros servicios de asesoramiento a Siemens Energy y SGRE en otros contextos no relacionados con la Oferta que se detallan seguidamente.

PricewaterhouseCoopers GmbH WPG, entidad legal que pertenece a la firma de PwC en Alemania, de la misma red internacional de firmas a la que pertenece PwC, asesoró a Siemens AG y SGRE en la distribución del precio de adquisición para fines contables tras la fusión de 2017 entre Siemens Wind Holdco, S.L. y Gamesa Corporación Tecnológica, S.A. Ninguna de ambas firmas ni ninguna otra de la red internacional de PwC actuó como experto independiente designado por el Registro Mercantil, ni elaboró las *fairness opinions* contratadas por las partes para justificar la ecuación de canje de la fusión, así como tampoco actuó como asesor financiero ni como valorador.

Por otro lado, PricewaterhouseCoopers WPG GmbH y PwC Strategy& GmbH, entidades legales de la firma de PwC en Alemania asesoraron a Siemens Energy en aspectos fiscales y de consultoría en el marco de la escisión del negocio de energía de Siemens AG que salió a bolsa en 2020.

Del mismo modo, ni dichas firmas ni ninguna otra de la red internacional de PwC actuaron como asesor financiero, experto independiente o valorador en dicha transacción.

Teniendo en cuenta lo anterior, consideramos que PwC, en la elaboración del presente Informe, no se ve afectado por ningún conflicto de interés ni de independencia tal y como les hemos confirmado por escrito con la coordinación y supervisión de nuestro departamento de Gestión de Riesgos y Calidad.

Nuestros honorarios se han establecido con arreglo al equipo necesario y la experiencia de sus profesionales, la naturaleza del servicio y el tiempo necesario para la realización del mismo. Los honorarios son fijos, e independientes del resultado de la Oferta y de que esta sea autorizada o no.

Este Informe no debe ser entendido en ningún caso como una recomendación a Ustedes, SGRE, sus accionistas, ni a otras terceras partes para que compren o vendan, ni constituye una recomendación sobre cualquier acción o decisión que pueda tomarse sobre la OPA.

Cualquier toma de decisiones será de su responsabilidad, teniendo en consideración, lógicamente, además de nuestro Informe, cualquier otro aspecto y/o consideración que estimen oportuno.

Nuestro trabajo se ha basado en información pública y en información no pública facilitada por SGRE y Ustedes u obtenida de otras fuentes. Asimismo, hemos mantenido discusiones con el Consejero Delegado Ejecutivo, Director Financiero, Director de Contabilidad, Director de Control Financiero y Director de Mercados de Capitales y Relaciones con Bancos de SGRE ("la Dirección") y la dirección del Oferente (Dirección de Fusiones y Adquisiciones, Dirección Financiera y Dirección Jurídica Corporativa).



Siemens Energy, AG
Otto-Hahn-Ring, 6
81739 | München, Bayern
Alemania

A la atención de Mrs. Karin Flesch

Carlos Lara Castro
Socio
Edificio Alta Diagonal
Avda. Diagonal 640
08017 | Barcelona

Iñaki Mejía Pérez
Socio
Torre PwC
Paseo de la Castellana 259B
28046 | Madrid

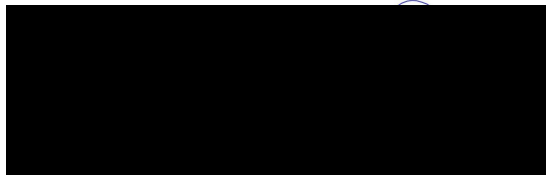
Estrictamente privado y confidencial
PwC | Valoración de Siemens Gamesa
Renewable Energy, S.A.

Hemos mostrado el presente Informe a Ustedes, quienes nos han hecho los comentarios que han considerado oportunos y hemos recibido una carta de manifestaciones, en la cual nos confirman que, en los aspectos que sean de su conocimiento, no han identificado ningún error u omisión que pueda afectar significativamente a la conclusión de nuestro trabajo, así como que la información proporcionada por Ustedes es veraz y completa.

El detalle del trabajo realizado para llegar a nuestra conclusión de valor se incluye en el Informe adjunto a esta carta. Esta carta, por tanto, deberá ser analizada e interpretada junto con el citado Informe, el cual recoge el propósito y los procedimientos de trabajo, la información utilizada y otras explicaciones y consideraciones sobre el trabajo realizado.

Nos encontramos a su disposición para cualquier duda o aclaración.

Atentamente,



Iñaki Mejía Pérez
Socio

Carlos Lara Castro
Socio

Objetivo y procedimientos

Objetivo

Objetivo de nuestro encargo

- De acuerdo con lo dispuesto en el RD 1066/2007, Ustedes presentaron el 21 de mayo de 2022 a la CNMV el Anuncio Previo de una OPA de carácter voluntario que se dirige de forma efectiva al 32,93% de las acciones representativas del capital social de SGRE, con una contraprestación de EUR 18,05 por acción en efectivo y presentaron la Oferta el 31 de mayo de 2022.
- Si bien la Oferta es voluntaria, el Oferente considera que la contraprestación ofrecida tiene la consideración de precio equitativo según lo previsto en el artículo 9 del RD 1066/2007 y que cumple las reglas de valoración del artículo 10 del RD 1066/2007.
- El Oferente tiene intención de excluir de negociación las acciones de SGRE, ya sea mediante el ejercicio del derecho de venta forzosa si se alcanzan los umbrales establecidos al efecto, o bien, si no se cumplen tales requisitos pero el Oferente ha alcanzado al menos el 75% del capital de SGRE en la fecha de liquidación de la OPA, promoviendo la exclusión de negociación de las acciones de SGRE acogiéndose a la excepción a la formulación de una oferta pública de exclusión prevista en el artículo 82.2 de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 11.d) del RD 1066/2007.
- Por ello, PwC ha sido contratado por Ustedes para la realización de un Informe de valoración que permita al Oferente justificar el precio ofrecido por las acciones de SGRE en la OPA siguiendo los métodos de valoración del artículo 10, para su consideración a los efectos del artículo 11.d) del RD 1066/2007.
- La carta de encargo para la realización de nuestro Informe es de fecha 11 de febrero de 2022 y nuestro primer Informe fue emitido con fecha 30 de mayo de 2022, el cual fue aportado por el Oferente a la CNMV como documento complementario del folleto de la OPA presentada con fecha 31 de mayo de 2022.
- El mismo ha sido objeto de actualización considerando los acontecimientos e informaciones posteriores hasta el 25 de octubre de 2022, fecha del presente Informe ("Fecha del Informe").
- Los métodos empleados en nuestro informe han sido los siguientes:
 - Descuento de Flujos de Caja ("DFC"), el cual hemos considerado que es la metodología principal para alcanzar nuestra conclusión de valor;
 - Cotización media ponderada de las acciones de SGRE del semestre anterior al 21 de mayo de 2022 (sesión en la que se publicó el Anuncio Previo con la decisión de formular la OPA y la contraprestación ofrecida), complementada con el análisis de la cotización de la acción en otros periodos;
 - Múltiplos de mercado de compañías cotizadas comparables y transacciones comparables, incluyendo las principales transacciones realizadas en 2020 relativas a SGRE;
 - Valor Teórico Contable ("VTC") calculado en base a los últimos Estados Financieros consolidados e individuales de SGRE;
 - Contraprestaciones ofrecidas en OPAs, formuladas en el año precedente a la fecha del Anuncio Previo, aunque no han existido; y
 - Valor liquidativo de SGRE, si bien no ha sido preciso su cálculo porque consideramos que de su aplicación resultarían valores significativamente inferiores a aquellos obtenidos a partir de los demás métodos, circunstancia que hemos hecho constar en el Informe.
- No hemos considerado necesaria ninguna otra metodología de valoración para llevar a cabo la valoración de las acciones de SGRE.

Base y fecha de valoración

- En la realización de nuestro trabajo hemos utilizado tanto la información pública existente como la información no pública que nos ha facilitado las direcciones de SGRE y del Oferente, así como fuentes sectoriales, macroeconómicas y de mercado. Asimismo, hemos mantenido diversas conversaciones con las direcciones de SGRE y del Oferente.

Valor de mercado

- A los efectos de nuestro trabajo, definimos valor de mercado como el precio de una acción sobre el que se podría razonablemente negociar, a una fecha predeterminada, entre un libre comprador y un libre vendedor, dispuestos a realizar una transacción, actuando sin compulsión alguna y en beneficio propio, ambos con una información adecuada sobre los negocios en los que opera la sociedad o grupo.
- Hemos considerado que el negocio de SGRE funciona bajo el principio de empresa en funcionamiento y hemos asumido sus circunstancias actuales, es decir, que SGRE es filial de Siemens Energy desde el ejercicio fiscal 2017 y la relación existente entre ambos grupos.
- Nuestra valoración, en coherencia con la definición de valor de mercado, no ha considerado el potencial valor de las sinergias que Siemens Energy estima que puede obtener en el futuro por el hecho de aumentar su participación del actual 67% de SGRE hasta el 100% según el resultado de la Oferta. Estas sinergias son específicas del comprador y no forman parte del valor de mercado intrínseco de SGRE.
- Según nos ha confirmado Siemens Energy, según su conocimiento, el acuerdo de colaboración entre Iberdrola, Siemens AG y SGRE que suscribieron en febrero de 2020 al que se refiere la comunicación de información privilegiada publicada por Iberdrola el 4 de febrero de 2020 y la página web de Siemens AG, ya ha expirado por lo que no tiene ningún impacto en la valoración.

- Tal como nos ha confirmado el Oferente, según su conocimiento, los acuerdos entre SGRE y Siemens Energy con impacto en la valoración están incluidos en nuestro informe, concretamente los relativos al uso de acuerdo de licencias, uso de marcas y nombres, acuerdos de cooperación tanto en un marco de negocio como de optimización de gastos de estructura, tal y como se mencionan en las Cuentas Anuales Consolidadas.

Fecha de Valoración

- Los cálculos de valoración se refieren a 30 de junio de 2022 ("la Fecha de Valoración"), fecha de la última información financiera publicada (no auditada) por SGRE el 2 de agosto de 2022 y de la publicada por su matriz, Siemens Energy, el 8 de agosto de 2022 correspondiente a 30 de junio de 2022 ("9M 2022"), combinados con las principales magnitudes de mercado y macroeconómicas de tasa de descuento, estimaciones de inflación, estimaciones de precios de materias primas y cotizaciones de comparables entre 30 de julio y mediados de agosto de 2022.
- Hemos tenido en cuenta en nuestra valoración los hechos relevantes, comunicaciones de información privilegiada y de otra información relevante (todos ellos, en adelante, "Hechos Relevantes") publicados por SGRE y Siemens Energy, los aspectos facilitados por la Compañía acaecidos hasta la Fecha del Informe y la evolución del sector de actividad en el que opera SGRE así como de las principales magnitudes de mercado y macroeconómicas mencionados en el párrafo anterior hasta dicha fecha.
- También hemos analizado y tomado en consideración el cierre financiero estimado preliminar no auditado del FY22 elaborado por SGRE con fecha reciente a la Fecha del Informe y el resto de la información mencionada en el párrafo anterior posterior al 9M 2022. es decir, Hechos Relevantes y las principales magnitudes de mercado y macroeconómicas más recientes.

Consideraciones generales (1 de 3)

- Hemos considerado en nuestras conclusiones:
 - El impacto estimado por la Compañía del reciente acuerdo de venta de una cartera de aproximadamente 3,9 GW de proyectos eólicos terrestres (“*onshore*”) en desarrollo en España, Francia, Italia y Grecia (en adelante “Proyecto Galileo”). Dicha operación de venta ha sido completada el 1 de septiembre de 2022.
 - El anuncio de la reducción de 2.900 puestos de trabajo como un paso en la implementación del programa Mistral.
 - Los recientes pedidos ganados de aerogeneradores anunciados por la Compañía desde 9M 2022 hasta la Fecha del Informe.
 - En relación a la demanda de SGRE contra GE sobre el uso por parte de esta última de determinadas patentes propiedad de la Compañía de una turbina offshore en determinados proyectos en EEUU, con primera resolución favorable a SGRE según la sentencia del 7 de septiembre de 2022, y en base a las explicaciones proporcionadas por SGRE sobre el desenlace pendiente judicial, tiempo estimado, probabilidad de éxito y cuantías potenciales, la Compañía no ha incluido ningún impacto relativo a la misma en el Plan de Negocio y consideramos que su potencial impacto es inmaterial en nuestras conclusiones.
 - Teniendo en cuenta todo lo explicado en párrafos anteriores, consideramos que nuestra conclusión de valor de las acciones de SGRE es válida a 25 de octubre de 2022 .
- Consideraciones generales**
- La información pública y la información no pública facilitada por las direcciones de SGRE y del Oferente, así como la obtenida de otras fuentes, utilizada en nuestro trabajo, se desglosa en el Anexo 1 “Fuentes de información” de este Informe y la consideramos suficiente y adecuada para soportar nuestra conclusión.
 - Nuestras conclusiones dependen de la exactitud y veracidad de la información utilizada. Cabe destacar que no hemos realizado ningún proceso de auditoría, ni hemos sometido la información financiera de este Informe a ningún proceso de verificación.
 - Los procedimientos realizados de valoración no constituyen ni por su naturaleza, ni por su extensión, los requeridos de acuerdo a la legislación vigente para la emisión de una opinión de auditoría.
 - Nuestro trabajo tampoco ha consistido en la realización de una *due diligence*, ni trabajo similar que permita evaluar la situación contable, financiera, fiscal, comercial, legal, laboral, registral, medioambiental, técnica, operativa o de otro tipo.
 - Para la realización de nuestro Informe hemos obtenido el presupuesto de FY23 y el plan de negocio 2024-2027 (el “Plan de Negocio”) que han sido aprobados por el Consejo de Administración de SGRE el 1 de agosto de 2022 y que incluye una previsión de cierre del FY22 elaborada a final de julio, y también hemos considerado las guías sobre variación de ingresos y margen EBIT para el FY22 (“Guidance FY22 E”), la visión a largo plazo divulgadas por SGRE, ambas el 2 de agosto de 2022 (Presentación de resultados de 3T 2022) y el cierre financiero estimado preliminar no auditado del FY22 elaborado con fecha reciente a la Fecha del Informe.
 - A efectos de estimar nuestros escenarios de proyecciones financieras, hemos mantenido discusiones con la Compañía sobre el Plan de Negocio y su visión a largo plazo, y llevado a cabo nuestros propios análisis y contrastes para elaborar escenarios alternativos.
 - Las hipótesis sobre las que se basan las proyecciones de nuestro Informe atienden a hechos futuros y están basadas en consideraciones que podrían no ser válidas para la totalidad o parte del periodo proyectado. Las hipótesis de futuro pueden no cumplirse.

Consideraciones generales (2 de 3)

- En este sentido, cabe destacar que la guerra de Ucrania y las consecuencias económicas todavía causadas por el Covid-19 han generado elevada incertidumbre sobre sus potenciales efectos a corto y largo plazo. En estas circunstancias, las desviaciones futuras entre las estimaciones y los resultados reales podrían ser mayores de lo habitual.
- Cabe resaltar que cualquier cambio significativo o información nueva adicional sobre las condiciones económicas, operaciones corporativas, cambios de mercado o de las operaciones y resultados de SGRE, que aparezcan con posterioridad a la Fecha del Informe y que puedan resultar sustancialmente diferentes a los conocidos a la Fecha del Informe, podría significar potencialmente un cambio en nuestras conclusiones.
- Tal como comentamos en párrafos anteriores, a efectos de analizar nuestros escenarios de valoración por DFC, hemos considerado:
 - el presupuesto para 2023 y el Plan de Negocio de SGRE para 2024-2027, que incluye una previsión de cierre para 2022, ambos aprobados por el Consejo de Administración de SGRE el 1 de agosto de 2022;
 - la visión a largo plazo publicada por la dirección de SGRE el pasado 2 de agosto de 2022;
 - nuestros análisis propios, fuentes del sector y discusiones mantenidas con la Dirección sobre hipótesis clave con un riesgo de volatilidad futura que son principalmente:
 - o cuota de mercado,
 - o evolución del precio medio de venta del segmento de aerogeneradores terrestres (*"onshore"*) (en adelante "ASP" o "Average Selling Price"), e ingreso medio por MW equivalente del segmento de aerogeneradores marinos (*"offshore"*),
 - o margen bruto, costes de explotación y medidas de eficiencias del programa Mistral que incorpora el Plan de Negocio,
 - o inversión ("Capex") y
 - o capital circulante.
- De este modo, hemos definido tres escenarios, en uno de los cuales consideramos las hipótesis clave, objetivos económicos y tiempos de consecución asociados a la recuperación, crecimiento, maximización y estabilización de márgenes hasta FY27 del Plan de Negocio. El escenario basado en el Plan de Negocio, incluye ciertos ajustes nuestros para obtener los flujos de caja proyectados, como son la estimación del coste de factoring que se corresponde a la operativa incluida en el capital circulante incluido, exclusión del tratamiento bajo NIIF 16 (es decir, incluir el pago de una renta por alquileres en lugar de tratarlo como deuda contable) y nuestra estimación del impuesto de sociedades asociado. Así mismo, hemos considerado dos escenarios alternativos en los que ponderamos riesgos, tendencias de mercado y normalizaciones de dichas hipótesis clave y objetivos considerando plazos, grados de cumplimiento y/o más graduales hasta FY30.
- En este sentido, los objetivos y plazo de consecución del Plan de Negocio recogidos en el escenario 1 reflejan una visión de crecimiento y maximización de márgenes más acelerada hasta alcanzar su normalización en 2027, motivo por el cual, en coherencia con dicha visión, bajo este escenario ya se calcula el VT en dicho año (en otras palabras, captura el valor de conseguir y normalizar el Plan de Negocio en el 2027).

Consideraciones generales (3 de 3)

- En cambio, los escenarios 2 y 3 asumen la posibilidad de que existan condiciones de mercado bajo las cuales los precios nominales de venta pueden volver a decrecer en el largo plazo al menos hasta el 2030 según fuentes analizadas (ver sección Perspectivas de Mercado), así como también que las fuentes disponibles realizan estimaciones de volumen de mercado en MW que consideran un crecimiento moderado (e incluso estancamiento en eólica terrestre) hasta el 2025 y una aceleración significativa entre el 2026 y 2030. Dado que los escenarios 2 y 3 se basan en dicha visión de condiciones de mercado en precios y volumen con estimaciones disponibles hasta 2030, en coherencia con esa visión, estos escenarios modelizan una consecución de los objetivos del Plan de Negocio a un ritmo más gradual y/o desviación hasta entonces, motivo por el cual extendemos el horizonte de proyección y asumimos alcanzar la normalización a perpetuidad en el citado 2030.
- Cabe destacar que la valoración se ha realizado en base a los flujos de caja sin considerar la norma contable NIIF 16 sobre el tratamiento de los arrendamientos, la cual impacta al EBITDA y la posición de deuda financiera neta. Dicha normativa tiene únicamente impacto contable y no en los citados flujos y, por tanto, no tiene impacto en la valoración.
- Aunque consideramos que nuestra valoración es razonable y defendible, debemos indicar que las valoraciones de negocios no son una ciencia exacta, sino un ejercicio basado en la experiencia y en el empleo de hipótesis que contienen cierta dosis de subjetividad, por lo que terceras partes podrían no estar necesariamente de acuerdo con las mismas.
- En el contexto de nuestro trabajo, hemos tomado en consideración todos los elementos disponibles de información, tanto públicos como no públicos, que hemos considerado suficientes a efectos de realizar nuestro análisis de valoración.

Procedimientos (1 de 2)

Categoría	Procedimientos
<p><i>La Oferta y la evolución de SGRE</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Lectura del Anuncio Previo, borrador del folleto explicativo de la OPA de Siemens Energy sobre SGRE y conversaciones con las direcciones de SGRE y del Oferente; • Lectura y análisis de los antecedentes y las últimas operaciones corporativas realizadas o acordadas sobre Proyecto Galileo del 2022, la adquisición de la participación del 8% de Iberdrola sobre SGRE y la escisión y salida a bolsa de Siemens Energy de 2020; • Análisis general de las características, situación actual, perspectivas del sector y del negocio de SGRE, así como de la situación macroeconómica y regulatoria de los mercados en los que opera; • Análisis de los estados financieros individuales y consolidados de SGRE desde el ejercicio fiscal 2017 hasta el tercer trimestre de 2022, presentaciones de resultados e Informes de Actividad anuales y trimestrales de dicho periodo, cuenta de resultados internas trimestrales y anuales por segmento del periodo FY20-9M 2022 y estimación de cierre FY22E, así como notas de prensa y Hechos Relevantes hasta la Fecha del Informe; y • Análisis de las principales partidas de balances de situación consolidados (FY17-9M 2022) de SGRE.
<p><i>Proyección financiera y DFC</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Hemos mantenido las conversaciones y discusiones con las direcciones de SGRE y de Siemens Energy sobre sus expectativas de evolución del sector y del Grupo SGRE que hemos considerado necesarias; • Análisis de información no pública de la Compañía que incluye, entre otras, el presupuesto de SGRE para 2023, el Plan de Negocio de SGRE 2024-2027 y la estimación de SGRE de cierre FY22E; • Análisis de información de mercado, informes y consenso de analistas, noticias y de parámetros financieros y de negocio históricos y estimados de comparables cotizadas del sector; • Análisis de notas de prensa y publicaciones de SGRE y de Siemens Energy y de parámetros financieros y de negocio históricos y estimados de SGRE; • Análisis de hipótesis de informes de analistas disponibles que siguen la acción de la Compañía y estimaciones financieras del consenso de analistas publicados entre las fechas 03/05/2022-30/09/2022; • Preparación de los escenarios de proyecciones financieras de SGRE para nuestro trabajo de valoración atendiendo a los procedimientos descritos anteriormente; y • Estimación de las tasas de descuentos aplicables al negocio de SGRE y consistentes con el mix de negocios y riesgos asociados a cada escenario, y de otros parámetros de mercado empleados para la valoración mediante el DFC.

Procedimientos (2 de 2)

Categoría	Procedimientos
Otros métodos y análisis	<ul style="list-style-type: none">• Análisis de la cotización media de la acción de SGRE (media ponderada por volumen) de los últimos 6 meses anteriores al Anuncio Previo de la OPA de 21 de mayo de 2022 y análisis de la cotización de la acción en otros periodos;• Análisis de múltiplos de compañías cotizadas comparables y de información pública disponible de transacciones comparables sobre otras compañías, como parte del Método de Múltiplos de Mercado, hasta donde ha sido posible, incluyendo el análisis de las principales transacciones relativas directa o indirectamente a la propia SGRE, mediante la información pública disponible y la facilitada por las direcciones de Siemens Energy y de SGRE;• Cálculo del VTC según las últimas CCAA consolidadas e individuales auditadas del FY21 y los estados financieros intermedios a 31 de marzo de 2022 ("1S 2022") no auditados; y• Valor liquidativo: análisis de las características del negocio de SGRE con el fin de determinar si es preciso o no su cálculo.

Resumen Ejecutivo

Conclusión de valor

Concluimos con un rango de valor por acción de SGRE entre 16,03 y 19,85 euros por acción

- Teniendo en cuenta la justificación de la respectiva relevancia de los métodos aplicables a la valoración de las acciones de SGRE, y los resultados obtenidos para cada uno de ellos, que se detallan en el Informe, nuestra conclusión de valor es la siguiente:
 - Consideramos que el método de DFC es el más adecuado de los existentes para valorar las acciones de SGRE, por lo que concluimos que el valor por acción de SGRE está dentro de un rango entre EUR 16,03 y EUR 19,85.
 - Consideramos que la amplitud del rango de nuestra conclusión está justificada, y es razonable y lógica debido al perfil de proyección financiera de los escenarios en los que se basa y a las razones que motivan dichos escenarios.
 - El rango de valor obtenido está además soportado y contrastado por el método de cotización del que resulta un valor por acción de EUR 18,01, situado cerca del punto medio de nuestro rango de valores por DFC.
- El resumen de los resultados obtenidos se detalla en la siguiente tabla:

Valor por acción de SGRE (EUR/acción)

Precio de la Oferta
EUR 18,05 por acción

Descuento de Flujos de Caja (DFC)	16,03	19,85
Cotización media del semestre anterior al Anuncio Previo de OPA	18,01	
Múltiplos de cotizadas y de transacciones comparables	Ver sección "Múltiplos de mercado"	
Valor teórico contable marzo 2022 (consolidado / individual)	5,55 Consolidado	11,54 Individual
Contraprestación OPA año anterior	No ha habido	
Valor liquidativo	Inferior a los demás	

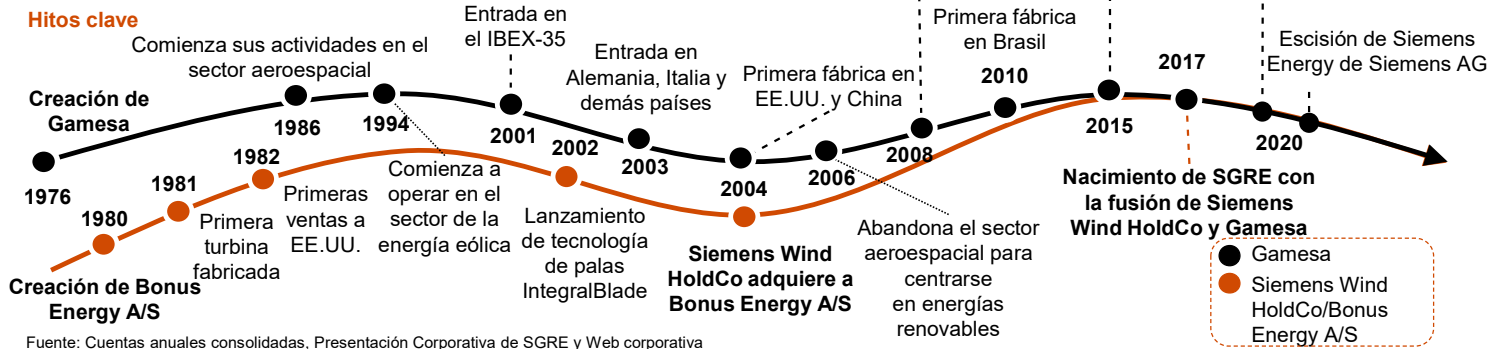
El Grupo

Descripción del Grupo SGRE (1 de 2)

La actual SGRE es el resultado de la fusión de Gamesa y Siemens Wind HoldCo en 2017

Negocio del Grupo SGRE

- SGRE, con sede en Zamudio (España), es un proveedor líder de soluciones de energía eólica, con presencia internacional. El Grupo opera en dos segmentos: (i) Aerogeneradores ("WTG" por las siglas en inglés de *Wind Turbine Generators*), que incluye *onshore* y *offshore*, y que abarca el diseño, desarrollo, fabricación e instalación de los mismos, con sus principales componentes (turbinas, palas, góndolas y torres), y (ii) Servicios de operación y mantenimiento de parques eólicos ("O&M" por las siglas de *Operations & Maintenance*).
- La actual SGRE es el resultado de la fusión en 2017 entre la ya entonces cotizada española Gamesa Corporación Tecnológica, S.A. ("Gamesa"), compañía enfocada en los WTG *onshore*, y Siemens Wind HoldCo, S.L. ("Siemens Wind HoldCo"), compañía del grupo Siemens Energy, enfocada en la fabricación de WTG *onshore* y *offshore*. Gamesa y Siemens Wind HoldCo fueron fundadas en los años 1976 y 1989, respectivamente.
- La historia de Siemens Wind HoldCo comienza en 1980 con la creación de Bonus Energy A/S que fue posteriormente adquirida en 2004 por la primera.



Fuente: Cuentas anuales consolidadas, Presentación Corporativa de SGRE y Web corporativa

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

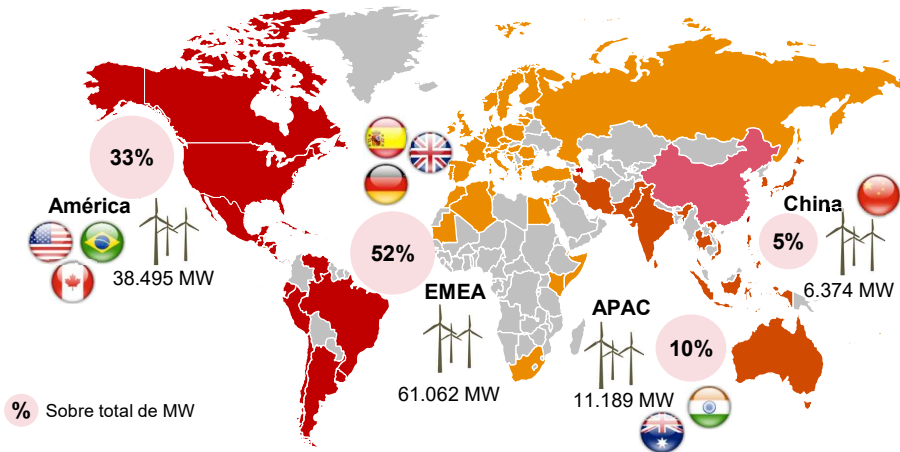
25 octubre 2022

17

Descripción del Grupo SGRE (2 de 2)

SGRE es uno de los líderes globales en la fabricación de WTG y servicios O&M para parques eólicos con capacidad instalada en 79 países en FY21 y capacidad industrial en los principales mercados

Presencia geográfica de MW instalados



Principales magnitudes consolidadas ⁽¹⁾



Principales magnitudes financieras ⁽¹⁾

Onshore	Offshore	O&M
99 GW instalados desde 1979	19 GW instalados desde 1991	84 GW bajo mantenimiento
EUR 4.430m ventas (47%)	EUR 2.828m ventas (31%)	EUR 2.046m ventas (22%)

Notas: (1) A 30 de junio de 2022; (2) A 17 de mayo de 2022; (3) A 30 de junio de 2022
 Fuente: Cuentas anuales consolidadas y presentación Corporativa de SGRE

Evolución financiera del Grupo SGRE (1 de 15)

En un entorno de mercado creciente pero más competitivo en precios, las ventas del Grupo han fluctuado en FY17 y FY19 entre EUR 9 y 11bn aproximadamente dependiendo del grado de avance de los proyectos desarrollados durante el año

Ventas y margen bruto consolidado

€ en millones	FY17 ⁽¹⁾	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
Entrada de pedidos Onshore	5.129	6.682	6.934	5.531	4.707	2.638
Entrada de pedidos Offshore	3.335	2.795	3.099	5.054	4.068	2.831
Entrada de pedidos Servicios	2.451	2.395	2.715	4.152	3.409	2.033
Entrada de pedidos	10.915	11.872	12.748	14.737	12.184	7.502
Ventas totales de aerogeneradores:	9.766	7.847	8.733	7.715	8.272	4.967
Aerogeneradores Onshore	6.563	4.876	5.225	4.907	5.005	2.968
Aerogeneradores Offshore	3.203	2.971	3.508	2.808	3.266	2.000
Servicios (O&M)	1.198	1.275	1.493	1.768	1.926	1.475
Ventas totales	10.964	9.122	10.227	9.483	10.198	6.442
Variación de ventas %	n.a.	(16,8%)	12,1%	(7,3%)	7,5%	
Aprovisionamientos	(9.655)	(7.890)	(8.975)	(9.103)	(9.622)	(6.914)
Margen Bruto (Pre-DPA y costes de I&R)	1.309	1.232	1.252	380	576	(472)
Margen bruto %	11,9%	13,5%	12,2%	4,0%	5,6%	(7,3%)
KPIs	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
1 MWe	8.831	8.373	9.492	9.968	10.995	5.757
MW Onshore	7.252	6.677	6.936	7.704	8.298	4.226
MW Offshore	1.579	1.696	2.556	2.264	2.697	1.531
1 Entrada de pedidos (MW)	8.053	11.235	11.465	12.260	10.679	5.256
Entrada de pedidos Onshore	6.321	8.963	9.389	8.121	7.201	3.250
Entrada de pedidos Offshore	1.732	2.272	2.076	4.139	3.478	2.006
1 ASP Onshore	0,81	0,75	0,74	0,68	0,65	0,81
1 Ingreso medio por MWe	1,11	0,94	0,92	0,77	0,75	0,86
Onshore	0,90	0,73	0,75	0,64	0,60	0,70
Offshore	2,03	1,75	1,37	1,24	1,21	1,31
3 Book-to-bill	1,0x	1,3x	1,2x	1,6x	1,2x	1,2x
Book-to-bill Onshore	0,8x	1,4x	1,3x	1,1x	0,9x	0,9x
2 Flota en mantenimiento - MW Servicios ⁽²⁾	55.173	56.725	60.028	74.240	79.199	84.203
€000/MW Servicios ⁽³⁾	21,7	22,5	24,9	23,8	24,3	24,3 ⁽⁴⁾
Cartera de pedidos totales (€m)	20.700	22.800	25.507	30.248	32.542	33.980
Cartera de pedidos Onshore	3.600	5.102	7.069	6.496	6.213	6.094
Cartera de pedidos Offshore	7.200	6.918	6.537	8.614	9.528	10.556
Cartera de pedidos Servicios	9.900	10.780	11.901	15.138	16.801	17.330

Notas: (1) Proforma 12 meses fusión a septiembre 2017 en el informe de gestión; (2) Flota en mantenimiento a final del periodo; (3) Precios medios calculados como ventas de Servicios entre MW Servicios a final del periodo. Las ventas consideran Aftermarket; (4) Analizado con ventas LTM Junio22.

Fuente: CCAA consolidadas y Presentaciones de resultados e Informes de Actividad del FY17-FY21 y 9M 2022.

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

25 octubre 2022

19

1 El volumen de entrada de nuevos pedidos y la cartera de pedidos, especialmente en *onshore* ha venido creciendo en el periodo FY17-FY20, apoyado por el crecimiento del mercado en términos de MW vendidos. En *offshore* fluctúa en función de la entrada de proyectos relevantes en un año concreto, como destaca el FY18 con 2 proyectos relevantes en Reino Unido y Dinamarca.

• Puede observarse la presión en los ASP, que vienen decreciendo de forma continuada en *onshore* hasta FY21, con la excepcionalidad en 9M 2022 que se comentará más adelante. Esa tendencia de caída también se observa en el ingreso medio por MWe de *offshore* (TACC_{FY17-FY21} de -12,1%), si bien puede fluctuar en función del alcance (nivel de prestaciones, componentes del pedido y tamaño de turbinas) de proyectos concretos en un determinado periodo. Asimismo, el ingreso medio del 9M 2022 es menos representativo debido al volumen instalado comparativamente bajo de este periodo.

2 La entrada de pedidos de contratos de Servicios O&M está unida al volumen de contratación de WTG, lo que explica que la cartera de contratos de O&M sea creciente de forma continuada.

Evolución financiera del Grupo SGRE (2 de 15)

En un entorno de mercado creciente pero más competitivo en precios, las ventas del Grupo han fluctuado en FY17 y FY19 entre EUR 9 y 11bn aproximadamente dependiendo del grado de avance de los proyectos desarrollados durante el año

Ventas y margen bruto consolidado

€ en millones	FY17 ⁽¹⁾	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
Entrada de pedidos Onshore	5.129	6.682	6.934	5.531	4.707	2.638
Entrada de pedidos Offshore	3.335	2.795	3.099	5.054	4.068	2.831
Entrada de pedidos Servicios	2.451	2.395	2.715	4.152	3.409	2.033
Entrada de pedidos	10.915	11.872	12.748	14.737	12.184	7.502
Ventas totales de aerogeneradores:	9.766	7.847	8.733	7.715	8.272	4.967
Aerogeneradores Onshore	6.563	4.876	5.225	4.907	5.005	2.968
Aerogeneradores Offshore	3.203	2.971	3.508	2.808	3.266	2.000
Servicios (O&M)	1.198	1.275	1.493	1.768	1.926	1.475
Ventas totales	10.964	9.122	10.227	9.483	10.198	6.442
Variación de ventas %	n.a.	(16,8%)	12,1%	(7,3%)	7,5%	
Aprovisionamientos	(9.655)	(7.890)	(8.975)	(9.103)	(9.622)	(6.914)
Margen Bruto (Pre-DPA y costes de I&R)	1.309	1.232	1.252	380	576	(472)
Margen bruto %	11,9%	13,5%	12,2%	4,0%	5,6%	(7,3%)
KPIs	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
MW	8.831	8.373	9.492	9.968	10.995	5.757
MW Onshore	7.252	6.677	6.936	7.704	8.298	4.226
MW Offshore	1.579	1.696	2.556	2.264	2.697	1.531
Entrada de pedidos (MW)	8.053	11.235	11.465	12.260	10.679	5.256
Entrada de pedidos Onshore	6.321	8.963	9.389	8.121	7.201	3.250
Entrada de pedidos Offshore	1.732	2.272	2.076	4.139	3.478	2.006
ASP Onshore	0,81	0,75	0,74	0,68	0,65	0,81
Ingreso medio por MWe	1,11	0,94	0,92	0,77	0,75	0,86
Onshore	0,90	0,73	0,75	0,64	0,60	0,70
Offshore	2,03	1,75	1,37	1,24	1,21	1,31
Book-to-bill	1,0x	1,3x	1,2x	1,6x	1,2x	1,2x
Book-to-bill Onshore	0,8x	1,4x	1,3x	1,1x	0,9x	0,9x
Flota en mantenimiento - MW Servicios ⁽²⁾	55.173	56.725	60.028	74.240	79.199	84.203
€000/MW Servicios ⁽³⁾	21,7	22,5	24,9	23,8	24,3	24,3 ⁽⁴⁾
Cartera de pedidos totales (€m)	20.700	22.800	25.507	30.248	32.542	33.980
Cartera de pedidos Onshore	3.600	5.102	7.069	6.496	6.213	6.094
Cartera de pedidos Offshore	7.200	6.918	6.537	8.614	9.528	10.556
Cartera de pedidos Servicios	9.900	10.780	11.901	15.138	16.801	17.330

Notas: (1) Proforma 12 meses fusión a septiembre 2017 en el informe de gestión; (2) Flota en mantenimiento a final del periodo; (3) Precios medios calculados como ventas de Servicios entre MW Servicios a final del periodo. Las ventas consideran Aftermarket; (4) Analizado con ventas LTM Junio22.

Fuente: CCAA consolidadas y Presentaciones de resultados e Informes de Actividad del FY17-FY21 y 9M 2022.

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

25 octubre 2022

20

Las ventas totales, cuyo reconocimiento contable depende del decaje entre la entrada de pedido y el inicio de la fabricación, así como del grado de avance conseguido en cada periodo, han fluctuado entre los EUR 9 y 11 bn aproximadamente entre FY17–FY19. El Guidance FY22 E de ventas actualizado a 3T 2022 y publicado el 2 de agosto de 2022 por SGRE es de un crecimiento interanual del -9,0% (incluyendo EUR 580m de la venta del Proyecto Galileo).

En general, en un contexto de entrada de pedidos creciente, superior al ritmo de fabricación (MWe) la ratio de book-to-bill ("BtB") suele ser superior a 1x. Dicha ratio mide la entrada de pedidos dividido por las ventas de un mismo periodo y da una indicación de la tendencia de ventas a futuro. Tanto en FY21 como en 9M 2022 la ratio BtB de onshore ha sido de 0,9x, debido a la mayor ralentización de pedidos y la estrategia de selectividad (perseguir proyectos con mejores precios y márgenes aunque represente potencialmente un menor volumen de cartera de pedidos en MW).

Evolución financiera del Grupo SGRE (3 de 15)

Desde FY21 se ralentiza la entrada de pedidos y el ritmo de fabricación (ingresos) debido a la incertidumbre en la toma de decisiones de los clientes, mayor selectividad y problemas propios de SGRE. Para este FY22E la Compañía estima que los ingresos caigan en un -9%

Ventas y margen bruto consolidado (cont.)

€ en millones	FY17 ⁽¹⁾	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
Entrada de pedidos Onshore	5.129	6.682	6.934	5.531	4.707	2.638
Entrada de pedidos Offshore	3.335	2.795	3.099	5.054	4.068	2.831
Entrada de pedidos Servicios	2.451	2.395	2.715	4.152	3.409	2.033
Entrada de pedidos	10.915	11.872	12.748	14.737	12.184	7.502
Ventas totales de aerogeneradores:	9.766	7.847	8.733	7.715	8.272	4.967
Aerogeneradores Onshore	6.563	4.876	5.225	4.907	5.005	2.968
Aerogeneradores Offshore	3.203	2.971	3.508	2.808	3.266	2.000
Servicios (O&M)	1.198	1.275	1.493	1.768	1.926	1.475
Ventas totales	10.964	9.122	10.227	9.483	10.198	6.442
Variación de ventas %	n.a.	(16,8%)	12,1%	(7,3%)	7,5%	
Aprovisionamientos	(9.655)	(7.890)	(8.975)	(9.103)	(9.622)	(6.914)
Margen Bruto (Pre-DPA y costes de I&R)	1.309	1.232	1.252	380	576	(472)
Margen bruto %	11,9%	13,5%	12,2%	4,0%	5,6%	(7,3%)
KPIs	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
MWe ⁽²⁾	8.831	8.373	9.492	9.968	10.995	5.757
MW Onshore	7.252	6.677	6.936	7.704	8.298	4.226
MW Offshore	1.579	1.696	2.556	2.264	2.697	1.531
Entrada de pedidos (MW)	8.053	11.235	11.465	12.260	10.679	5.256
Entrada de pedidos Onshore	6.321	8.963	9.389	8.121	7.201	3.250
Entrada de pedidos Offshore	1.732	2.272	2.076	4.139	3.478	2.006
ASP Onshore	0,81	0,75	0,74	0,68	0,65	0,81
Ingreso medio por MWe	1,11	0,94	0,92	0,77	0,75	0,86
Onshore	0,90	0,73	0,75	0,64	0,60	0,70
Offshore	2,03	1,75	1,37	1,24	1,21	1,31
Book-to-bill	1,0x	1,3x	1,2x	1,6x	1,2x	1,2x
Book-to-bill Onshore	0,8x	1,4x	1,3x	1,1x	0,9x	0,9x
Flota en mantenimiento - MW Servicios ⁽²⁾	55.173	56.725	60.028	74.240	79.199	84.203
€000/MW Servicios ⁽³⁾	21,7	22,5	24,9	23,8	24,3	24,3 ⁽⁴⁾
Cartera de pedidos totales (€m)	20.700	22.800	25.507	30.248	32.542	33.980
Cartera de pedidos Onshore	3.600	5.102	7.069	6.496	6.213	6.094
Cartera de pedidos Offshore	7.200	6.918	6.537	8.614	9.528	10.556
Cartera de pedidos Servicios	9.900	10.780	11.901	15.138	16.801	17.330

Notas: (1) Proforma 12 meses fusión a septiembre 2017 en el informe de gestión; (2) Flota en mantenimiento a final del periodo; (3) Precios medios calculados como ventas de Servicios entre MW Servicios a final del periodo. Las ventas consideran Aftermarket; (4) Calculado con ventas LTM Junio22.

Fuente: CCAA consolidadas y Presentaciones de resultados e Informes de Actividad del FY17-FY21 y 9M 2022.

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

- 4 En FY20-FY21 la caída de entrada de pedidos en onshore en MW se debe a (i) la espera en el mercado americano, pendiente de la potencial extensión de créditos fiscales a la promoción de proyectos eólicos; (ii) una mayor duración de las negociaciones comerciales en el entorno inflacionario elevado (aumentos de ASP); (iii) retrasos y problemas propios en el lanzamiento comercial en la plataforma 5.X para onshore; y (iv) el retraso en la adopción en España del Real Decreto-ley 17/2021 del 14 de septiembre, de medidas urgentes para mitigar el impacto de la escalada de precios del gas natural en los mercados minoristas de gas y electricidad (este se aplicó desde fines del año 2021 con sus modificaciones posteriores). En 9M 2022 la demanda en Estados Unidos ha seguido reflejando incertidumbre regulatoria en relación a la falta de desarrollos en relación a los créditos fiscales.
- Adicionalmente, en el 9M 2022 la actividad comercial ha seguido afectada debido a retrasos en decisiones de inversión de los clientes, la mayor selectividad de proyectos priorizando rentabilidad y de subida de ASP por los fabricantes ante el entorno inflacionario.
- Los nuevos pedidos se han ralentizado en 2021 y 9M 2022 por la incertidumbre y demora en la toma de decisión de los clientes, los ASP más altos, y la propia mayor selectividad de la Compañía, provocando pérdida de cuota de mercado.

El ritmo de fabricación (MWe) también se ha ralentizado significativamente en 9M 2022 por ello, los problemas de cadena de suministros y los propios problemas de la plataforma 5.X en onshore.

Evolución financiera del Grupo SGRE (4 de 15)

Desde FY21 se ralentiza la entrada de pedidos y el ritmo de fabricación (ingresos) debido a la incertidumbre en la toma de decisiones de los clientes, mayor selectividad y problemas propios de SGRE. Para este FY22E la Compañía estima que los ingresos caigan en un -9%

Ventas y margen bruto consolidado (cont.)

€ en millones	FY17 ⁽¹⁾	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
Entrada de pedidos Onshore	5.129	6.682	6.934	5.531	4.707	2.638
Entrada de pedidos Offshore	3.335	2.795	3.099	5.054	4.068	2.831
Entrada de pedidos Servicios	2.451	2.395	2.715	4.152	3.409	2.033
Entrada de pedidos	10.915	11.872	12.748	14.737	12.184	7.502
Ventas totales de aerogeneradores:	9.766	7.847	8.733	7.715	8.272	4.967
Aerogeneradores Onshore	6.563	4.876	5.225	4.907	5.005	2.968
Aerogeneradores Offshore	3.203	2.971	3.508	2.808	3.266	2.000
Servicios (O&M)	1.198	1.275	1.493	1.768	1.926	1.475
Ventas totales	10.964	9.122	10.227	9.483	10.198	6.442
Variación de ventas %	n.a.	(16,8%)	12,1%	(7,3%)	7,5%	
Aprovisionamientos	(9.655)	(7.890)	(8.975)	(9.103)	(9.622)	(6.914)
Margen Bruto (Pre-DPA y costes de I&R)	1.309	1.232	1.252	380	576	(472)
Margen bruto %	11,9%	13,5%	12,2%	4,0%	5,6%	(7,3%)
KPIs	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
MWe ⁽²⁾	8.831	8.373	9.492	9.968	10.995	5.757
MW Onshore	7.252	6.677	6.936	7.704	8.298	4.226
MW Offshore	1.579	1.696	2.556	2.264	2.697	1.531
Entrada de pedidos (MW)	8.053	11.235	11.465	12.260	10.679	5.256
Entrada de pedidos Onshore	6.321	8.963	9.389	8.121	7.201	3.250
Entrada de pedidos Offshore	1.732	2.272	2.076	4.139	3.478	2.006
ASP Onshore	0,81	0,75	0,74	0,68	0,65	0,81
Ingreso medio por MWe	1,11	0,94	0,92	0,77	0,75	0,86
Onshore	0,90	0,73	0,75	0,64	0,60	0,70
Offshore	2,03	1,75	1,37	1,24	1,21	1,31
Book-to-bill	1,0x	1,3x	1,2x	1,6x	1,2x	1,2x
Book-to-bill Onshore	0,8x	1,4x	1,3x	1,1x	0,9x	0,9x
Flota en mantenimiento - MW Servicios ⁽²⁾	55.173	56.725	60.028	74.240	79.199	84.203
€000/MW Servicios ⁽³⁾	21,7	22,5	24,9	23,8	24,3	24,3 ⁽⁴⁾
Cartera de pedidos totales (€m)	20.700	22.800	25.507	30.248	32.542	33.980
Cartera de pedidos Onshore	3.600	5.102	7.069	6.496	6.213	6.094
Cartera de pedidos Offshore	7.200	6.918	6.537	8.614	9.528	10.556
Cartera de pedidos Servicios	9.900	10.780	11.901	15.138	16.801	17.330

Notas: (1) Proforma 12 meses fusión a septiembre 2017 en el informe de gestión; (2) Flota en mantenimiento a final del periodo; (3) Precios medios calculados como ventas de Servicios entre MW Servicios a final del periodo. Las ventas consideran Aftermarket; (4) Calculado con ventas LTM Junio22

Fuente: CCAA consolidadas y Presentaciones de resultados e Informes de Actividad del FY17-FY21 y 9M 2022.

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

25 octubre 2022

22

4 No obstante, en offshore destaca el fuerte incremento en la entrada de pedidos a partir de FY20, en comparación con los tres ejercicios anteriores, con motivo de la buena aceptación por el mercado de la nueva turbina SG14-222. No obstante, durante el 9M 2022 se ha seguido observando la volatilidad comercial habitual del negocio, llegando a no registrar ninguna entrada de pedidos durante el segundo trimestre, para después registrar 1.753 MW durante el tercer trimestre de los 2.006 MW acumulados durante el año, lo cual es significativamente menor que los ejercicios anteriores.

5 En este periodo FY20-FY21 ha continuado la tendencia de presión a la baja en el ASP de WTG, interrumpido excepcionalmente en 9M 2022 ante la necesidad de repercutir las extraordinarias subidas de costes.

Evolución financiera del Grupo SGRE (5 de 15)

Desde FY20, el margen bruto de SGRE se ha visto fuertemente afectado por las subidas de costes debido a los desequilibrios del mercado propiciados por la Covid-19 y la guerra de Ucrania, agravado en el 9M 2022 por la continuación de los problemas internos relacionados con las plataformas 5.X y las plataformas legacy de onshore

Ventas y margen bruto consolidado (cont.)

€ en millones	FY17 ⁽¹⁾	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
Entrada de pedidos Onshore	5.129	6.682	6.934	5.531	4.707	2.638
Entrada de pedidos Offshore	3.335	2.795	3.099	5.054	4.068	2.831
Entrada de pedidos Servicios	2.451	2.395	2.715	4.152	3.409	2.033
Entrada de pedidos	10.915	11.872	12.748	14.737	12.184	7.502
Ventas totales de aerogeneradores:	9.766	7.847	8.733	7.715	8.272	4.967
Aerogeneradores Onshore	6.563	4.876	5.225	4.907	5.005	2.968
Aerogeneradores Offshore	3.203	2.971	3.508	2.808	3.266	2.000
Servicios (O&M)	1.198	1.275	1.493	1.768	1.926	1.475
Ventas totales	10.964	9.122	10.227	9.483	10.198	6.442
Variación de ventas %	n.a.	(16,8%)	12,1%	(7,3%)	7,5%	
Aprovisionamientos	(9.655)	(7.890)	(8.975)	(9.103)	(9.622)	(6.914)
Margen Bruto (Pre-DPA y costes de I&R)	1.309	1.232	1.252	380	576	(472)
Margen bruto %	11,9%	13,5%	12,2%	4,0%	5,6%	(7,3%)
KPIs	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
MW	8.831	8.373	9.492	9.968	10.995	5.757
MW Onshore	7.252	6.677	6.936	7.704	8.298	4.226
MW Offshore	1.579	1.696	2.556	2.264	2.697	1.531
Entrada de pedidos (MW)	8.053	11.235	11.465	12.260	10.679	5.256
Entrada de pedidos Onshore	6.321	8.963	9.389	8.121	7.201	3.250
Entrada de pedidos Offshore	1.732	2.272	2.076	4.139	3.478	2.006
ASP Onshore	0,81	0,75	0,74	0,68	0,65	0,81
Ingreso medio por MWe	1,11	0,94	0,92	0,77	0,75	0,86
Onshore	0,90	0,73	0,75	0,64	0,60	0,70
Offshore	2,03	1,75	1,37	1,24	1,21	1,31
Book-to-bill	1,0x	1,3x	1,2x	1,6x	1,2x	1,2x
Book-to-bill Onshore	0,8x	1,4x	1,3x	1,1x	0,9x	0,9x
Flota en mantenimiento - MW Servicios ⁽²⁾	55.173	56.725	60.028	74.240	79.199	84.203
€000/MW Servicios ⁽³⁾	21,7	22,5	24,9	23,8	24,3	24,3 ⁽⁴⁾
Cartera de pedidos totales (€m)	20.700	22.800	25.507	30.248	32.542	33.980
Cartera de pedidos Onshore	3.600	5.102	7.069	6.496	6.213	6.094
Cartera de pedidos Offshore	7.200	6.918	6.537	8.614	9.528	10.556
Cartera de pedidos Servicios	9.900	10.780	11.901	15.138	16.801	17.330

Notas: (1) Proforma 12 meses fusión a septiembre 2017 en el informe de gestión; (2) Flota en mantenimiento a final del periodo; (3) Precios medios calculados como ventas de Servicios entre MW Servicios a final del periodo. Las ventas consideran Aftermarket; (4) Calculado con ventas LTM Jun22.

Fuente: CCAA consolidadas y Presentaciones de resultados e Informes de Actividad del FY17-FY21 y 9M 2022.

6 En FY20, el volumen de MWe estuvo impactado principalmente, por las fluctuaciones anteriormente mencionadas en *offshore* que tiene una caída en el ritmo de actividad de fabricación del 11%, en línea con los proyectos planificados para el ejercicio. Adicionalmente, debido a la Covid-19, durante el FY20 hubo ciertos retrasos de proyectos *onshore* que se han trasladado al FY21. Esto, junto con el crecimiento de *offshore*, explican el repunte de los MWe en el FY21, el cual se ha ralentizado a 9M 2022.

7 También desde la aparición del Covid-19, los costes de fabricación (energía, materias primas y transporte principalmente) han experimentado un incremento extraordinario por los desequilibrios entre oferta y demanda, demoras en la ejecución y escasez en el abastecimiento, intensificados en lo que llevamos del año 2022 por la guerra de Ucrania. Estos extraordinarios incrementos de costes han provocado un fuerte deterioro de los márgenes brutos dado que los ASP de la cartera de pedidos no contaban con mecanismos para ser revisados. Desde el último trimestre de FY21 (julio a septiembre 2021), SGRE ha ido integrando en sus nuevos contratos mecanismos para intentar repercutir (*pass through*) el incremento de ciertos costes de fabricación, observándose una recuperación del ASP en los nuevos pedidos 9M 2022.

Evolución financiera del Grupo SGRE (6 de 15)

Desde FY20, el margen bruto de SGRE se ha visto fuertemente afectado por las subidas de costes debido a los desequilibrios del mercado propiciados por la Covid-19 y la guerra de Ucrania, agravado en el 9M 2022 por la continuación de los problemas internos relacionados con las plataformas 5.X y las plataformas legacy de onshore

Ventas y margen bruto consolidado (cont.)

€ en millones	FY17 ⁽¹⁾	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
Entrada de pedidos Onshore	5.129	6.682	6.934	5.531	4.707	2.638
Entrada de pedidos Offshore	3.335	2.795	3.099	5.054	4.068	2.831
Entrada de pedidos Servicios	2.451	2.395	2.715	4.152	3.409	2.033
Entrada de pedidos	10.915	11.872	12.748	14.737	12.184	7.502
Ventas totales de aerogeneradores:	9.766	7.847	8.733	7.715	8.272	4.967
Aerogeneradores Onshore	6.563	4.876	5.225	4.907	5.005	2.968
Aerogeneradores Offshore	3.203	2.971	3.508	2.808	3.266	2.000
Servicios (O&M)	1.198	1.275	1.493	1.768	1.926	1.475
Ventas totales	10.964	9.122	10.227	9.483	10.198	6.442
Variación de ventas %	n.a.	(16,8%)	12,1%	(7,3%)	7,5%	
Aprovisionamientos	(9.655)	(7.890)	(8.975)	(9.103)	(9.622)	(6.914)
Margen Bruto (Pre-DPA y costes de I&R)	1.309	1.232	1.252	380	576	(472)
Margen bruto %	11,9%	13,5%	12,2%	4,0%	5,6%	(7,3%)
KPIs	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
MWe	8.831	8.373	9.492	9.968	10.995	5.757
MW Onshore	7.252	6.677	6.936	7.704	8.298	4.226
MW Offshore	1.579	1.696	2.556	2.264	2.697	1.531
Entrada de pedidos (MW)	8.053	11.235	11.465	12.260	10.679	5.256
Entrada de pedidos Onshore	6.321	8.963	9.389	8.121	7.201	3.250
Entrada de pedidos Offshore	1.732	2.272	2.076	4.139	3.478	2.006
ASP Onshore	0,81	0,75	0,74	0,68	0,65	0,81
Ingreso medio por MWe	1,11	0,94	0,92	0,77	0,75	0,86
Onshore	0,90	0,73	0,75	0,64	0,60	0,70
Offshore	2,03	1,75	1,37	1,24	1,21	1,31
Book-to-bill	1,0x	1,3x	1,2x	1,6x	1,2x	1,2x
Book-to-bill Onshore	0,8x	1,4x	1,3x	1,1x	0,9x	0,9x
Flota en mantenimiento - MW Servicios ⁽²⁾	55.173	56.725	60.028	74.240	79.199	84.203
€000/MW Servicios ⁽³⁾	21,7	22,5	24,9	23,8	24,3	24,3 ⁽⁴⁾
Cartera de pedidos totales (€m)	20.700	22.800	25.507	30.248	32.542	33.980
Cartera de pedidos Onshore	3.600	5.102	7.069	6.496	6.213	6.094
Cartera de pedidos Offshore	7.200	6.918	6.537	8.614	9.528	10.556
Cartera de pedidos Servicios	9.900	10.780	11.901	15.138	16.801	17.330

Notas: (1) Proforma 12 meses fusión a septiembre 2017 en el informe de gestión; (2) Flota en mantenimiento a final del periodo; (3) Precios medios calculados como ventas de Servicios entre MW Servicios a final del periodo. Las ventas consideran Aftermarket; (4) Calculado con ventas LTM Jun22.

Fuente: CCAA consolidadas y Presentaciones de resultados e Informes de Actividad del FY17-FY21 y 9M 2022.

En cualquier caso, frente a un margen bruto que ha fluctuado entre aproximadamente el 12% y 13,5% durante el periodo FY17-FY19, en FY20-FY21 ha caído abruptamente a niveles del 4,0% a 5,6%, e incluso negativo en el 9M 2022. A ello ha contribuido la mayor dotación de provisiones por contratos onerosos ante la continuación de los problemas de la plataforma 5.X y de la aparición de costes de fallos y reparaciones relacionados con problemas en las plataformas legacy de onshore (aerogeneradores de SGRE de plataformas lanzadas en años anteriores ya instalados y con plazos de garantías vencidos y cuyo contrato de O&M es actualmente gestionado por SGRE).

El crecimiento de ingresos de O&M en FY20-FY21 se mantiene ante el aumento continuado de la cartera de contratos y la consolidación de la adquisición de Servion Deutschland GmbH (Servion) en enero de 2020.

Evolución financiera del Grupo SGRE (7 de 15)

Los márgenes EBIT del segmento O&M se han mantenido más estables y positivos en contraste con los márgenes EBIT del segmento WTG muy negativos desde FY20 por los factores internos y externos que se han visto acentuados en los 9M 2022

EBITDA y EBIT consolidado

€ en millones	FY17 ⁽¹⁾	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
Ventas totales	10.964	9.122	10.227	9.483	10.198	6.442
Variación de ventas %	n.a.	(16,8%)	12,1%	(7,3%)	7,5%	
Aprovisionamientos	(9.655)	(7.890)	(8.975)	(9.103)	(9.622)	(6.914)
Margen Bruto (Pre-DPA y costes de I&R)	1.309	1.232	1.252	380	576	(472)
Margen bruto %	11,9%	13,5%	12,2%	4,0%	5,6%	(7,3%)
Gastos de investigación y desarrollo	n.a.	(166)	(179)	(225)	(285)	(207)
Gastos de ventas y generales	n.a.	(431)	(358)	(404)	(392)	(303)
Amortización (Pre-DPA) ⁽²⁾	n.a.	340	380	582	527	451
Impacto NIIF16	-	-	-	(113)	(122)	(109)
Otros	n.a.	56	9	17	5	27
EBITDA ajustado (Pre-DPA y costes de I&R y NIIF16)	1.135	1.032	-1.104	237	309	(613)
Margen EBITDA %	10,4%	11,3%	10,8%	2,5%	3,0%	(9,5%)
D&A	(361)	(340)	(380)	(469)	(405)	(342)
EBIT (Pre-DPA y costes de I&R)	774	692	724	(233)	(96)	(955)
Margen EBIT %	7,1%	7,6%	7,1%	(2,5%)	(0,9%)	(14,8%)
Amortización DPA	(235)	(306)	(266)	(262)	(230)	(169)
Costes de I&R	(111)	(176)	(206)	(464)	(197)	(97)
EBIT	428	211	252	(959)	(523)	(1.221)
Margen EBIT %	3,9%	2,3%	2,5%	(10,1%)	(5,1%)	(19,0%)
Conciliación de EBITDA reportado:						
EBITDA ajustado (Pre-DPA y costes de I&R y NIIF16)	1.135	1.032	1.104	237	309	(613)
Costes de I&R	(111)	(176)	(206)	(464)	(197)	(97)
Impacto NIIF16	-	-	-	113	122	109
EBITDA reportado	1.024	856	898	(114)	234	(601)
EBIT (Pre-DPA y costes de I&R) por segmento:	774	692	724	(233)	(96)	(955)
EBIT aerogeneradores	553	393	382	(633)	(513)	(1.168)
Margen EBIT %	5,7%	5,0%	4,4%	(8,2%)	(6,2%)	(23,5%)
EBIT Servicios	221	300	343	401	419	212
Margen EBIT %	18,4%	23,5%	23,0%	22,7%	21,8%	14,4%

Notas: (1) Proforma 12 meses fusión a septiembre 2017 en el informe de gestión. (2) Amortización a 9M 2022 excluyendo impacto de NIIF 16, ajustada a EUR 342m.

Fuente: CCAA consolidadas y Presentaciones de resultados e Informes de Actividad del FY17-FY21 y 9M 2022.

En el periodo FY17-FY19, SGRE implementa el programa L3AD2020 para la optimización de costes que compense la presión en precios. Adicionalmente, el EBITDA reportado es menor que el ajustado debido a los costes de I&R desde FY17, tal y como se explica en la página siguiente, haciendo que esta magnitud reportada sea incluso negativa en el FY20.

A ello también ha contribuido a partir del FY20 el incremento de los costes relacionados con las garantías de productos, el retraso e incumplimientos del desarrollo de la plataforma 5.X, el reconocimiento contable de las pérdidas por los contratos onerosos que surgen por ello, las subidas de costes tan elevadas y en el 3T 2022, los fallos de componentes y reparaciones de las plataformas legacy en onshore que han afectado al margen EBIT de Servicios hasta reducirlo a 0,6% (de 2017 a 2019 fue de c.20%).

Todo lo explicado anteriormente ha resultado en un EBITDA ajustado por partidas especiales (ver página siguiente) que ha caído muy significativamente de EUR 1.100m aproximadamente en el periodo FY17-FY19 al nivel de EUR 200-300m en FY20-FY21, e incluso siendo negativo en el 9M 2022, en un contexto macroeconómico y geopolítico complejo.

En los últimos años, la Compañía ha anunciado profit warnings sobre los resultados del 3T 2020 (junio de 2020), 3T 2021 (julio de 2021), 1T 2022 (enero de 2022) 2T 2022 (abril de 2022), y en 3T 2022 (junio 2022) bajando el Guidance FY22 E a un margen EBIT de -5,5%, incluyendo el impacto esperado de la venta del Proyecto Galileo, c.-10% excluyendo el impacto.

Evolución financiera del Grupo SGRE (8 de 15)

Los márgenes EBIT del segmento O&M se han mantenido más estables y positivos en contraste con los márgenes EBIT del segmento WTG muy negativos desde FY20 por los factores internos y externos que se han visto acentuados en los 9M 2022

EBITDA y EBIT consolidado (cont.)

€ en millones	FY17 ⁽¹⁾	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
Ventas totales	10.964	9.122	10.227	9.483	10.198	6.442
Variación de ventas %	n.a.	(16,8%)	12,1%	(7,3%)	7,5%	
Aprovisionamientos	(9.655)	(7.890)	(8.975)	(9.103)	(9.622)	(6.914)
Margen Bruto (Pre-DPA y costes de I&R)	1.309	1.232	1.252	380	576	(472)
Margen bruto %	11,9%	13,5%	12,2%	4,0%	5,6%	(7,3%)
Gastos de investigación y desarrollo	n.a.	(166)	(179)	(225)	(285)	(207)
Gastos de ventas y generales	n.a.	(431)	(358)	(404)	(392)	(303)
Amortización (Pre-DPA) ⁽²⁾	n.a.	340	380	582	527	451
Impacto NIIF16	-	-	-	(113)	(122)	(109)
Otros	n.a.	56	9	17	5	27
EBITDA ajustado (Pre-DPA y costes de I&R y NIIF16)	1.135	1.032	-1.104	237	309	(613)
Margen EBITDA %	10,4%	11,3%	10,8%	2,5%	3,0%	(9,5%)
D&A	(361)	(340)	(380)	(469)	(405)	(342)
EBIT (Pre-DPA y costes de I&R)	774	692	724	(233)	(96)	(955)
Margen EBIT %	7,1%	7,6%	7,1%	(2,5%)	(0,9%)	(14,8%)
Amortización DPA	(235)	(306)	(266)	(262)	(230)	(169)
Costes de I&R	(111)	(176)	(206)	(464)	(197)	(97)
EBIT	428	211	252	(959)	(523)	(1.221)
Margen EBIT %	3,9%	2,3%	2,5%	(10,1%)	(5,1%)	(19,0%)
Conciliación de EBITDA reportado:						
EBITDA ajustado (Pre-DPA y costes de I&R y NIIF16)	1.135	1.032	1.104	237	309	(613)
Costes de I&R	(111)	(176)	(206)	(464)	(197)	(97)
Impacto NIIF16	-	-	-	113	122	109
EBITDA reportado	1.024	856	898	(114)	234	(601)
EBIT (Pre-DPA y costes de I&R) por segmento:	774	692	724	(233)	(96)	(955)
EBIT aerogeneradores	553	393	382	(633)	(513)	(1.168)
Margen EBIT %	5,7%	5,0%	4,4%	(8,2%)	(6,2%)	(23,5%)
EBIT Servicios	221	300	343	401	419	212
Margen EBIT %	18,4%	23,5%	23,0%	22,7%	21,8%	14,4%

Los márgenes EBIT históricos del segmento O&M se han mantenido estables y positivos a lo largo de los años por su naturaleza, si bien este margen se vio afectado en el 9M 2022, mientras que las pérdidas se atribuyen fundamentalmente al EBIT del segmento WTG por los motivos explicados.

Notas: (1) Proforma 12 meses fusión a septiembre 2017 en el informe de gestión. (2) Amortización a 9M 2022 excluyendo impacto de NIIF 16, ajustada a EUR 342m.

Fuente: CCAA consolidadas y Presentaciones de resultados e Informes de Actividad del FY17-FY21 y 9M 2022.

Evolución financiera del Grupo SGRE (9 de 15)

Los gastos de amortización asociados con la Distribución de Precio de Adquisición ("DPA") y la integración y reestructuración son gastos no recurrentes, según explica SGRE, como consecuencia de adquisiciones, integración y cierres

EBITDA y EBIT consolidado (cont.)

€ en millones	FY17 ⁽¹⁾	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
Ventas totales	10.964	9.122	10.227	9.483	10.198	6.442
Variación de ventas %	n.a.	(16,8%)	12,1%	(7,3%)	7,5%	
Aprovisionamientos	(9.655)	(7.890)	(8.975)	(9.103)	(9.622)	(6.914)
Margen Bruto (Pre-DPA y costes de I&R)	1.309	1.232	1.252	380	576	(472)
Margen bruto %	11,9%	13,5%	12,2%	4,0%	5,6%	(7,3%)
Gastos de investigación y desarrollo	n.a.	(166)	(179)	(225)	(285)	(207)
Gastos de ventas y generales	n.a.	(431)	(358)	(404)	(392)	(303)
Amortización (Pre-DPA) ⁽²⁾	n.a.	340	380	582	527	451
Impacto NIIF16	-	-	-	(113)	(122)	(109)
Otros	n.a.	56	9	17	5	27
EBITDA ajustado (Pre-DPA y costes de I&R y NIIF16)	1.135	1.032	1.104	237	309	(613)
Margen EBITDA %	10,4%	11,3%	10,8%	2,5%	3,0%	(9,5%)
D&A	(361)	(340)	(380)	(469)	(405)	(342)
EBIT (Pre-DPA y costes de I&R)	774	692	724	(233)	(96)	(955)
Margen EBIT %	7,1%	7,6%	7,1%	(2,5%)	(0,9%)	(14,8%)
Amortización DPA	(235)	(306)	(266)	(262)	(230)	(169)
Costes de I&R	(111)	(176)	(206)	(464)	(197)	(97)
EBIT	428	211	252	(959)	(523)	(1.221)
Margen EBIT %	3,9%	2,3%	2,5%	(10,1%)	(5,1%)	(19,0%)
Conciliación de EBITDA reportado:						
EBITDA ajustado (Pre-DPA y costes de I&R y NIIF16)	1.135	1.032	1.104	237	309	(613)
Costes de I&R	(111)	(176)	(206)	(464)	(197)	(97)
Impacto NIIF16	-	-	-	113	122	109
EBITDA reportado	1.024	856	898	(114)	234	(601)
EBIT (Pre-DPA y costes de I&R) por segmento:	774	692	724	(233)	(96)	(955)
EBIT aerogeneradores	553	393	382	(633)	(513)	(1.168)
Margen EBIT %	5,7%	5,0%	4,4%	(8,2%)	(6,2%)	(23,5%)
EBIT Servicios	221	300	343	401	419	212
Margen EBIT %	18,4%	23,5%	23,0%	22,7%	21,8%	14,4%

Notas: (1) Proforma 12 meses fusión a septiembre 2017 en el informe de gestión. (2) Amortización a 9M 2022 excluyendo impacto de NIIF 16, ajustada a EUR 342m.

Fuente: CCAA consolidadas y Presentaciones de resultados e Informes de Actividad del FY17-FY21 y 9M 2022.

Partidas especiales

- Ilustramos el impacto del tratamiento del gasto por arrendamientos bajo NIIF 16, adoptada desde FY20, como gasto por encima del EBITDA a efectos ilustrativos para consistencia comparativa desde FY17.
- SGRE divulga en la información de resultados determinados ajustes de normalización por partidas especiales (no recurrentes).
- 10 Esta partida recoge el impacto de la amortización del valor razonable de los activos intangibles procedentes del ejercicio de DPA registrado con la fusión de FY17.
- 11 Los costes de (i) integración hacen referencia a los relacionados con la integración surgida de la fusión en el FY17 y la adquisición de otras compañías; (ii) reestructuración se refieren principalmente a gastos de personal y otros gastos relacionados con reestructuraciones de negocio que modifican significativamente el alcance del negocio o la manera en la que se gestiona el mismo.
- En el FY20, los gastos principalmente incurridos incluyen (i) la reestructuración de India para adaptarla a la menor demanda esperada, (ii) el cierre de la planta de Aioz (España), (iii) la discontinuación de la fabricación de palas en Aalborg (Dinamarca); y (iv) los gastos de I&R asociados con la adquisición de Senvion y la planta de palas de Vagos (Portugal).
- En el FY21 caben destacar los cierres de las fábricas de palas de Somozas y Cuenca (España), y la reestructuración en India.

Evolución financiera del Grupo SGRE (10 de 15)

Los márgenes EBIT del segmento O&M se han mantenido más estables y positivos en contraste con los márgenes EBIT del segmento WTG muy negativos desde FY20 por los factores internos y externos que se han visto acentuados en los 9M 2022

Desglose de ventas y EBIT por segmento

€ en millones	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	3T22	9M 2021	9M 2022	Variación año-año
Ventas totales de aerogeneradores:	1.899	1.902	2.179	2.292	1.401	1.663	1.904	5.980	4.968	(16,9%)
Aerogeneradores Onshore	1.061	1.154	1.328	1.463	941	931	1.096	3.543	2.968	(16,2%)
Aerogeneradores Offshore	838	748	851	829	460	732	808	2.437	2.000	(17,9%)
Servicios (O&M)	396	434	525	571	429	515	532	1.355	1.476	8,9%
12 Ventas totales	2.295	2.336	2.704	2.863	1.830	2.178	2.436	7.335	6.444	(12,1%)
13 EBIT WTG (Pre-DPA y costes de I&R)	18	25	(261)	(298)	(410)	(412)	(346)	(218)	(1.168)	(19,9 p.p.)
Margen EBIT %	0,9%	1,3%	(12,0%)	(13,0%)	(29,3%)	(24,8%)	(18,2%)	(3,6%)	(-23,5%)	
13 EBIT Servicios (Pre-DPA y costes de I&R)	102	86	110	121	101	108	3	298	212	(7,6 p.p.)
Margen EBIT %	25,8%	19,8%	21,0%	21,2%	23,5%	21,0%	-0,6%	22,0%	14,4%	
EBIT (Pre-DPA y costes de I&R)	120	111	(151)	(177)	(309)	(304)	(343)	80	(956)	(15,9 p.p.)
Margen EBIT %	5,2%	4,8%	(5,6%)	(6,2%)	(16,9%)	(14,0%)	(14,1%)	1,1%	(14,8%)	

Fuente: Presentación de resultados e Informe de Actividad del 9M 2022.

- 12 Pese al impacto que podría tener el aumento del ASP previamente mencionado, debido a la caída de MWe instalados durante el año, los ingresos totales de la compañía han caído un 12% entre 9M 2022 y el mismo periodo del año anterior, obteniendo unas ventas inferiores en todos los trimestres frente al mismo periodo del año anterior. La ralentización en fabricación se ha experimentado tanto en *onshore* como en *offshore*.
- 13 Además, los problemas que surgen a partir del FY21 en *WTG* y que impactan de manera contundente a partir del 3T22 (interrupciones en la cadena de suministros, retrasos por el 5X, etc.), siguen acrecentándose en 9M 2022. Así pues, añadido a los problemas que comenzaron en FY21, en 9M 2022 también cabe añadir el impacto por la baja capacidad de absorción de costes fijos, los costes asociados con la capacidad ociosa y la mayor inversión realizada en *offshore* de cara a su adaptación para el mercado esperado en el futuro.

- Por todo ello, el EBIT de *WTG* de 9M 2022 registra unas pérdidas muy significativas por encima de los 400 millones en los primeros tres trimestres de FY22. Las pérdidas trimestrales registradas hasta 9M 2022 siguen estando por encima de los trimestres del FY21, llegando a un margen EBIT en el 9M 2022 de -23,5% en comparación con el -3,6% del mismo periodo del año anterior.
- Por último, cabe destacar el impacto por fallos de componentes y reparaciones de las plataformas *Legacy* de *onshore*, que ha llevado el margen EBIT de Servicios al 0,6%, cuando desde 2017 siempre había estado en torno al 20%. La Dirección considera que dichos fallos y reparaciones no son recurrentes.

Evolución financiera del Grupo SGRE (11 de 15)

Desde la combinación de negocios registrada en la fusión en FY17 hasta FY20, el total de activos se ha mantenido estable, con posición financiera neta positiva, capital circulante negativo y nuevo tratamiento contable del activo material y pasivo financiero desde FY20, asociado al cambio de tratamiento contable de los arrendamientos bajo NIIF 16

Balance de situación

€ en millones	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022 ⁽²⁾
Caja y otros equivalentes	1.659	2.429	1.727	1.622	1.961	1.237
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.081	1.114	1.287	1.142	901	1.001
Deudores comerciales del Grupo	62	28	22	1	5	7
1 Activos por contrato	-	1.572	2.056	1.538	1.468	1.545
Existencias	3.455	1.499	1.864	1.820	1.627	2.369
Otros activos financieros corrientes	176	171	275	212	239	316
Otros activos	530	535	689	596	728	820
Total activos corrientes	6.963	7.349	7.899	6.931	6.929	7.295
2 Fondo de comercio	4.660	4.558	4.744	4.562	4.635	4.853
Inmovilizado intangible	2.303	2.022	1.916	1.780	1.651	1.585
Inmovilizado material	1.537	1.443	1.426	2.238	2.579	2.708
Inv. contab. según el método de la participación	74	73	71	66	78	89
Activos por impuestos diferidos	535	367	401	526	539	579
Otros activos	395	341	233	239	220	189
Total activos no corrientes	9.504	8.804	8.790	9.411	9.702	10.003
Total activos	16.467	16.153	16.689	16.342	16.630	17.298
Deuda financiera	797	991	352	434	382	1.687
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	2.232	2.416	2.600	2.956	2.900	3.045
Pasivos comerciales del Grupo	364	342	286	8	22	29
1 Pasivos por contrato	-	1.670	2.840	3.171	3.386	3.585
Provisiones corrientes	603	731	762	715	949	1.026
Garantías	519	587	686	575	551	514
Contratos en pérdidas	55	109	43	83	318	384
Otras provisiones	29	35	32	58	80	129
Otros pasivos	2.896	954	1.129	1.042	1.091	1.052
Total pasivos corrientes	6.891	7.104	7.968	8.327	8.729	10.424
Deuda financiera LP	485	823	512	1.236	1.786	1.825
Obligaciones por prestaciones al personal	13	13	15	20	21	18
Provisiones LP	1.702	1.702	1.400	1.443	1.324	1.295
Garantías LP	1.415	1.438	1.267	1.280	1.124	976
Contratos en pérdidas LP	251	238	113	129	178	289
Otras provisiones LP	35	26	20	34	23	30
Pasivos por impuesto diferido	709	364	320	225	171	137
Otros pasivos	217	216	201	155	140	169
Total pasivos no corrientes	3.126	3.118	2.449	3.080	3.442	3.444
Total patrimonio neto	6.450	5.931	6.273	4.935	4.458	3.431
Total pasivo y patrimonio neto	16.467	16.153	16.689	16.342	16.630	17.298

Notas: (1) Proforma 12 meses fusión a septiembre 2017 en el informe de gestión. (2) Diferencias debidas a redondeos
Fuente: CCAA consolidadas y Presentaciones de resultados e Informes de Actividad del FY17-FY21 y 9M 2022.

1 Los activos y pasivos por contrato surgen en FY18 por la entrada en vigor de la NIIF 15, a partir de la cual se registra en balance una partida por la diferencia entre los ingresos por ventas, que se reconocen en función del grado de avance y gastos incurridos en la ejecución de proyectos, y el importe facturado, que depende de la consecución de los hitos y calendarios marcados en los contratos.

En el caso en que los ingresos reconocidos son mayores que la facturación cobrada, la diferencia se reconoce como activos por contrato, mientras que, en el caso contrario, cuando los anticipos de clientes son superiores a los ingresos reconocidos por avance de producción, se reconoce en la cuenta de pasivos por contrato. Generalmente el saldo neto ha sido negativo (pasivo neto) por la existencia de anticipos iniciales de clientes necesarios antes de iniciar los proyectos, como vía de financiación habitual.

2 El fondo de comercio fundamentalmente recoge el surgido del ejercicio de DPA registrado con motivo de la combinación de negocios por la fusión que dio lugar a la actual SGRE en FY17, manteniéndose estable en los años siguientes. En dicha combinación, si bien hubo un canje de acciones por fusión, siguiendo la NIIF 3, se consideró el negocio original de Gamesa, entidad absorbente, como el negocio adquirido, y el de Wind Holdco como el adquirente. Por ello, se contabilizó un DPA aforando el valor razonable de activos intangibles como pedidos, tecnología y cartera de clientes y algunos activos fijos, solo de Gamesa, que vienen amortizándose, y un fondo de comercio que se somete a test de deterioro anualmente.

Evolución financiera del Grupo SGRE (12 de 15)

Desde FY21 se intensifica la actividad de inversión en inmovilizado material en Francia, Reino Unido y Dinamarca

Balance de situación (cont.)

€ en millones	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022 ⁽²⁾
Caja y otros equivalentes	1.659	2.429	1.727	1.622	1.961	1.237
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.081	1.114	1.287	1.142	901	1.001
Deudores comerciales del Grupo	62	28	22	1	5	7
Activos por contrato	-	1.572	2.056	1.538	1.468	1.545
Existencias	3.455	1.499	1.864	1.820	1.627	2.369
Otros activos financieros corrientes	176	171	275	212	239	316
Otros activos	530	535	689	596	728	820
Total activos corrientes	6.963	7.349	7.899	6.931	6.929	7.295
Fondo de comercio	4.660	4.558	4.744	4.562	4.635	4.853
3 Inmovilizado intangible	2.303	2.022	1.916	1.780	1.651	1.585
4 Inmovilizado material	1.537	1.443	1.426	2.238	2.579	2.708
Inv. contab. según el método de la participación	74	73	71	66	78	89
Activos por impuestos diferidos	535	367	401	526	539	579
Otros activos	395	341	233	239	220	189
Total activos no corrientes	9.504	8.804	8.790	9.411	9.702	10.003
Total activos	16.467	16.153	16.689	16.342	16.630	17.298
Deuda financiera	797	991	352	434	382	1.687
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	2.232	2.416	2.600	2.956	2.900	3.045
Pasivos comerciales del Grupo	364	342	286	8	22	29
Pasivos por contrato	-	1.670	2.840	3.171	3.386	3.585
Provisiones corrientes	603	731	762	715	949	1.026
Garantías	519	587	686	575	551	514
Contratos en pérdidas	55	109	43	83	318	384
Otras provisiones	29	35	32	58	80	129
Otros pasivos	2.896	954	1.129	1.042	1.091	1.052
Total pasivos corrientes	6.891	7.104	7.968	8.327	8.729	10.424
Deuda financiera LP	485	823	512	1.236	1.786	1.825
Obligaciones por prestaciones al personal	13	13	15	20	21	18
Provisiones LP	1.702	1.702	1.400	1.443	1.324	1.295
Garantías LP	1.415	1.438	1.267	1.280	1.124	976
Contratos en pérdidas LP	251	238	113	129	178	289
Otras provisiones LP	35	26	20	34	23	30
Pasivos por impuesto diferido	709	364	320	225	171	137
Otros pasivos	217	216	201	155	140	169
Total pasivos no corrientes	3.126	3.118	2.449	3.080	3.442	3.444
Total patrimonio neto	6.450	5.931	6.273	4.935	4.458	3.431
Total pasivo y patrimonio neto	16.467	16.153	16.689	16.342	16.630	17.298

Notas: (1) Proforma 12 meses fusión a septiembre 2017 en el informe de gestión. (2) Diferencias debidas a redondeos
Fuente: CCAA consolidadas y Presentaciones de resultados e Informes de Actividad del FY17-FY21 y 9M 2022.

3 La disminución del inmovilizado intangible en el periodo analizado responde principalmente a la amortización de los activos resultantes de los DPAs anteriores (correspondientes a la citada fusión de FY17 y de la adquisición de Servion en 2020).

• En cambio, ello se ha compensado parcialmente por los intangibles internamente generados que surgen por la capitalización del I+D de software, nuevos modelos de aerogeneradores y la optimización del rendimiento de los componentes que siguen creciendo a un ritmo significativo.

4 El inmovilizado material se mantiene estable hasta FY20, cuando aumenta significativamente dada la entrada en vigor de la NIIF 16 sobre arrendamientos, reflejando el derecho de uso del activo. Adicionalmente, SGRE invirtió entre FY20 y FY21 en una nueva planta de producción en Francia, así como mejoras en distintas fábricas y prototipos en Dinamarca e inversiones de mantenimiento ordinarias en distintos países.

• Asimismo, las principales altas en el inmovilizado material corresponden a la nueva planta de producción en Francia, ampliaciones de la planta existente en Reino Unido, entre otros. Cabe destacar que a 9M 2022 ha habido un deterioro del inmovilizado material por c.EUR 41m.

Evolución financiera del Grupo SGRE (13 de 15)

En FY20 el endeudamiento financiero incrementa debido a la entrada en vigor de la NIIF 16 sobre arrendamientos y vuelve a aumentar significativamente en FY21 y 9M 2022 ante las fuertes pérdidas y aumento de capital circulante

Balance de situación (cont.)

€ en millones	FY17 ⁽¹⁾	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022 ⁽²⁾
5 Caja y otros equivalentes	1.659	2.429	1.727	1.622	1.961	1.237
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.081	1.114	1.287	1.142	901	1.001
Deudores comerciales del Grupo	62	28	22	1	5	7
Activos por contrato	-	1.572	2.056	1.538	1.468	1.545
Existencias	3.455	1.499	1.864	1.820	1.627	2.369
Otros activos financieros corrientes	176	171	275	212	239	316
Otros activos	530	535	669	596	728	820
Total activos corrientes	6.963	7.349	7.899	6.931	6.929	7.295
Fondo de comercio	4.660	4.558	4.744	4.562	4.635	4.853
Inmovilizado intangible	2.303	2.022	1.916	1.780	1.651	1.585
Inmovilizado material	1.537	1.443	1.426	2.238	2.579	2.708
Inv. contab. según el método de la participación	74	73	71	66	78	89
Activos por impuestos diferidos	535	367	401	526	539	579
Otros activos	395	341	233	239	220	189
Total activos no corrientes	9.504	8.804	8.790	9.411	9.702	10.003
Total activos	16.467	16.153	16.689	16.342	16.630	17.298
5 Deuda financiera	797	991	352	434	382	1.687
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	2.232	2.416	2.600	2.956	2.900	3.045
Pasivos comerciales del Grupo	364	342	286	8	22	29
Pasivos por contrato	-	1.670	2.840	3.171	3.386	3.585
6 Provisiones corrientes	603	731	762	715	949	1.026
Garantías	519	587	686	575	551	514
Contratos en pérdidas	55	109	43	83	318	384
Otras provisiones	29	35	32	58	80	129
Otros pasivos	2.896	954	1.129	1.042	1.091	1.052
Total pasivos corrientes	6.891	7.104	7.968	8.327	8.729	10.424
5 Deuda financiera LP	485	823	512	1.236	1.786	1.825
Obligaciones por prestaciones al personal	13	13	15	20	21	18
Provisiones LP	1.702	1.702	1.400	1.443	1.324	1.295
Garantías LP	1.415	1.438	1.267	1.280	1.124	976
Contratos en pérdidas LP	251	238	113	129	178	289
Otras provisiones LP	35	26	20	34	23	30
Pasivos por impuesto diferido	709	364	320	225	171	137
Otros pasivos	217	216	201	155	140	169
Total pasivos no corrientes	3.126	3.118	2.449	3.080	3.442	3.444
Total patrimonio neto	6.450	5.931	6.273	4.935	4.458	3.431
Total pasivo y patrimonio neto	16.467	16.153	16.689	16.342	16.630	17.298

Notas: (1) Proforma 12 meses fusión a septiembre 2017 en el informe de gestión. (2) Diferencias debidas a redondeos

Fuente: CCAA consolidadas y Presentaciones de resultados e Informes de Actividad del FY17-FY21 y 9M 2022.

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

25 octubre 2022

31

5 En cuanto a la deuda financiera (deudas con entidades de crédito), se refiere entre otros, al contrato *revolving* de línea de crédito en múltiples divisas y del préstamo firmado el 30 de mayo de 2018, todo ello por importe total de EUR 4.450m, de los cuales ha dispuesto EUR 2.651m a 30 de junio de 2022. La deuda se ha refinanciado el 27 de julio de 2022, extendiendo 1 año los pagos, y sin cambios en las condiciones financieras. Asimismo, el Grupo ha firmado desde FY20 diferentes préstamos por un total de EUR 590m, que se encuentran totalmente dispuestos.

• El principal motivo del aumento en el endeudamiento financiero no corriente en FY20 se debe a la entrada en vigor de la NIIF 16, a partir de la cual se reconoce un pasivo por la obligación de los pagos por arrendamiento. En 9M 2022, el endeudamiento neto (deuda menos caja) aumenta extraordinariamente por las fuertes pérdidas y aumento de capital circulante.

6 El incremento de las provisiones corrientes en FY21 se debe principalmente a las pérdidas previstas (contratos onerosos o en pérdidas) por retrasos y extra-costes en la ejecución de determinados proyectos, principalmente relacionados con el desarrollo de la plataforma SG 5.X. Esta tendencia se agrava en 9M 2022 debido, principalmente a los problemas de retraso en la ejecución y entrega de los proyectos y subida del coste de las materias primas.

Evolución financiera del Grupo SGRE (14 de 15)

El capital circulante es negativo por naturaleza en esta industria (en parte por el saldo de pasivos netos por contrato), que ha ido disminuyendo al valor más negativo en FY21

Capital Circulante

€ en millones	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
Existencias	3.455	1.499	1.864	1.820	1.627	2.369
Deudores comerciales y cuentas a cobrar	1.081	1.114	1.287	1.142	901	1.001
Deudores comerciales del Grupo	62	28	22	1	5	7
Activos por contrato	-	1.572	2.056	1.538	1.468	1.545
Otros activos operativos ⁽¹⁾	341	362	461	398	520	612
Activo por impuesto corriente ⁽¹⁾	188	173	207	198	208	208
Acreedores comerciales y cuentas a pagar	(2.232)	(2.416)	(2.600)	(2.956)	(2.900)	(3.045)
Pasivos comerciales del Grupo	(364)	(342)	(286)	(8)	(22)	(29)
Pasivos por contrato	-	(1.670)	(2.840)	(3.171)	(3.386)	(3.585)
Provisiones por garantía ⁽²⁾	(1.934)	(2.025)	(1.952)	(1.855)	(1.675)	(1.489)
Otros pasivos operativos ⁽³⁾	(2.661)	(715)	(829)	(764)	(736)	(663)
Pasivo por impuesto corriente ⁽³⁾	(155)	(167)	(201)	(180)	(201)	(186)
Capital Circulante	(2.217)	(2.585)	(2.810)	(3.838)	(4.190)	(3.255)
KPIs						
PMRE (días sobre costes de venta)	n.a.	69	76	73	62	88
PMP (días sobre costes de venta)	n.a.	128	117	119	111	113
PMC (días sobre ventas)	n.a.	46	47	44	32	39
Provisiones por garantía (días sobre ventas)	n.a.	81	70	72	60	58
Capital circulante / ventas (excl. Provisiones e impuestos) %	(3%)	(6%)	(8%)	(21%)	(25%)	(19%)
Capital circulante / ventas %	(20%)	(28%)	(27%)	(40%)	(41%)	(35%)

Notas: (1) Dentro del epígrafe "Otros activos corrientes"; (2) Hace referencia a las provisiones para garantías que se incluyen dentro del epígrafe "Provisiones corrientes" y "Provisiones no corrientes"; (3) Dentro del epígrafe "Otros pasivos corrientes" y "Otros pasivos"; y (4) Los KPIs a 9M 2022 han sido calculados sobre las ventas y costes de venta LTM Jun22.

Fuente: CCAA consolidadas y Presentaciones de resultados e Informes de Actividad del FY17-FY21 y 9M 2022.

- El Capital Circulante ha ido aumentando su saldo negativo a lo largo de los años desde FY17 hasta FY21, y más considerablemente en FY20 debido a la situación de excepcionalidad por la Covid-19, principalmente por la variación de los activos y pasivos por contratos y la disminución del saldo de Deudores comerciales. Sin embargo, los efectos de las disrupciones en la cadena de suministros y los inventarios de seguridad adoptados para mitigar dicho impacto han supuesto un aumento en los inventarios y disminución del saldo negativo del capital circulante durante el 9M 2022.
- El periodo medio de rotación de existencias (PMRE) ha fluctuado ligeramente en el periodo FY18-FY21, con un promedio en torno a 70 días y ha incrementado a 88 días a 9M 2022, debido al incremento de stocks de seguridad y retrasos en la construcción de los aerogeneradores. El periodo medio de cobro (PMC) se ha mantenido estable en torno a los 40 días a lo largo del periodo analizado, reduciéndose en FY21 (c.32 días). El periodo medio de pago (PMP) del Grupo ha ido disminuyendo hasta 111 en FY21, rondando los 119 días en promedio.
- Adicionalmente, el periodo medio de las provisiones por garantía ha ido disminuyendo, hasta una ratio de c. 60 días en el FY21, niveles que se han mantenido a 9M 2022, y que la Dirección considera, recurrentes y adecuados a futuro.

Evolución financiera del Grupo SGRE (15 de 15)

La posición financiera neta (sin deudas por arrendamientos NIIF16) se ha mantenido positiva desde FY17 excepto en el 9M 2022 que se invierte extraordinariamente a negativa

Posición Financiera Neta

€ en millones	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022
Caja y otros equivalentes	1.659	2.429	1.727	1.622	1.961	1.237
Otros activos financieros CP	176	171	275	212	239	316
Otros activos financieros LP	286	240	143	235	212	179
Total deuda financiera	1.282	1.814	864	1.060	1.338	2.646
Otros pasivos financieros CP	96	104	130	127	180	246
Otros pasivos financieros LP	201	185	170	126	113	126
Posición Financiera Neta	542	738	981	756	780	(1.286)

Fuente: CCAA consolidadas y Presentaciones de resultados e Informes de Actividad del FY17-FY21 y 9M 2022.

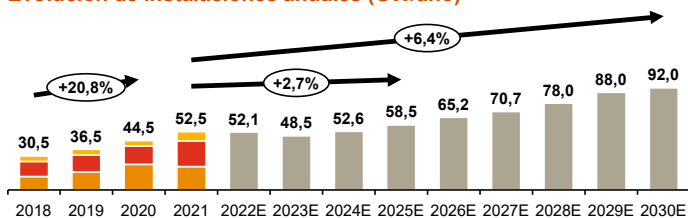
- Desde FY18, la Posición Financiera Neta ("PFN") se ha mantenido positiva y estable a lo largo de los años. No obstante, durante el 9M 2022, la PFN se ha visto afectada por el consumo de caja. A 30 de junio de 2022, la Compañía cuenta con acceso a EUR 4.450m en líneas de financiación autorizadas, de las cuales se han dispuesto EUR 2.651m, y con una liquidez total disponible de EUR 3.036m teniendo en cuenta la posición de caja en balance a cierre de 9M 2022.

Perspectivas de mercado

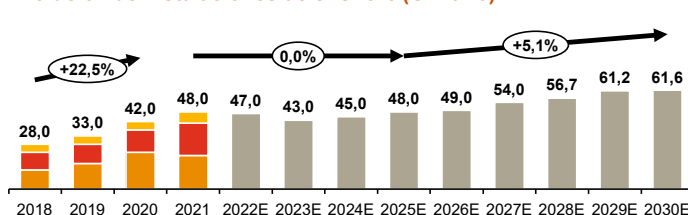
Evolución de la industria (excl. China) (1 de 2)

La industria de fabricación de WTG onshore está más consolidada que la de offshore, que se encuentra en fase de desarrollo y presenta una curva de crecimiento superior. Las estimaciones disponibles realizadas por Wood Mackenzie reflejan una oportunidad de crecimiento relevante hasta el 2030 ante el papel que la eólica puede jugar en la descarbonización (Net Zero) y transición energética mundial

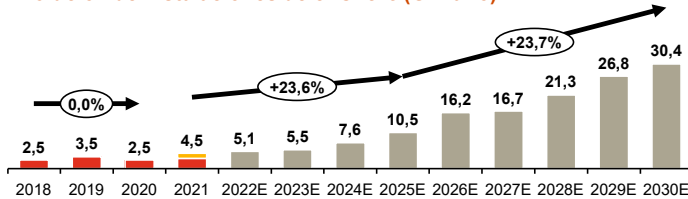
Evolución de instalaciones anuales (GW/año)



Evolución de instalaciones de onshore (GW/año)



Evolución de instalaciones de offshore (GW/año)



■ Americas ■ EMEA ■ APAC ex. China ■ Total ○ TACC

Fuente: Wood Mackenzie 2022, Plan de Negocio, informes de analistas e informes de actividad de SGRE
Notas: Todos los datos de mercado global incluidos en este Informe son excluyendo el mercado chino

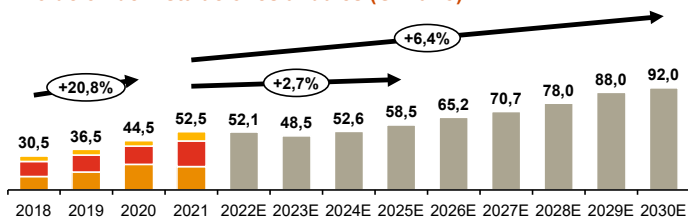
Industria de aerogeneradores

- La industria de aerogeneradores se segmenta entre la tecnología *onshore* y *offshore*. Mientras que la tecnología *onshore* está más consolidada y madura, la tecnología *offshore* se encuentra en una fase de desarrollo y, por tanto, tiene un mayor crecimiento y evolución tecnológica.
- El crecimiento histórico reciente del total de GW instalados a nivel mundial excluyendo China (ver página 45 sobre las particularidades de este mercado) ($TACC_{2018-2020}$ 20,8%), se explica principalmente por el crecimiento del mercado americano durante el año 2020, impulsado por los incentivos fiscales *Renewable Energy Production Tax Credits* ("PTC") y *Business Energy Investment Tax Credit* ("ITC") en Estados Unidos, lo que ha incrementado significativamente los GW instalados en la región de Americas ($TACC_{2018-2020}$ 38,4%).
- De acuerdo al análisis realizado por Wood Mackenzie, en el corto y medio plazo (2021-2025E), para el segmento *onshore* se espera un estancamiento del crecimiento de los GW instalados como consecuencia, entre otros motivos, de la maduración de la curva de esta tecnología y la incertidumbre geopolítica y económica.
- Sin embargo, en *onshore* se espera que el crecimiento repunte de forma relevante en el largo plazo con una $TACC_{2025E-2030E}$ de 5,1% fundamentalmente por la aparición de turbinas y palas de mayor tamaño que permitan optimizar las inversiones realizadas por los productores de energía en esta tecnología.

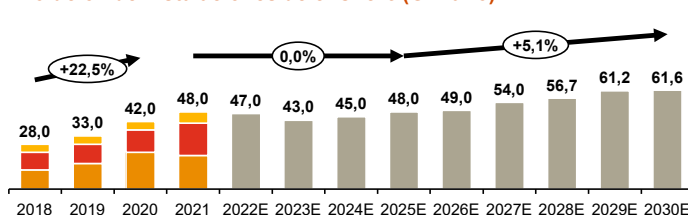
Evolución de la industria (excl. China) (2 de 2)

La industria de fabricación de WTG onshore está más consolidada que la de offshore, que se encuentra en fase de desarrollo y presenta una curva de crecimiento superior. Las estimaciones disponibles realizadas por Wood Mackenzie reflejan una oportunidad de crecimiento relevante hasta el 2030 ante el papel que la eólica puede jugar en la descarbonización (Net Zero) y transición energética mundial

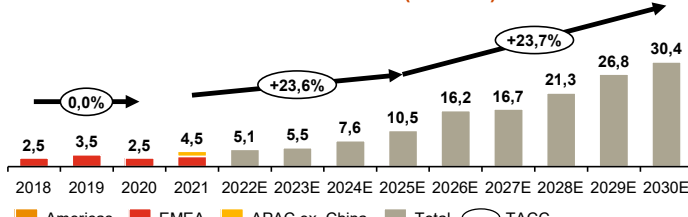
Evolución de instalaciones anuales (GW/año)



Evolución de instalaciones de onshore (GW/año)



Evolución de instalaciones de offshore (GW/año)



■ Americas ■ EMEA ■ APAC ex. China ■ Total ○ TACC

Fuente: Wood Mackenzie 2022, informes de analistas e informes de actividad de SGRE

Notas: Todos los datos de mercado global incluidos en este Informe son excluyendo el mercado chino

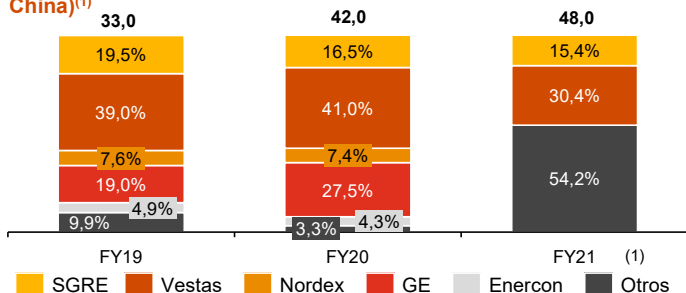
Industria de aerogeneradores (cont.)

- Por otro lado, en el segmento *offshore* se espera un crecimiento elevado tanto en la primera como segunda mitad de la década (TACC_{2021-2025E} de 23,6% y TACC_{2025E-2030E} de 23,7%) fundamentalmente por: (i) la entrada del mercado americano en la industria *offshore*; (ii) el desarrollo de la curva tecnológica con turbinas que cada vez cuentan con más capacidad de MW; (iii) la eficiencia en la estructura de costes; (iv) el aumento de la inversión privada; y (v) un marco regulatorio e incentivos fiscales más claros que promuevan la inversión en esta tecnología.
- El crecimiento esperado del tamaño de mercado se sigue basando en el aumento del tamaño de turbinas y palas (más MW por turbina y diámetro) para seguir mejorando (reduciendo) el coste nivelado de la energía eólica ("LCoE" por sus siglas en inglés de *Levelized Cost of Energy*) de ambas tecnologías (*onshore* y *offshore*). El LCoE mide el valor del coste total de construir y operar una instalación generadora de energía eléctrica a lo largo de toda su vida útil dividido entre la producción o rendimiento energético que puede conseguir y permite comparar las diferentes tecnologías de generación entre sí.
- Las expectativas de crecimiento de los MW instalados vienen impulsadas por los objetivos de descarbonización "Net Zero 2050" considerados en los planes más recientes de los países. Por ejemplo, los planes del gobierno de Reino Unido de alcanzar el objetivo de 50GW de *offshore* instalados en 2030 o los planes de Estados Unidos de alargar los incentivos fiscales a las renovables dentro de la iniciativa *Inflation Reduction Act* de fecha 16 de agosto de 2022, el objetivo de la UE para que la energía renovable represente el 45% en 2030 (*REPower EU Plan*) o el *Easter Package* de Alemania con el objetivo de alcanzar 110G instalados en *onshore* y 30GW en *offshore* para el 2030.

Entorno competitivo - Cuotas de mercado (1 de 2)

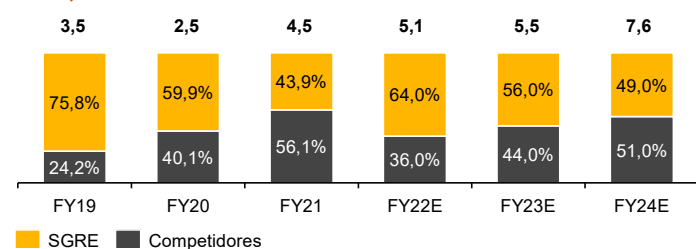
El mercado de fabricación de aerogeneradores se encuentra concentrado en tres fabricantes internacionales con *onshore* liderado por Vestas y *offshore* por SGRE. El entorno es muy competitivo y con amenaza de fabricantes chinos como entrantes

Evolución de la cuota de mercado de *onshore* (% GW/año) (excl. China)⁽¹⁾



(1) En FY21 están incluidos Nordex, GE y Enercon dentro de Otros

Evolución de la cuota de mercado de *offshore* (% GW/año) (excl. China)



Notas: Los datos de SGRE son los presentados o estimados a septiembre mientras que el resto de cierres son a diciembre

Fuente: Informes de analistas, Wood Mackenzie, Bloomberg *New Energy Finance Outlook* de diciembre 2021 (BNEF 2021), *Renewable Energy Statistics 2021* del *International Renewable Energy Agency* (IRENA 2021) y cuentas anuales de SGRE, Vestas y Nordex y análisis PwC

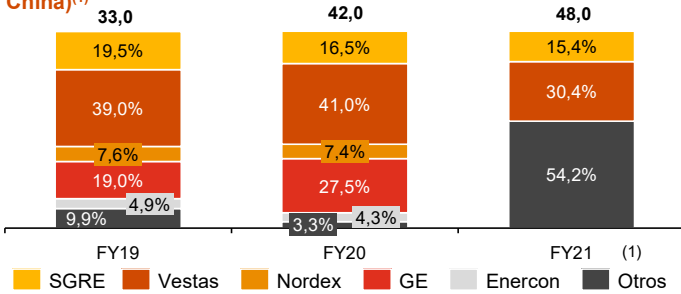
Evolución de la cuota de mercado (excl. China)

- El mercado de aerogeneradores *onshore* está dominado por 3 fabricantes (Vestas, SGRE y General Electric ("GE")), consecuencia de la consolidación que este mercado ha ido experimentando a lo largo de los años. Adicionalmente existen otros fabricantes de menor tamaño como Nordex y Enercon, así como otros fabricantes regionales centrados principalmente en sus mercados locales.
- Vestas (como dominante), SGRE y GE se han repartido la mayor parte de los GW instalados de *onshore* durante los últimos años. El incremento de la cuota de mercado de GE en el FY20 se debe al crecimiento del mercado estadounidense mencionado anteriormente, geografía en la que es el líder. SGRE ha perdido cuota en FY20 y FY21 respecto a FY19 y así también Vestas en FY21.
- Si bien los competidores chinos se habían mantenido enfocados principalmente en su mercado doméstico, en el 2022 han ganado subastas importantes fuera de su país, lo que junto con sus precios más reducidos y su cada vez mayor competitividad tecnológica, ponen en relieve el riesgo de que ganen más presencia fuera de su mercado y amenacen la posición actual de los fabricantes internacionales.
- En comparación con el segmento *onshore*, de momento en *offshore* hay un menor número de fabricantes debido a su estado de menor madurez y la existencia de barreras de entrada altas relacionadas con la evolución tecnológica. Actualmente, SGRE es el líder destacado, ya que ha demostrado una mayor evolución tecnológica acumulando en los últimos años más de la mitad de la cuota de mercado, aunque fluctúe en función de si se han ganado proyectos muy relevantes en comparación al aún reducido tamaño total del mercado.

Entorno competitivo - Cuotas de mercado (2 de 2)

El mercado de fabricación de aerogeneradores se encuentra concentrado en tres fabricantes internacionales con onshore liderado por Vestas y offshore por SGRE. El entorno es muy competitivo y con amenaza de fabricantes chinos como entrantes

Evolución de la cuota de mercado de onshore (% GW/año) (excl. China)⁽¹⁾

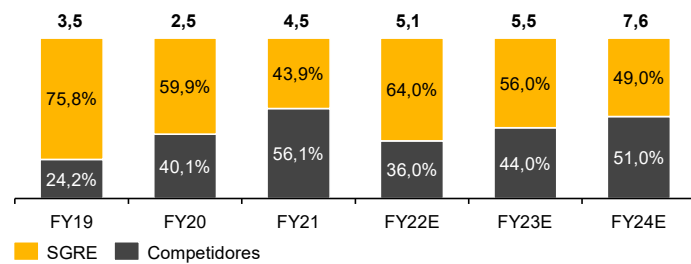


(1) En FY21 está incluidos Nordex, GE y Enercon dentro de Otros

Evolución de la cuota de mercado (excl. China) (cont.)

- El dominio de SGRE en el segmento *offshore* en términos de cuota de mercado seguirá en el medio plazo, ya que, debido a los plazos necesarios para la fabricación de las turbinas *offshore*, una gran parte de los proyectos que se prevén instalar hasta el FY25 aproximadamente ya han sido firmados y forman parte de la cartera efectiva de proyectos de SGRE.
- No obstante, Vestas, GE y Mingyang ya cuentan con prototipos de turbinas de gran tamaño 14-16 MW como los desarrollados por SGRE que estarán listos para competir en subastas a partir del 2024 (Ver Anexo 5 "Detalle de estimaciones macroeconómicas y del sector").

Evolución de la cuota de mercado de offshore (% GW/año) (excl. China)



Notas: Los datos de SGRE son los presentados a septiembre mientras que el resto de cierres son a diciembre

Fuente: Informes de analistas, Wood Mackenzie, BNEF 2021, IRENA y cuentas anuales de SGRE, Vestas y Nordex y análisis PwC

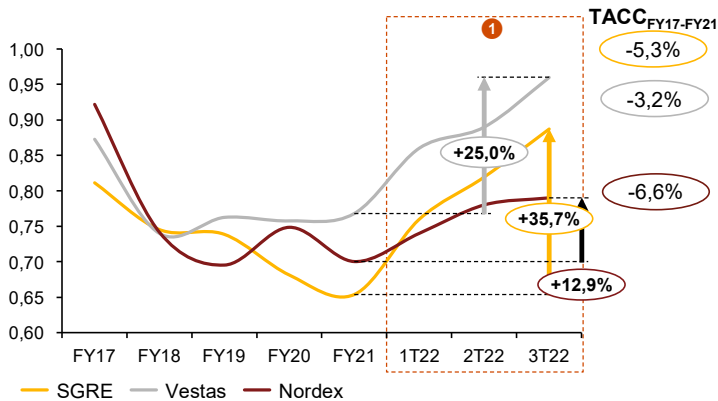
Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

Entorno competitivo - Precios de venta (1 de 6)

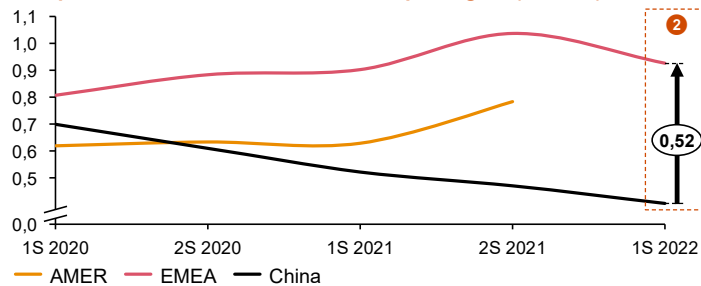
El precio de los aerogeneradores onshore y offshore ha ido decreciendo a largo plazo debido a la continua maduración de la curva tecnológica y mayor presión por parte de los clientes. Coyunturalmente desde finales de 2021, se observa un incremento eventual como medida de repercusión de la fuerte subida de materias primas y transporte ocasionados tras el Covid-19

Evolución del precio medio de venta (ASP) onshore (€/MW)



Fuente: Cuentas anuales y resultados trimestrales de SGRE, Vestas y Nordex y análisis PwC

Comparativa reciente del ASP onshore por región (\$/MW)



Fuente: BNEF 1H2022 y análisis PwC

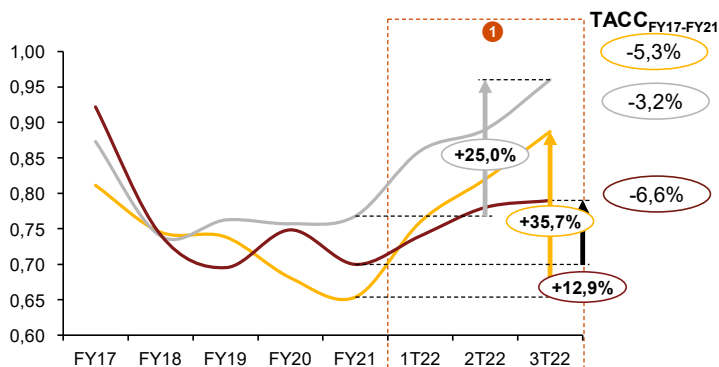
Tendencia de los precios de aerogeneradores

- La consolidación del segmento *onshore*, unido a la maduración de la curva tecnológica, ha provocado una presión continua en los precios nominales unitarios por MW de los aerogeneradores. Esta tendencia se aprecia en la evolución a la baja del ASP de algunos de los principales fabricantes de *onshore* en los últimos años (TACC_{FY17-FY21} entre -3% y -7%). Como mostramos en páginas siguientes, esta tendencia viene dándose desde hace más de una década.
- Esta tendencia de caída de precios se ha visto alterada eventualmente en FY22 debido al fuerte incremento en los precios de las materias primas y del transporte (ver Anexo 5 "Detalle de estimaciones macroeconómicas y del sector") ante el cual los principales fabricantes internacionales (como SGRE y Vestas) están tomando medidas desde finales de 2021 para intentar repercutirlos en los precios de venta. En el gráfico superior se observa que la subida de precio unitario de SGRE ha sido superior a la de Vestas y Nordex.
- Sin embargo, esta tendencia de subida de precios no se ha dado en China donde han seguido bajando, lo que ha originado que la diferencia entre su ASP y el resto de regiones aumente, situándose en 0,52 \$/MW en la primera mitad de 2022, aumentando así su amenaza como competidores en los mercados internacionales fuera de China.

Entorno competitivo - Precios de venta (2 de 6)

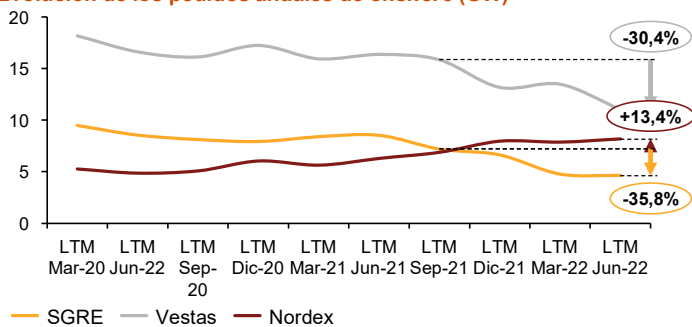
El traslado en precios de venta del incremento extraordinario en los costes en 2022 ha hecho que los promotores eólicos (clientes) demoren su toma de decisiones de compra como refleja la reducción en la entrada de pedidos para varios fabricantes

Evolución del precio medio de venta (ASP) onshore (€/MW)



Fuente: Cuentas anuales y resultados trimestrales de SGRE, Vestas y Nordex y análisis PwC

Evolución de los pedidos anuales de onshore (GW)



Fuente: Cuentas anuales y resultados trimestrales de SGRE, Vestas y Nordex y análisis PwC

Tendencia de los precios de aerogeneradores

- Observamos que esta subida en los ASP durante el 2022 principalmente ha venido acompañada de una fuerte reducción en la entrada de pedidos. Este indicador de demanda sensible al precio se explica porque los promotores e inversores de parques eólicos, (los clientes compradores de WTG), ante la subida de precios de su Capex, tardan más o demora su decisión de compra o buscan el precio óptimo.
- El incremento de los tipos de interés que se viene produciendo en el 2022 está endureciendo las condiciones de financiación y presionando los retornos sobre la inversión de los clientes, lo que representa un factor reciente adicional que incrementa el riesgo de presión sobre los precios de su inversión (los aerogeneradores).
- En *offshore*, el ASP no es una métrica reportada públicamente por SGRE u otros competidores y, además, tiene una alta volatilidad debido a la variabilidad del alcance de los proyectos en el precio de venta en un determinado periodo (nivel de prestaciones, componentes del pedido y tamaño de turbinas).
- Fuentes del sector (IRENA y BNEF), también indican una caída histórica y proyectada para *offshore* (ver página siguiente), para hacer más competitiva esta tecnología frente a *onshore* y otras energías, siguiendo su estela.

Entorno competitivo - Precios de venta (3 de 6)

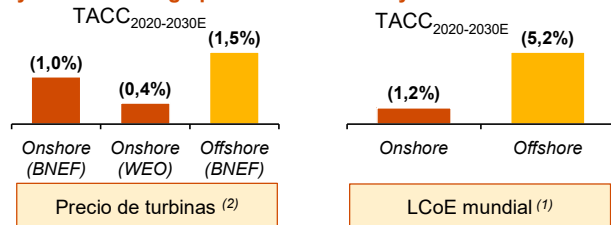
Las fuentes del sector (Fitch, IHS, Global Data y HSBC) estiman que los costes principales se vuelvan a normalizar a la baja a partir del 2023 y así los precios de venta vuelvan a la tendencia de decrecimiento en el medio y largo plazo debido a la presión por reducir costes de los promotores e inversores de parques eólicos (seguir bajando el LCoE inherente al crecimiento del tamaño del mercado)

Evolución del LCoE nominal de energía eólica mundial (\$/MWh)



Fuente: IRENA

Proyecciones a largo plazo del LCoE real y EUR/MW



Notas: (1) La TACC considerada en LCoE para onshore y offshore considera el promedio de las TACCs por regiones; (2) La TACC considera la evolución esperada estimada por BNEF de los precios en términos reales de capex de onshore y offshore de nueva construcción.

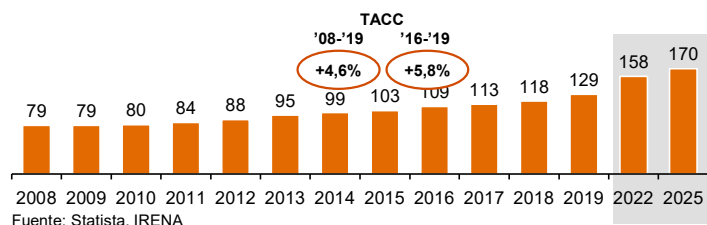
Fuente: Bloomberg, Agencia Internacional de Energía ("IEA") (2021), *World Energy Outlook 2021 report* (WEO 2021), BNEF, informes de analistas y análisis PwC

- La caída sostenida de los precios medios de venta histórica (previa al 2022) se ha visto reflejada en el informe "Renewable Energy Statistics 2021 del *International Renewable Energy Agency*" (IRENA 2021) en la evolución que el LCoE ha experimentado como consecuencia de una mayor presión en los precios de las subastas y de acuerdos de compra de energía ("PPA" por las siglas en inglés de *Power Purchase Agreement*), ya que estos factores impulsan a la baja el coste de la inversión en construcción y la O&M para los promotores/inversores de los proyectos eólicos (clientes).
- Parte de esta disminución del LCoE ha sido posible gracias a que en las últimas décadas los avances tecnológicos (por ejemplo, la reducción del peso de las palas al utilizar nuevos materiales como la fibra de carbono en vez de la fibra de vidrio) han permitido aumentar el tamaño de los aerogeneradores, lo que ha facilitado una reducción de costes gracias al aumento del rendimiento energético (aumento del denominador de la métrica).
- Las proyecciones disponibles de fuentes de WEO y BNEF de la industria de LCoE tanto de *onshore* como *offshore* consideran que las bajadas continuarán en el largo plazo debido, entre otros factores, (i) a la competencia con otras fuentes alternativas de generación de energía (por ejemplo: fotovoltaica), (ii) la necesidad de reducir el diferencial en el ASP de *onshore* con los competidores chinos y (iii) a la continua evolución tecnológica para fabricar turbinas con mayor capacidad de generación lo cual incide en la bajada del ASP. En el caso de *onshore*, el LCoE caerá en menor medida que el histórico, producto de su mayor madurez de la tecnología. Sin embargo, en el caso de *offshore* será mayor el ritmo de caída del LCoE dado que se encuentra en una fase más temprana de desarrollo. La explosión esperada de este mercado se estima que vaya de la mano de avances tecnológicos, cuyo desarrollo y gasto es soportado por los productores de aerogeneradores, que permitan a los promotores/inversores adquirir turbinas de mayor capacidad, pero en menor número consiguiendo así eficiencias de costes.

Entorno competitivo - Precios de venta (4 de 6)

El tamaño de las turbinas onshore viene aumentando desde hace años y se espera que lo siga haciendo a largo plazo. Los precios nominales han bajado desde hace años guardando una fuerte relación con dicho factor, lo que indica en nuestra opinión la posibilidad de que retomen esta tendencia de decrecimiento futuro en el largo plazo

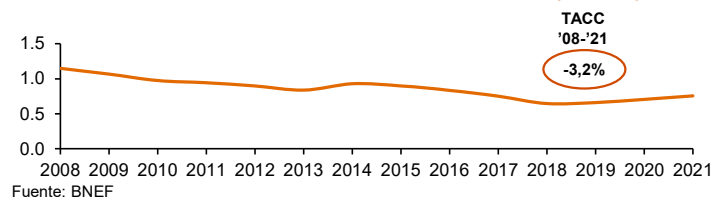
Evolución del diámetro del rotor de aerogeneradores onshore (metros)



- Como se observa en el primer gráfico, las innovaciones y las mejoras tecnológicas hacia turbinas de mayor capacidad (más MW por turbina), así como rotores de mayor diámetro se han producido de manera continuada en los últimos años (CAGR₂₀₀₈₋₂₀₁₉ 4,6% y CAGR₂₀₁₆₋₂₀₁₉ 5,8%) y se espera que esta tendencia siga por lo menos hasta el año 2025, según Statista GmbH.

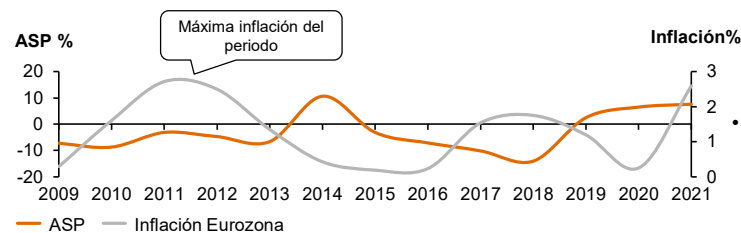
- Esta misma tendencia a futuro la recoge IRENA en su informe "Future of Wind 2019", donde espera un aumento continuado del tamaño de las turbinas onshore, pasando de un tamaño promedio de 2,6MW en 2018 a 4-5MW en 2025.

Evolución del ASP de onshore en términos nominales (€/MW)



- Como indicamos anteriormente, estas expectativas de aumento del tamaño de los aerogeneradores son uno de los principales factores impulsores de la evolución del volumen de instalaciones en MW proyectada a futuro según Wood Mackenzie. Para alcanzar esos niveles de volumen de MW total del mercado, una de las principales palancas es precisamente el aumento de MW por aerogenerador instalado.

Variación (%) del ASP en términos nominales e inflación



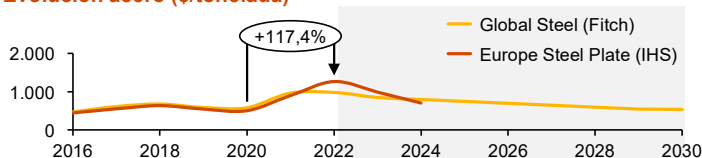
- Asimismo, durante el mismo periodo histórico analizado, el ASP (en términos nominales) ha venido disminuyendo de manera constante (CAGR₂₀₀₈₋₂₀₂₁ -3,2%) con un aumento del precio en términos absolutos de las turbinas, pero de mayor tamaño en MW, permitiendo así una reducción unitaria del precio por MW (la consecuente reducción de LCoE comentada anteriormente).

- En la última década hasta la llegada del Covid-19 (a excepción del año 2014), el ASP en términos nominales ha decrecido incluso con la inflación positiva en entornos normales. Como hemos comentado, esta caída en los ASP se ha visto eventualmente alterada entre 2021 y 2022 por la inflación de costes extraordinaria post-Covid-19 citada antes.

Entorno competitivo - Precios de venta (5 de 6)

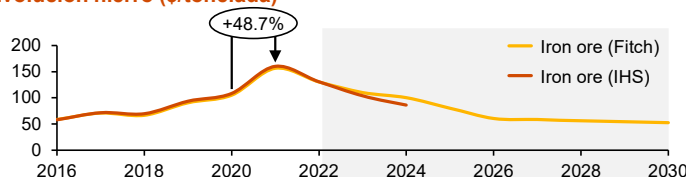
La subida de los precios de las materias primas y transporte han alcanzado su pico en la primera mitad de 2022 y han empezado a corregirse en los últimos meses. Las fuentes analizadas (Fitch, IHS, Global Data y HSBC) esperan que para el año 2023-2024, la mayoría de componentes se encuentren en niveles previos de 2020, lo que permitirá recuperar la normalización hacia la tendencia histórica de caídas del ASPs en términos nominales

Evolución acero (\$/tonelada)



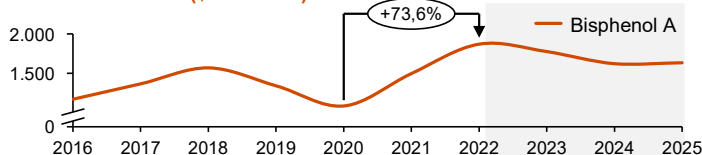
- El fuerte aumento de precios de materias primas (incrementos promedio superiores al 50% y en transporte (de más del 200%) entre 2021 y 2022 ha incrementado la presión en los márgenes de los fabricantes de turbinas haciéndolos incluso negativos. En este sentido se pronuncia BNEF tanto en su artículo "Cost of New Renewables Temporarily Rises as Inflation Starts to Bite" de junio de 2022 como en su informe "1H 2022 LCOE Update" de junio de 2022 donde menciona el efecto temporal de la repercusión de dicha subida del ASP como consecuencia de todo ello.

Evolución hierro (\$/tonelada)



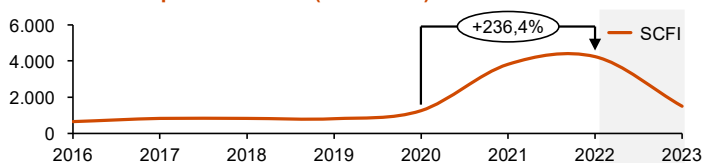
- Como hemos visto en páginas anteriores, los principales fabricantes occidentales han aumentando sus ASP entre un 15%-35%, una subida inferior al aumento de precios de materias primas y transporte que han sufrido. En este sentido, hemos analizado que SGRE, en este escenario excepcional de subidas de precios, ha sido capaz de traspasar en promedio a sus clientes de WTG en el FY22 el c. 50% del impacto de la subida de costes que ha sufrido.

Evolución resinas (\$/tonelada)



- Observamos que los precios de las materias primas alcanzaron su pico en la primera mitad de 2022. Desde entonces, los precios han ido disminuyendo en los últimos meses, viéndose así cómo se van relajando las tensiones habidas, debido a la disrupción entre la oferta y la demanda causadas por el Covid-19 y la guerra de Ucrania y el reciente inicio de disminución de la demanda esperada (Ver Anexo 5 "Detalle de estimaciones macroeconómicas y del sector").

Evolución transporte marítimo (SCF index)



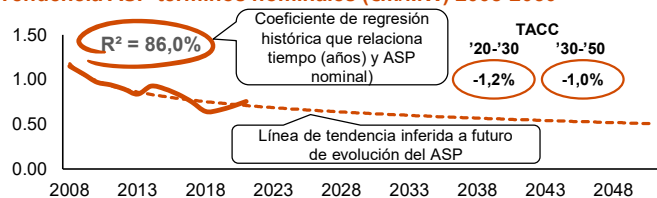
- En base a las fuentes de mercado analizadas (Fitch, IHS, Global Data y HSBC) sobre la evolución de los precios de materias primas y transporte, se espera que para el año 2023-2024 se vuelva, en la mayoría de los casos, a los precios existentes en 2020, previos a la fuerte subida que ha ocasionado la subida excepcional de los ASP. La relajación de estos costes puede permitir que los ASP se normalicen a la baja y luego continúen con su tendencia de caída gradual tecnológica.

Fuente: Fitch (Julio 2022), IHS (Julio 2022), Global Data (Julio 2022) y HSBC (Enero 2022)

Entorno competitivo - Precios de venta (6 de 6)

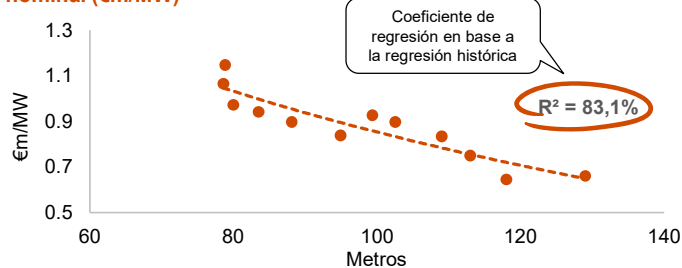
Las fuentes de mercado analizadas (Statista e IRENA) y nuestros análisis estadísticos indican que, una vez superado el efecto de subidas de ASP temporal, a partir del 2023 continúe la tendencia a largo plazo de caída gradual por la evolución tecnológica

Tendencia ASP términos nominales (€/MW) 2008-2050



Fuente: BNEF y análisis PwC

Relación entre el tamaño del rotor de turbina (metros) y el ASP nominal (€/MW)



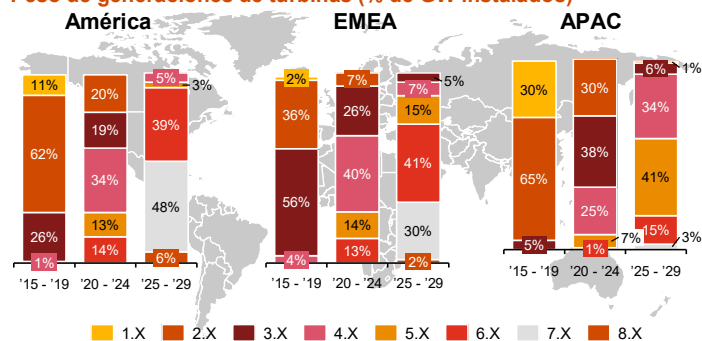
Fuente: Statista, IRENA y análisis PwC

- BNEF, en su informe "1H 2022 LCOE Update", considera que tras las subidas de ASP que está teniendo lugar en 2022, el mercado de *onshore* continúe la tendencia histórica de caída del LCoE y, por tanto, del ASP. Esta tendencia de caída del LCoE de *onshore* también la recogen las fuentes WEO (informe *World Energy Outlook 2021*) y WILEY, que en la publicación "*Expert perspectives on the wind of the future*" (mayo 2022) proyecta una caída del LCoE hasta el año 2050. En la misma línea se pronuncian analistas como Goldman Sachs, Santander y JB Capital en sus informes sobre SGRE, donde consideran que el ASP de *onshore* en términos nominales (y también el ingreso medio de *offshore*) continúen esta tendencia bajista a futuro (incluso hasta 2050) con tasas de caída anuales (en términos nominales) desde el año 2023 del -2% para *onshore* y entre el -3% y -4% para *offshore*. Así mismo, no observamos fuentes especializadas ni analistas que proyecten subidas futuras de ASP en términos nominales.
- El análisis estadístico (regresión) de tendencia de evolución del ASP en términos nominales que se observa en el primer gráfico, indica caídas futuras a un $CAGR_{2020-2030}$ -1,2% y que esta tendencia continúe, por lo menos, hasta el año 2050 a un $CAGR_{2030-2050}$ -1,0%.
- Como hemos comentado anteriormente, esta tendencia de caída a futuro viene de la mano del aumento de tamaño de las turbinas. Se observa una fuerte correlación entre el tamaño de las turbinas y el ASP nominal por MW (ver gráfico). Por tanto, consideramos que, siguiendo dicha correlación, la continuación de esta tendencia esperada de aumento del tamaño de las turbinas (ver página 42), conllevará una reducción del ASP en términos nominales.

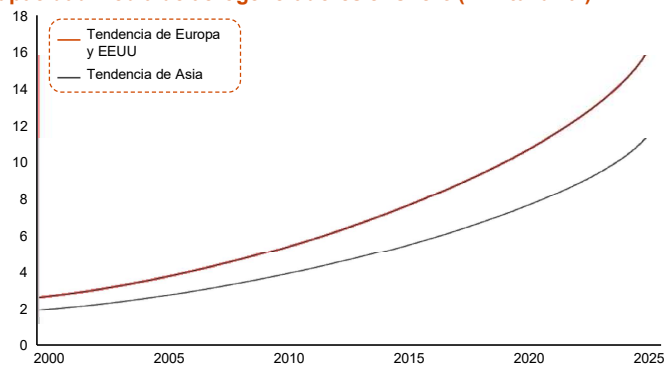
Otras tendencias

El mercado está evolucionando hacia aerogeneradores con una mayor capacidad media (tamaño) en onshore y offshore para bajar el LCoE

Peso de generaciones de turbinas (% de GW instalados)



Capacidad media de aerogeneradores offshore (MW/turbina)



Fuente: Wood Mackenzie y *Offshore Wind Market Report, 2021 Edition*

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

25 octubre 2022

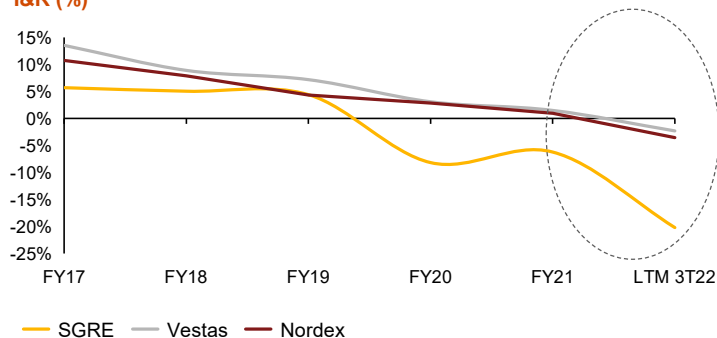
45

- La tendencia de aumento de tamaño medio de los aerogeneradores, se percibe en todas las geografías (América, EMEA y APAC). Si bien mientras que, en América y especialmente EMEA, entre los años 2015 y 2019, se instalaron aerogeneradores pertenecientes al grupo 2.X y 3.X, en APAC los modelos de la generación 1.X tuvieron un peso relevante (30%). Estas diferencias en el tamaño de los aerogeneradores instalados en América y EMEA en comparación con APAC se espera que se mantengan e incluso aumenten en el medio y largo plazo.
- Estas diferencias se deben principalmente a que la tecnología de los fabricantes internacionales como Vestas o SGRE es superior a la de los fabricantes chinos, que copan la práctica totalidad de su mercado local (el cual representa una porción muy relevante del mercado APAC).
- Del mismo modo, los prototipos asiáticos de aerogeneradores *offshore* presentan una capacidad de entre el 20% y el 25% inferior a la de los fabricantes europeos y de Estados Unidos, lo que supone un *gap* tecnológico de aproximadamente 4 años, que se espera se mantenga al menos en el medio plazo.
- No obstante, los fabricantes chinos dominan su mercado local con dinámicas competitivas diferentes a EMEA y América, y fabricantes internacionales como Vestas o SGRE no han conseguido penetrar significativamente, lo que les ha llevado a centrarse en el resto de sus mercados. Por ello, las estimaciones de mercado se muestran sin los crecimientos esperados en el mercado chino. No obstante, el diferencial con el menor ASP de fabricantes chinos se ha amplificado e incrementa la amenaza competitiva en las otras regiones.
- Las estimaciones de continuación de la reducción del LCoE a largo plazo, y por tanto de ASP, y el crecimiento del volumen de mercado se espera conseguir en gran medida gracias a este aumento de los MW instalados por turbina.

Márgenes operativos WTG (1 de 2)

Ante el escenario actual de caídas significativas en los márgenes del negocio de WTG, agravadas por los incrementos de costes desde 2020, los principales fabricantes están tomando medidas para hacer frente a esta situación

Márgenes EBIT de aerogeneradores antes de DPA y de costes de I&R (%)



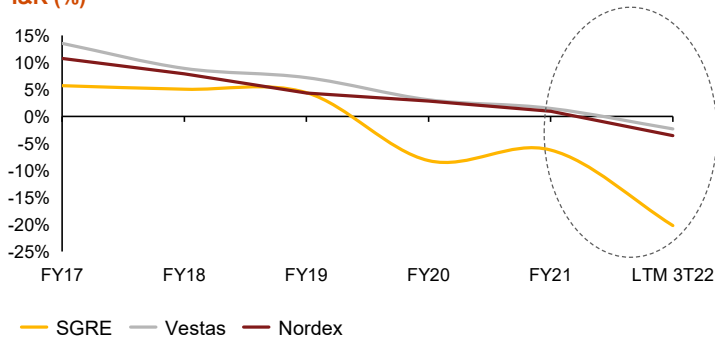
Fuente: Cuentas anuales y resultados trimestrales de SGRE, Vestas y Nordex y análisis PwC

- Históricamente, la fabricación de aerogeneradores ha estado expuesta a factores que han afectado negativamente a los márgenes, entre los que destacan:
 - presión competitiva que ha supuesto una caída del precio medio de venta;
 - la volatilidad de los mercados emergentes;
 - las tensiones en la cadena de suministros;
 - subidas en los costes de las materias primas; y
 - los problemas específicos de los fabricantes en la ejecución de proyectos y desarrollo de modelos.
- De los factores mencionados anteriormente, la presión competitiva provocó deterioros en los márgenes para los fabricantes de aerogeneradores desde FY17 a FY19. Por tanto, sería difícil poder recuperar los niveles históricos, debido a la maduración de la curva tecnológica (bajada de LCoE) que presionará aún más la competencia y, por tanto, los precios de venta.
- A partir de FY20, a consecuencia de la pandemia de la Covid-19 y agravados por la guerra de Ucrania, los costes de las materias primas y transporte han aumentado muy significativamente y esto ha repercutido negativamente en los márgenes de fabricación de aerogeneradores, en los casos en los que los contratos de fabricación existentes no contaban con cláusulas de revisión o mecanismos de cobertura ante esta situación inesperada. En este escenario de caídas de márgenes operativos, e incluso negativos, los fabricantes de aerogeneradores están intentando recuperar la rentabilidad a través de medidas como:
 - Salida de mercados poco rentables o dominados por fabricantes locales (como el caso de China);

Márgenes operativos WTG (2 de 2)

Ante el escenario actual de caídas significativas en los márgenes del negocio de WTG, agravadas por los incrementos de costes desde 2020, los principales fabricantes están tomando medidas para hacer frente a esta situación

Márgenes EBIT de aerogeneradores antes de DPA y de costes de I&R (%)



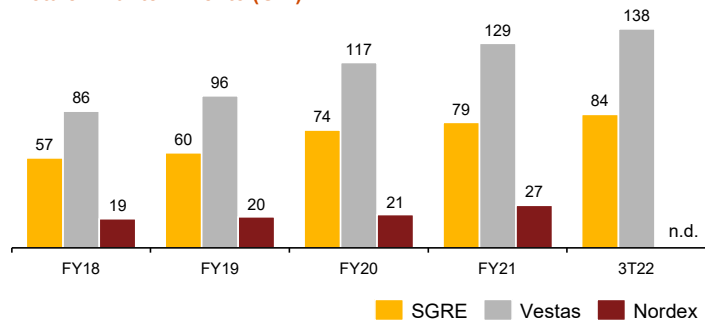
Fuente: Cuentas anuales y resultados trimestrales de SGRE, Vestas y Nordex y análisis PwC

- ii. La inclusión en los nuevos contratos de futuros pedidos de cláusulas de cobertura y/o de indexación a los precios de las materias primas y transporte y subidas de los ASP (*pass through*), consiguiéndolo para determinados componentes de coste; y
- iii. Medidas de eficiencia operativa.

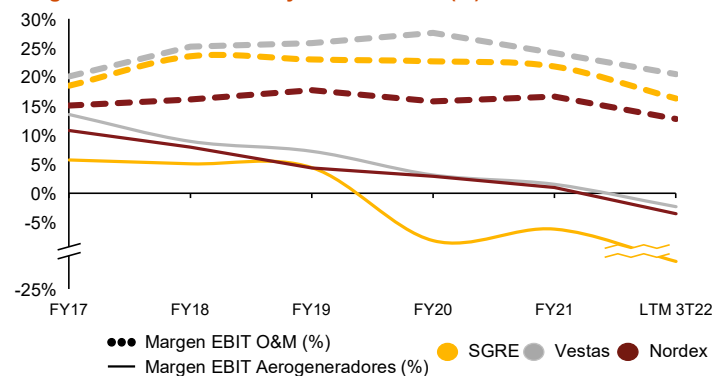
Márgenes operativos O&M

Los ingresos de O&M están muy ligados a los del negocio de aerogeneradores y cuentan con márgenes más altos y estables. El modelo de negocio integrado busca que, una vez superado el periodo de garantía del aerogenerador instalado, los fabricantes intentan asegurarse los posteriores contratos de O&M a largo plazo

Flota en mantenimiento (GW)



Margen EBIT antes de DPA y costes de I&R (%)



Fuente: S&P Capital IQ, análisis PwC y cuentas anuales de SGRE, Vestas y Nordex

- Los servicios de O&M incluyen la gestión, supervisión y mantenimiento de los parques eólicos, tanto *onshore* como *offshore*.
- Este negocio va ligado a la venta de los aerogeneradores. Por ello, los fabricantes (como Vestas, SGRE o Nordex) intentan conseguir, tras la venta de los aerogeneradores, los contratos de O&M de los parques donde se instalan. En el caso de SGRE, en el FY21, consiguió firmar contratos de O&M para el 83% de los MW vendidos (70% en FY20).
- Adicionalmente, existe un periodo mínimo de garantía durante el cual la compañía que realizó la venta de la turbina presta servicios de O&M. En caso de SGRE este periodo es de 2 años para las turbinas *onshore* y de 5 años para las turbinas *offshore*.
- Los contratos de O&M, suelen ser a largo plazo. En el caso de SGRE, la duración media es de entre 8 y 10 años.
- Adicionalmente, como se observa en el gráfico inferior izquierdo, el negocio de O&M es más rentable que el negocio de fabricación de aerogeneradores, manteniéndose estable en niveles de margen EBIT ligeramente por encima del 20%, en el caso de SGRE y Vestas, y algo inferior para el caso de Nordex.
- La caída en el margen EBIT de O&M para SGRE en 9 meses acumulados al 3T22 respecto al mismo periodo comparable a 3T21 se debe al impacto de un aumento de costes que la Dirección considera no recurrentes, principalmente derivado de fallos de componentes y reparaciones en las plataformas *legacy* de *onshore*, ya explicado en secciones anteriores.
- La integración de ambos negocios (WTG y O&M) explica en gran medida las elevadas cuotas de mercado que presentan los líderes del sector (GE, Vestas y SGRE) ya que les permite optimizar su estrategia competitiva (ser agresivos en precio y márgenes en WTG) al asegurarse un margen global suficiente manteniendo volúmenes de contratación muy elevados.

Métodos de valoración

Métodos de valoración

Hemos aplicado los diferentes métodos y reglas de valoración del artículo 10 del RD 1066/2007

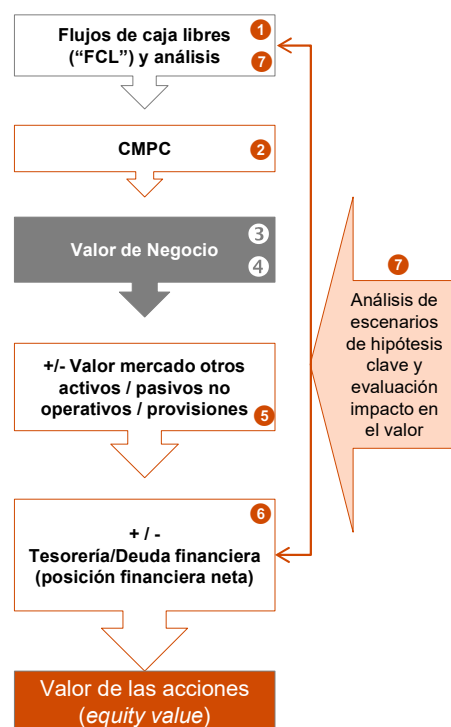
Descuento de Flujos de Caja (DFC)	El método del DFC indica el valor de mercado de las acciones basándose en el valor actual de los flujos de caja libre ("FCL") futuros generados por el negocio de la compañía. Estos flujos de caja son descontados a una tasa de descuento calculada mediante una media ponderada del coste de los recursos propios y del coste de la deuda (o recursos ajenos), de forma que refleje una estructura óptima para un participante del sector. Además, se estima un valor terminal tras el último año proyectado a partir de un FCL normalizado que se considere sostenible a perpetuidad y también descontado por la misma tasa.
Cotización media ponderada	Hemos considerado la cotización media ponderada de los 6 meses anteriores al 21 de mayo de 2022, fecha del Anuncio Previo de la Oferta en el que se dio a conocer por primera vez el precio ofrecido, y hemos analizado la evolución de la cotización en varios periodos.
Múltiplos de Mercado (Compañías cotizadas comparables y Transacciones comparables)	El método de Múltiplos de Mercado se ha analizado sobre la base de las magnitudes financieras consolidadas. Entre las transacciones comparables, también hemos analizado las operaciones previas realizadas en 2020 relativas directa o indirectamente a SGRE, en concreto la compra del 8,07% del capital propiedad de Iberdrola, S.A. ("Iberdrola") por parte de Siemens AG el 4 de febrero de 2020 y la operación de escisión llevada a cabo por Siemens AG para la salida a bolsa de Siemens Energy el 28 de septiembre de 2020 (que incluye en su perímetro el 67% de SGRE). Por las razones que se indican en la sección "Múltiplos de Mercado", este método no lo consideramos adecuado ni siquiera como contraste.
Valor Teórico Contable ("VTC")	El método del VTC se ha aplicado sobre la base de las CCAA consolidadas e individuales del último ejercicio auditado FY21 así como los estados financieros individuales y consolidados (no auditados) correspondientes al 1S 2022.
Valor liquidativo	Tal como se justifica más adelante, no hemos calculado el valor liquidativo de SGRE porque consideramos que el valor liquidativo que resultaría para SGRE en un proceso de liquidación sería significativamente inferior a los resultados de los demás métodos.
Contraprestaciones ofrecidas en OPAs del año precedente	No han existido OPAs en el año precedente a la fecha del Anuncio Previo publicado el 21 de mayo de 2022.

Descuento de Flujos de Caja

Descripción general del método

- El DFC es un método de valoración que estima el valor de un negocio conforme al valor presente de los flujos de caja que se espera que genere su actividad en el futuro, descontados al Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC). Esta tasa refleja el valor del dinero en el tiempo y los riesgos inherentes asociados a los flujos proyectados. El procedimiento de aplicación es el siguiente:

- Estimación de FCL proyectados por el negocio (caja disponible para atender a las obligaciones con los financiadores del capital: acreedores financieros, intereses y pagos a accionistas);
- Estimación del CMPC conforme al riesgo inherente de los flujos proyectados. Dicha tasa de descuento pondera el coste de los recursos propios (o rentabilidad exigida por los accionistas, estimada a partir del CAPM) y el coste de la deuda (o recursos ajenos) a partir de una media ponderada de ambos que refleje una estructura óptima para un participante del sector;
- Para los negocios con vida indefinida (*going concern*), se estima un valor residual o valor terminal ("VT") tras el último año proyectado a partir de un FCL normalizado el cual se considera sostenible a perpetuidad (fórmula de renta perpetua);
- Descuento de los FCL y el valor residual a valor presente para determinar el valor del negocio. Se utiliza a tal efecto la tasa de descuento (CMPC) anteriormente calculada;
- Suma o resta del valor de mercado por cualquier activo o pasivo no operativo o provisiones cuya entrada o salida de caja futura no haya sido tenido en cuenta en los FCL proyectados. La valoración individual de su cuantía dependerá de la naturaleza e importancia del concepto;
- Suma / resta de la posición financiera neta (tesorería / deuda) para obtener el valor de las acciones en base a un determinado escenario de valoración;
- Contraste de razonabilidad global del ejercicio desde un punto de vista financiero y análisis de escenarios de hipótesis críticas que impactan a los FCL de las proyecciones financieras y su repercusión para obtener un rango de valor.



Consideraciones generales (1 de 5)

Consideraciones

Crterios de proyección

- Realizamos el análisis en base a las magnitudes históricas (desde 2017) y proyectadas consolidadas. Los años anteriores a 2017 de SGRE no resultan apropiados para el análisis dada la diferencia existente entre la compañía anterior (Gamesa) y la posterior a la fusión llevada a cabo en 2017 que dio origen a la actual SGRE. Las proyecciones de ventas, costes de ventas y márgenes brutos se han analizado a nivel de línea de negocio, distinguiéndose entre *onshore*, *offshore* y O&M, que se agregan para obtener el consolidado. Posteriormente, hemos proyectado la estructura de costes operativos, así como la inversión en activo fijo (material e inmaterial) y capital circulante necesarios para acometer las ventas proyectadas, llegando así al cálculo de FCL consolidado. Las proyecciones, en consistencia con la definición de valor de mercado, no incluyen las sinergias específicas futuras de SGRE que Siemens Energy como comprador estima puedan obtenerse potencialmente por el hecho de aumentar su participación como consecuencia de la OPA y, en su caso, proceder a la exclusión bursátil de SGRE.
- En cuanto a los costes operativos, hemos analizado la estructura actual e histórica desde 2017, y discutido con la Dirección la evolución futura de la estructura de costes operativos y el impacto de las medidas del programa Mistral contemplado en el Plan de Negocio en relación a (i) costes de las ventas por línea de negocio; (ii) gastos de investigación y desarrollo; (iii) gastos de ventas y generales; y (iv) gastos de alquileres. También hemos contrastado los márgenes EBITDA y las ventas por empleado resultantes con comparables.
- A partir del 1 de octubre de 2019, la Compañía contabiliza los arrendamientos aplicando la NIIF 16, que entró en vigor en la misma fecha. Para el análisis de DFC hemos excluido el efecto de la NIIF 16, de manera que el DFC parte del EBITDA deduciendo los pagos por arrendamientos operativos, ya que ello representa más apropiadamente el impacto en caja de los mismos. En consistencia, la deuda financiera que se deduce del valor de las acciones tampoco incluye la deuda por arrendamientos correspondiente. No obstante, el impacto de la normativa es meramente contable y no tiene impacto en valor.
- Nuestros escenarios de proyección financiera reflejan nuestra visión de la evolución futura de SGRE de recuperación, crecimiento, maximización y estabilización, todo ello en base a nuestro análisis del Plan de Negocio de la Dirección aprobado por el Consejo de Administración de SGRE el 1 de agosto de 2022, de la evolución de resultados desde 2017, de las fuentes sobre las perspectivas del mercado y macroeconómicas (Wood Mackenzie, BNEF, IRENA, WEO, WILEY, Fitch, IHS, Global Data, HSBC y el resto de las utilizadas para las estimaciones de tasas de descuento como S&P Capital IQ, Bloomberg e inflación a largo plazo como se presentan en esta sección y Anexos 2 y 5), nuestras discusiones y contrastes con las direcciones de SGRE y de Siemens Energy y el análisis de compañías comparables y analistas dentro de la industria (como presentamos en esta sección y Anexo 5). Como explicamos en siguientes páginas, hemos basado nuestro rango de valoración en tres escenarios de proyecciones financieras con diferentes plazos y grados de consecución estimados.

Consideraciones generales (2 de 5)

Consideraciones

Horizonte de proyección y valor terminal (VT)

- Hemos asumido un escenario con un horizonte de proyección hasta el FY27, en el que se recogen las expectativas y tiempos de consecución del Plan de Negocio que alcanza los objetivos en ese año, y a partir del cual calculamos el VT. Adicionalmente, hemos considerado dos escenarios alternativos que recogen un perfil de evolución con consecución y/o desviación de dicho Plan de Negocio a ritmos más graduales hasta el FY30 basado en nuestros análisis de las condiciones de mercado con expectativas visibles hasta dicho año y nuestro análisis de las ventajas/riesgos del Plan de Negocio.
- Tras recoger el horizonte de consecución y normalización de cada escenario arriba explicado, tal como se presentan en páginas siguientes, hemos estimado el nivel de EBITDA y FCL que consideramos puede crecer de forma sostenible a la tasa de crecimiento a perpetuidad ("g") para calcular el VT. Este crecimiento a perpetuidad "g" en los tres escenarios está en línea con las estimaciones de IPC de la Eurozona a largo plazo (2,11%) y es consistente con las estimaciones utilizadas para el cálculo del CMPC y con la moneda de la proyección.
- En el largo plazo y VT de los tres escenarios hemos considerado un Capex de reposición que oscila en un rango entre el 5,5% y 6%, basado en los niveles estimados de amortización y reposición de la base de activos proyectada consistente con cada escenario, basándonos en el Plan de Negocio, y cuya razonabilidad ha sido contrastada con la dirección de SGRE, expectativas de analistas y datos históricos. En este sentido, la Compañía nos ha informado que el objetivo de la ratio del 5% para el 2023 en adelante, publicado en la presentación de SGRE de "Capital Markets Day 2020" del 27 de agosto 2020, no se ha cumplido y ya no es un objetivo del Plan de Negocio. Para nuestro nivel de Capex de reposición asumido a perpetuidad, en el año que corresponda el cálculo del VT según el escenario, estimamos que la amortización se mantendrá en una ratio (denominada "depreciation wedge") de c. 0,9 sobre Capex, en aras de considerar el efecto de la inflación y la vida útil promedio de los activos. Esta premisa sobre que el Capex a largo plazo crecerá con la inflación estimada a largo plazo (representando precios corrientes superiores a los precios históricos reflejados en la amortización contable en la citada proporción) es coherente con la misma premisa de crecimiento de los ingresos a perpetuidad también en línea con la inflación ("g").
- Hemos calculado el impacto de la normalización de la variación del capital circulante necesaria para el cálculo del VT en cada año según corresponda al escenario. Hemos considerado una normalización hasta el nivel sostenible a perpetuidad entre el -14,5% y el -12,5% en base a nuestros análisis y cuya razonabilidad ha sido contrastada con la Dirección, expectativas de analistas y datos históricos. En el Escenario 1 en FY27 el capital circulante acaba en un ratio aún no normalizado de -21,5%, por lo que se incluye un ajuste de la normalización al -12,5% para poder calcular de forma coherente la variación correspondiente del FCL sostenible en el VT.

Consideraciones generales

(3 de 5)

	Consideraciones
Moneda y tasa de descuento (CMPC)	<ul style="list-style-type: none"> • Coste Medio Ponderado de Capital (“CMPC”): los FCL consolidados se descuentan a una tasa de descuento que corresponde al coste de los recursos propios, estimado con el método generalmente aceptado del Capital Assets Pricing Model (“CAPM”), y calculado sin considerar el impacto de la norma contable NIIF 16, de cara a ser consistentes con las consideraciones realizadas en nuestro cálculo de DFC. Se ha estimado el CMPC ponderado por los pesos estimados de los principales países de operación de la Compañía. • Así mismo, dado que hemos estimado que el coeficiente beta de los comparables de mercado del segmento de WTG es mayor (mayor riesgo de mercado) que el de las comparables del segmento de O&M, hemos ponderado dicha beta por el peso resultante sobre el total en cada escenario de los márgenes proyectados de cada negocio. Por lo tanto, el riesgo inherente en cada escenario varía según dicho mix de negocio proyectado y así también el CMPC. • Periodo de descuento: hemos considerado la denominada <i>mid-year convention</i>, esto es, que el FCL de un determinado periodo se obtiene de manera uniforme durante dicho periodo. No apreciamos una estacionalidad que aconseje aplicar otro criterio. • Moneda y tipo de cambio: nuestras proyecciones financieras se han elaborado directamente en euros. Por consistencia, estimamos la tasa de descuento CMPC y tasa de crecimiento a perpetuidad (g) en esta misma moneda. • Se han considerado las estimaciones de IPC de la Eurozona a largo plazo según las siguientes fuentes de mercado: Oxford Economics, IHS, BMI, EIU y FMI (ver página 83).
Fiscalidad	<ul style="list-style-type: none"> • Hemos estimado el valor actual neto de los activos y pasivos fiscales diferidos (activados y no activados en balance) por separado de las proyecciones de FCL, considerando para ello un calendario estimado de aplicación de los mismos en línea con las proyecciones de cada escenario. El valor de estos activos y pasivos fiscales se ha incluido dentro de los ajustes a Equity Value, como se detalla en la sección de “Detalle de ajustes a Equity Value”. • SGRE está presente en diversas jurisdicciones donde consolida fiscalmente lo que, tal y como se expresa en sus cuentas anuales, dificulta el ejercicio del cálculo de una tasa impositiva nominal para el Grupo en su totalidad. La Compañía estima una tasa impositiva nominal consolidada entre el 28%-30%. Adicionalmente, el equipo fiscal de SGRE nos ha proporcionado información sobre las principales jurisdicciones donde consolida fiscalmente la Compañía (EEUU 26%, Navarra 28%, Alemania 32%, o Brasil 34%, entre otros), que junto con los pesos esperados de ciertos países a futuro según el Plan de Negocio de 2023-2027, nos ha llevado a estimar para el medio y largo plazo una tasa impositiva nominal sostenible del 29% para el DFC. Este % se encuentra en línea con el cálculo que hemos realizado de la tasa impositiva resultante según a las expectativas de crecimiento en los países considerados del Plan de Negocio.

Consideraciones generales (4 de 5)

	Consideraciones
Fiscalidad	<ul style="list-style-type: none"> Para la estimación del valor actual de las Bases Imponibles Negativas (“BINs”) ya generadas (tanto activadas como no activadas en balance) como para las que se esperan generar durante los primeros años proyectados con resultados negativos, hemos aplicado los límites de deducibilidad y tributaciones acordes a cada jurisdicción. Adicionalmente, la Compañía ha generado históricamente deducciones de I+D en Navarra, España. Dado que SGRE seguirá invirtiendo en el desarrollo tecnológico de sus productos, hemos estimado el valor presente de los créditos fiscales en balance (activados y no activados) y hemos considerado que se pueden generar sosteniblemente a futuro. Por último, debido a la diferencia de criterios y aplicación entre las bases contables y fiscales, surgen de forma recurrente activos y pasivos fiscales diferidos por diferencias temporarias (por ejemplo, dotación a provisiones no deducibles en el momento del reconocimiento en la cuenta de resultados). Hemos estimado su variación proyectada e incluido en el cálculo del valor presente de dichos activos y pasivos. Para más detalle sobre la valoración, ver Anexo 4 “Valor presente de los activos y pasivos por impuestos diferidos”.
Visión a largo plazo publicada por SGRE	<ul style="list-style-type: none"> Hasta el 2T2022, la visión a largo plazo de SGRE comunicada al mercado con fecha de 5 de noviembre de 2021 era conseguir un objetivo en los años FY24-FY25 de margen EBIT pre-PPA y costes de I&R entre el 8% y 10% sobre las ventas. En la presentación de Resultados 3T 2022 publicada con fecha 2 de agosto de 2022, SGRE volvió a actualizar a la baja sus estimaciones del Guidance FY22 E, situando la evolución prevista de las ventas en c. -9% y rebajando su estimación de margen EBIT pre DPA y costes de I&R del anterior -4% hasta c. -5,5% (incluyendo el proyecto Galileo). Asimismo, en esta comunicación de resultados 3T 2022, SGRE actualizó su visión a largo plazo (a partir del FY25), indicando como objetivo el alcanzar a largo plazo un margen EBIT pre DPA y costes de I&R del 8% o superior, sujeto lógicamente a la evolución del negocio y de las condiciones del mercado. Un elemento clave para alcanzar este objetivo a largo plazo es el programa Mistral cuyas medidas se avanza en la presentación de resultados 2T 2022 de SGRE de 5 de mayo de 2022, y el cual también se explica en la presentación 3T 2022 del 2 de agosto de 2022 y cuya cuantificación se incorpora al Plan de Negocio. El programa Mistral incorporado en el Plan de Negocio revisa el modelo operativo de SGRE a través de medidas de eficiencia y comerciales que impactan en todas las áreas del negocio y se despliega en tres fases (horizontes): <ul style="list-style-type: none"> i. Los objetivos inmediatos son resolver los problemas y lograr la madurez y la garantía de costes de la plataforma 5.X con previsión de margen EBIT negativo hasta FY23;

Consideraciones generales (5 de 5)

Consideraciones

Visión a
largo plazo
publicada
por SGRE
(cont.)

- ii. A medio plazo hasta FY25, SGRE espera lograr ajustar su estructura, mejorar la competitividad y la rentabilidad en un contexto de demanda de mercado estancada ("flat") hasta el 2024 en *onshore* como consecuencia de los retos en cadena de suministro, riesgos macro e incertidumbres regulatorias;
- iii. Después del FY25, SGRE pretende optimizar la estrategia de producto y lograr un modelo operativo escalable, combinado con una cadena de suministro robusta frente a las disrupciones del mercado;
- iv. A la Fecha del Informe, algunas de dichas medidas como son las acciones relacionadas con la reducción de personal para conseguir una estructura más optimizada, un plan de acciones y creación de equipos multi-funcionales para resolver los problemas de la plataforma 5.X y alinear el proceso de compras y ventas y el refuerzo de los equipos de operaciones y tecnológicos para acelerar la armonización y la estandarización de procesos, se han puesto en marcha desde octubre 2022.

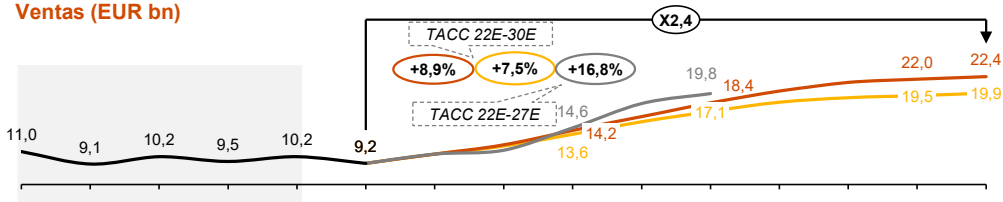
Resumen de análisis y escenarios del DFC (1 de 2)

Escenarios de proyecciones financieras (síntesis)	% Mix negocio - riesgo inherente al escenario		CMPC
<p>Escenario 1:</p> <ul style="list-style-type: none"> Basamos la proyección en las hipótesis, objetivos económicos y horizonte temporal de consecución hasta FY27 del Plan de Negocio de la Dirección. Su perfil de proyección financiera concentra una fuerte anticipación de crecimiento de ventas y ganancia de cuota de mercado, en condiciones de estabilidad de precios de venta en WTG y rápida recuperación y consecución del objetivo de maximización de márgenes en el FY27, a partir del cual se asume a perpetuidad en el VT. <p>Escenario 2:</p> <ul style="list-style-type: none"> Consideramos el mismo crecimiento en volumen (mercado y cuota) del Plan de Negocio pero asumiendo condiciones de presión competitiva a la baja sobre los precios y márgenes de WTG ampliando el periodo explícito de la proyección hasta FY30, año en que calculamos el VT. También ponderamos cierto riesgo de ejecución de algunas medidas de los planes de eficiencia del Plan de Negocio. En cambio, en este escenario consideramos mejores expectativas de volumen gestionado en MW de O&M que el Escenario 1. El cumplimiento de los objetivos económicos del Plan de Negocio se alarga y estos se consiguen de forma más gradual hasta FY30, otorgando un mayor peso a O&M. <p>Escenario 3:</p> <ul style="list-style-type: none"> De forma análoga al Escenario 2, en éste también asumimos hipótesis de presión a la baja sobre precios y márgenes de WTG pero de forma más pronunciada (en base al rango de fuentes analizadas, ver páginas 65-66 y 69), y además, contemplamos ganancias de cuota de mercado más moderadas (ver página 64) que en los otros dos escenarios. Ello resulta en unas ventas y FCL agregados proyectados finales para el FY30 y VT de c. 90% respecto del Escenario 2. 	<p>WTG</p> <p>66%</p>	<p>O&M</p> <p>34%</p> <p>Resulta en una proporción de márgenes proyectados de WTG mayor, y por tanto, mayor riesgo inherente (mayor beta y CMPC) que los otros escenarios</p>	<p>9,34%</p>
	<p>WTG</p> <p>55%</p>	<p>O&M</p> <p>45%</p> <p>Ganan peso los márgenes proyectados de O&M sobre el consolidado, y por tanto, un menor riesgo inherente ponderado que en Escenario 1 (menor beta y CMPC).</p>	<p>8,90%</p>

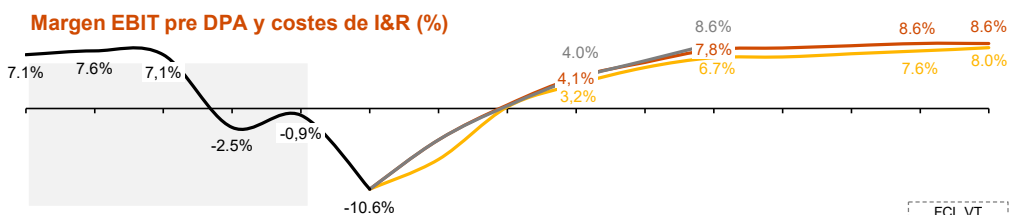
Resumen de análisis y escenarios del DFC (2 de 2)

Proyecciones financieras

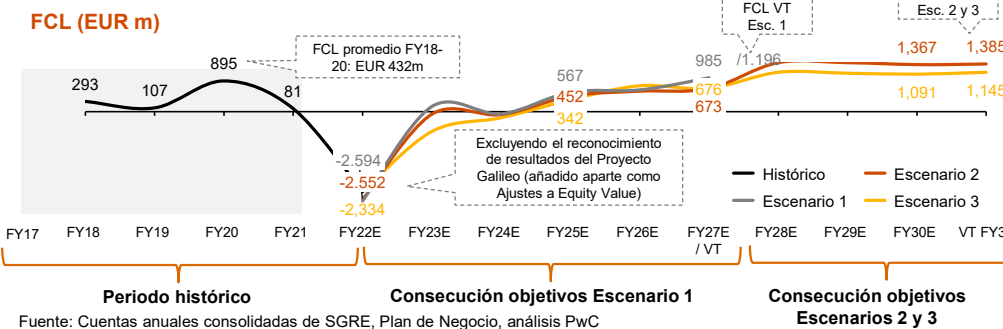
Ventas (EUR bn)



Margen EBIT pre DPA y costes de I&R (%)



FCL (EUR m)



Valor por acción (EUR)

Escenario 1	17,04
Escenario 2	19,85
Escenario 3	16,03

- Nuestro rango de valor se conforma por el Escenario 2 (máximo) y el Escenario 3 (mínimo).
- Los tres escenarios capturan la oportunidad de fuerte crecimiento esperado a largo plazo en línea con las expectativas de mercado (volumen MW) de Wood Mackenzie, si bien en el Escenario 1 los crecimientos se aceleran y en FY27 se estabilizan, mientras que los otros dos capturan menor crecimiento hasta FY25 pero mayor crecimiento hasta FY30. Así mismo, los tres escenarios consideran la estabilización y resolución de la situación actual de pérdidas para alcanzando el *break even* en el medio plazo (en torno al FY24) para luego impulsar y optimizar la rentabilidad cada uno con sus ritmos.
- El Escenario 2 iguala en FY30 el margen EBIT (8,6%) para FY27 del Escenario 1 (Plan de Negocio) mientras que el Escenario 3 alcanza una menor consecución, tendiendo al 8% en el FY30.

Fuente: Cuentas anuales consolidadas de SGRE, Plan de Negocio, análisis PwC

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

Principales hipótesis comparadas de escenarios (1 de 3)

	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3
Volumen de mercado (MW)	<ul style="list-style-type: none"> WTG ON: estable hasta FY25 para volver a crecer significativamente hasta FY27. WTG OFF: despega de forma extraordinaria hasta consolidarse en el FY27 	<ul style="list-style-type: none"> Igual que el anterior con extensión hasta FY30. 	<ul style="list-style-type: none"> Igual que Escenario 2.
Cuota de mercado (%) – MW instalados y gestionados	<ul style="list-style-type: none"> WTG ON: revierte la pérdida histórica con importantes ganancias hasta FY27. WTG OFF: estabiliza su liderazgo en 56% en el FY27 y reduciéndose al 50% a perpetuidad, en base a la visión de la Compañía. O&M: la cartera gestionada crece de forma sostenida y significativa hasta FY27 en función del crecimiento de WTG. 	<ul style="list-style-type: none"> WTG ON: llega al mismo nivel que el Escenario 1 en 2027, pero a un ritmo más lento, y lo mantienen hasta FY30. WTG OFF: Igual que el anterior pero extendido hasta el FY30. O&M: Tasas de retención de contratos algo superiores que resultan en una base de MW gestionados superiores a los del Escenario 1. 	<ul style="list-style-type: none"> WTG ON: recuperación de cuota a un menor ritmo y alcanzado un menor nivel consigue la ganancia de cuota de forma algo más moderada. WTG OFF: a partir de FY28 mantiene igualmente su liderazgo con una cuota del 45% en FY30. O&M: sigue el mismo racional que el Escenario 2 aunque ajustado al escenario de volumen de WTG.
Precios / ingresos medios por MW	<ul style="list-style-type: none"> WTG ON: tras la subida en precios a niveles máximos en 3T 2022 por la repercusión extraordinaria de costes, se normalizan en FY23 y se mantienen en esos niveles hasta FY27. WTG OFF: reconoce bajada hasta FY24 en línea con el <i>backlog</i>, con fuerte repunte en FY26 y FY27. 	<ul style="list-style-type: none"> WTG ON y OFF: en base a nuestros análisis de fuentes del sector (BNEF y WEO) consideramos una curva de presión a la baja en los precios motivada por (a) estimaciones de normalización a la baja en costes a partir del FY23 (fuentes de Fitch, IHS, Global Data y HSBC) y (b) después hasta el FY30 retoma la senda de decrecimiento gradual a largo plazo inherente en nuestra opinión a la continua evolución de la curva tecnológica 	<ul style="list-style-type: none"> WTG ON y OFF: como el Escenario 2 pero con una curva de presión en precios de mercado algo más pronunciada debido al rango de fuentes analizadas (ver páginas 65-66 y 69)

Principales hipótesis comparadas de escenarios (2 de 3)

	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3
Precios / ingresos medios por MW (cont.)	<ul style="list-style-type: none"> O&M: asume el objetivo de mantener el ingreso medio por MW gestionado en torno a una media a largo plazo. 	<ul style="list-style-type: none"> WTG ON y OFF (cont.): (mayor tamaño, menos LCoE), al incremento del volumen de mercado en MW y a la propia presión competitiva en el sector y los clientes. Consideramos que esta convergencia en precios a una curva de mercado decreciente puede hacer más factible los objetivos de ganancia de cuota de mercado de la Compañía y crecimientos de mercado en WTG. O&M: Mismo racional que el Escenario 1. 	<ul style="list-style-type: none"> WTG ON y OFF (cont.): mismo racional que el Escenario 2. O&M: Mismo racional que el Escenario 1.
Margen EBIT	<ul style="list-style-type: none"> WTG: el margen objetivo máximo se alcanza en el FY27 en un entorno de precios estables. O&M: asume una evolución estable en consistencia con las hipótesis de precios. Consolidado: se recuperan de los actuales muy negativos FY22-FY23 hasta el nivel <i>break even</i> en FY24 y aceleran rápidamente hasta el 8,6% en FY27, todo ello basado en las premisas y plazos de ingresos y las medidas de reestructuración, estabilización y eficacia operativa del Programa Mistral del Plan de Negocio. 	<ul style="list-style-type: none"> WTG: debido a nuestras hipótesis de precios a la baja, la maximización de márgenes no alcanza el máximo asumido en FY27 por el Escenario 1 (Plan de Negocio) pero continúan mejorando gradualmente hasta FY30 alcanzando unos niveles finales sostenibles a perpetuidad similares. O&M: mismo racional que el Escenario 1. Consolidado: la combinación de ambos hace que el consolidado resultante permita la maximización más gradual hacia el FY30 debido a que pesa más O&M sobre el total en comparación al Escenario 1, alcanzando niveles sostenibles a perpetuidad del 8,6% en FY30. 	<ul style="list-style-type: none"> WTG: el mismo racional que el Escenario 2 en cuanto a precios (pero con un decrecimiento mayor) y una ganancia de cuota algo más moderada hace que el objetivo de maximización de margen resultante sea el más bajo. O&M: mismo racional que los anteriores. Consolidado: con un racional similar al Escenario 2 pero mayor grado de presión de precios en el mercado, resulta un cumplimiento del c.90% en ventas y FCL en el FY30 y a perpetuidad. El margen resultante a perpetuidad alcanza el objetivo del 8%.

Principales hipótesis comparadas de escenarios (3 de 3)

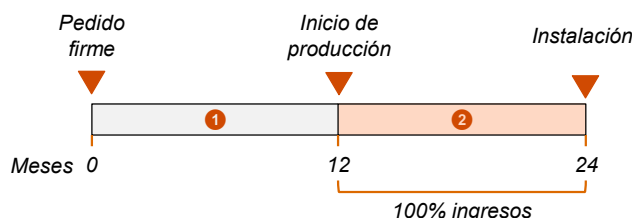
	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3
Capex (%)	<ul style="list-style-type: none"> El fuerte crecimiento en volumen proyectado requiere aumentar los niveles de Capex durante los años FY22-FY24, particularmente en OFF, con fuerte componente de expansión (pico de hasta el 10,8%) para luego estabilizarse, desde el FY25 progresivamente hasta el FY27 y sostenerlo a perpetuidad a niveles de reposición del 6%, necesarios para mantener la base de activos proyectada para un volumen de negocio que se multiplica por c. 2x o más y cuya razonabilidad ha sido contrastada con la Dirección. 	<ul style="list-style-type: none"> Igual que el Escenario 1, ajustado al ritmo de ingresos del escenario y manteniendo a perpetuidad el mismo ratio de nivel de reposición del 6% y cuya razonabilidad ha sido contrastada con la Dirección. 	<ul style="list-style-type: none"> Igual que el Escenario 1 y 2 hasta FY25, ajustado al ritmo de ingresos del escenario pero normalizando progresivamente a un nivel de reposición del 5,5% en el VT FY30 dado que asume una menor cuota de mercado a precios inferiores y cuya razonabilidad ha sido contrastada con la Dirección.
Capital circulante	<ul style="list-style-type: none"> Hasta FY27 los niveles de capital circulante se hacen más negativos por el objetivo de la Dirección de aumentar los anticipos (financiación) de clientes (pasivos por contrato) y limitar el uso de deuda. Tras alcanzar el pico negativo de c. -33% en FY24, luego bajan al -21,4% en FY27. Para el cálculo del VT dicho año, consideramos una normalización hasta el nivel sostenible a perpetuidad de -12,5% según nuestros análisis y cuya razonabilidad ha sido contrastada con la Dirección. Las provisiones por garantías caen en los primeros años debido a salidas de caja asociadas a Adwen (compañía de O&M de OFF) y se mantienen fijos hasta el FY27. 	<ul style="list-style-type: none"> Alcanza un pico negativo de c. -25% en FY24 ante el riesgo de dificultad de conseguir mayores niveles de anticipos de clientes que los asumidos en el Escenario 1, en un entorno con tipos de interés crecientes, presión en precios y objetivos de ganancia en cuota de mercado. Luego moderamos gradualmente hasta la perpetuidad en VT FY30 al -12,5%. La ratio sobre ventas (%) reciente de provisiones por garantía de FY22E se mantiene en la proyección para que crezca el saldo en línea con los ingresos, dado que consideramos que los niveles de provisiones de garantías suben ante un incremento en ventas y MW instalados tan relevante. 	<ul style="list-style-type: none"> Mismo racional que el Escenario 2 pero finaliza en un nivel normalizado en FY30 de -14,5%, al combinarse con menor cuota de mercado y precios. Provisiones por garantías: como el Escenario 2, ajustado a los ingresos del escenario.

Proceso de venta de un aerogenerador

Los ingresos se reconocen a lo largo del periodo de producción de los aerogeneradores (MWe), teniendo un plazo distinto offshore respecto a onshore

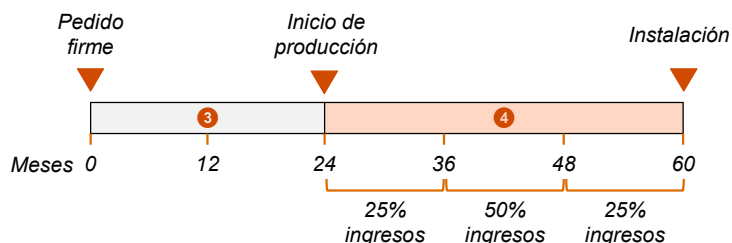
Onshore

- El proceso de venta de un aerogenerador *onshore* comienza con la generación de un pedido en firme por parte del cliente y se extiende por un periodo de alrededor de 24 meses, desde que se produce el orden del mismo hasta que se completa la instalación.
- Una vez se realiza el pedido en firme, éste pasa a formar parte de la cartera de pedidos existente. Generalmente suelen pasar 12 meses hasta el comienzo de su fabricación.
 - El proceso de producción desde comienzo hasta su instalación, suele extenderse durante 12 meses. Durante este periodo los ingresos se van reconociendo de manera lineal a lo largo del mismo (MWe).



Offshore

- Los aerogeneradores *offshore* tienen un proceso de venta más largo, desde la generación del pedido hasta su total instalación suele transcurrir un periodo de 60 meses.
- Una vez se realiza el pedido en firme, suelen pasar 24 meses hasta el comienzo de su fabricación, el cual tiene una duración media de 36 meses.
 - Los ingresos se reconocen a lo largo de su proceso productivo, aproximadamente, de la siguiente manera: 25% durante los meses 25 a 36, 50% durante los meses 37 a 48 y 25% durante los meses 49 a 60. Dentro de estos periodos, los ingresos se reconocen de manera lineal.

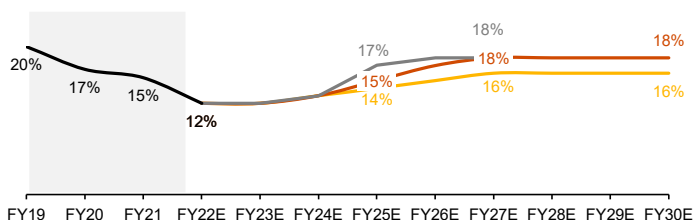


Fuente: SGRE y análisis PwC

Onshore – MW instalados

En un mercado con unas perspectivas positivas, tras la pérdida de cuota específica de SGRE debido a los problemas internos de 5.X y la selectividad de proyectos, proyectamos ganancias desde FY24 hasta FY27

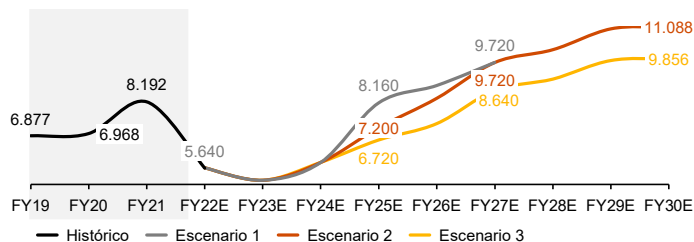
Evolución de la cuota de mercado histórica y proyectada de SGRE (% ex. China)



- En línea con la previsión de la dirección de SGRE, estimamos que la cuota de mercado en el FY22E acabe cayendo en 3 p.p. Los principales motivos de esta caída son, fundamentalmente, la mayor selectividad en la entrada de pedidos y la continuación de retrasos en la plataforma 5.X, que la Dirección estima resolver durante el FY23 en su Plan de Negocio.

- Partiendo de nuestro análisis del Plan de Negocio y cómo la Compañía prevé crecer en determinados países, las estimaciones de volumen de mercado mundial de Wood Mackenzie (excluyendo China del plan) y los factores que han explicado la evolución de la cuota de mercado de SGRE desde 2017 para *onshore*, hemos considerado los escenarios de evolución que se resumen a continuación.

Evolución de las instalaciones históricas y proyectadas de SGRE (MW ex. China)



- Escenario 1: el Plan de Negocio asume estabilizar la pérdida de cuota desde FY20 en el FY23E, año en el que todavía estima efectos de los problemas internos de 5.X y luego revertir esa tendencia con ganancias significativas de la cuota de mercado para FY26E al 18%. Esta ganancia agregada se centra en aumentos mayores de cuotas individuales en determinados países donde no han contado con esta posición en el pasado. Alcanzado este objetivo, se mantiene a perpetuidad en el VT FY27.

- Escenario 2: retrasamos el objetivo máximo en 1 año (FY26E), considerando un ritmo algo más lento y extendiéndolo hasta el VT en FY30.

- Escenario 3: con un patrón similar al Escenario 2, consideramos un máximo de cuota de mercado algo más moderada llegando a una cuota del 16% en FY27E. Recoge el reto que representa ganar cuota significativamente en ciertos países teniendo en cuenta el entorno competitivo. Esta cuota se mantiene hasta el FY30 y contrasta con el promedio 2019-2022.

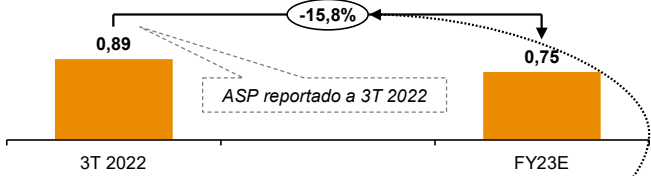
- Los tres escenarios tienen en cuenta todas las consideraciones mencionadas en la sección de Perspectivas de mercado, en relación al volumen de mercado.

Fuente: Wood Mackenzie, cuentas anuales, análisis PwC

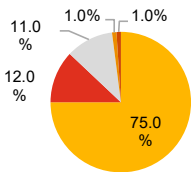
Onshore – ASP (1 de 2)

Las fuentes analizadas (ver página 43) estiman una normalización en los principales costes en torno al -16% en el FY23, patrón que se traslada a la bajada de los precios (ASP) pico observados en el 3T2022. A partir del FY24, en los Escenarios 2 y 3 consideramos un rango de curva de decrecimiento a largo plazo hasta FY30, continuando la evolución tecnológica y presión competitiva que ya se venía dando desde hace años mientras que el Escenario 1 asume sostener los precios hasta el FY27

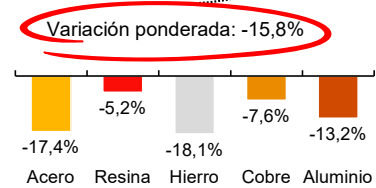
Evolución del ASP de onshore (EURm/MW) FY22E-FY23E



Reparto de materiales en una turbina

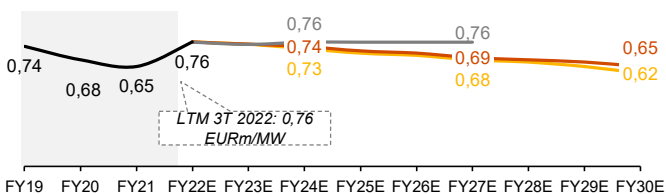


Variación esperada en el precio de materias primas (FY22E-FY23E)



Evolución del ASP de onshore (EURm/MW)

TACC FY20-30E -0,4% -1,0%



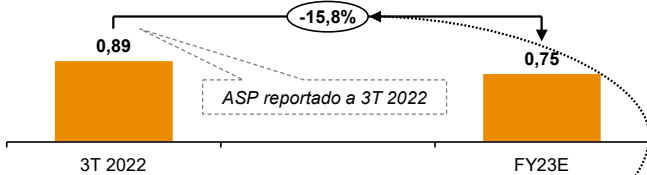
— Histórico — Escenario 1 — Escenario 2 — Escenario 3
Fuente: WEO, BNEF, Fitch, IHS, informes de analistas, cuentas anuales, análisis PwC y la Dirección

- Consideramos que el ASP bajará un c.16% con respecto al pico de 0,89 EURm/MW alcanzando en el 3T 2022, hasta 0,75 EURm/MW. Esta evolución esperada está en línea con el decrecimiento del precio de materias primas proyectado por fuentes especializadas (ver página 43) (hecho que ya se ha empezado a producir en los últimos meses del 3T 2022), y considerando el peso de cada material sobre el total de una turbina.
- A partir de FY23, para el Escenario 2 y 3 estimamos curvas de decrecimiento gradual a largo plazo hasta FY30, continuando la evolución tecnológica y presión competitiva esperada por las fuentes (ver sección de Perspectivas de Mercado) y experimentada desde hace años. En este sentido, seguimos el rango de estimaciones de evolución de LCOE de aerogeneradores (ver Sección Perspectivas de Mercado):
 - En el Escenario 2 nos basamos en las proyecciones de WEO y BNEF. Esta última proyecta en términos reales y le añadimos la consideración de que el 50% de la inflación estimada a largo plazo pueda trasladarse a ASP (pass through) para obtener precios nominales. Este % de traslado es el máximo observado en el FY22 para la Compañía en un entorno de inflación de costes extraordinaria, motivo por el cual consideramos esta hipótesis como máxima en un entorno de precios decrecientes.
 - El Escenario 3 está también basado en las proyecciones de BNEF en términos reales, con la dificultad de no poder trasladar la inflación estimada a largo plazo (entorno normalizado) tal como demuestra la tendencia histórica de precios nominales que hemos contrastado con análisis estadísticos (ver página 44).

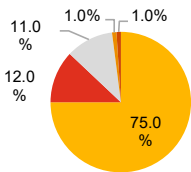
Onshore – ASP (2 de 2)

Las fuentes analizadas estiman una normalización en los principales costes en torno al -16% en el FY23, patrón que se traslada a la bajada de los precios (ASP) pico observados en el 3T2022. A partir del FY24, los Escenarios 2 y 3 asumen un rango de curva de decrecimiento a largo plazo hasta FY30, continuando la evolución tecnológica y presión competitiva que ya se venía dando desde hace años mientras que el Escenario 1 asume sostener los precios hasta el FY27

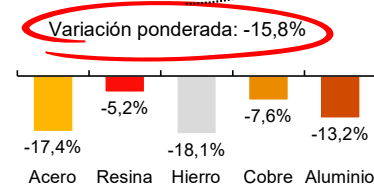
Evolución del ASP de onshore (EURm/MW) FY22E-FY23E



Reparto de materiales en una turbina

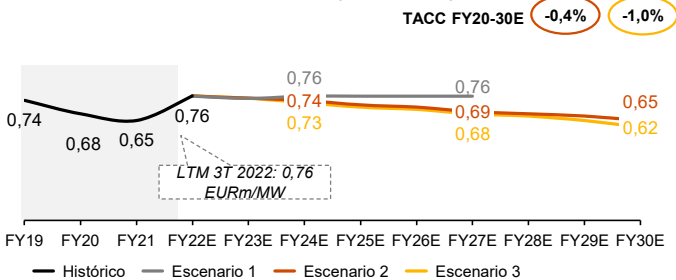


Variación esperada en el precio de materias primas (FY22E-FY23E)



iii. El Escenario 1 (Plan de Negocio), asume estabilidad de precios en parte por una mayor selectividad y foco en determinados países, combinación que consideramos tiene más riesgo de consecución que los Escenarios 2 y 3, especialmente considerando la sensibilidad de la entrada de pedidos (MW) ante subidas del ASP observadas en FY22E.

Evolución del ASP de onshore (EURm/MW)



Fuente: WEO, BNEF, Fitch, IHS, informes de analistas, cuentas anuales, análisis PwC y la Compañía

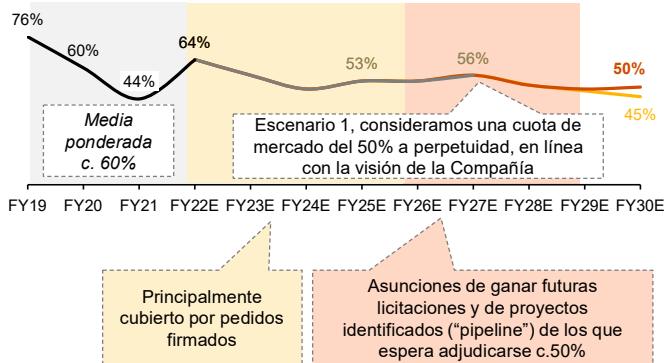
Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

Offshore – MW instalados (1 de 2)

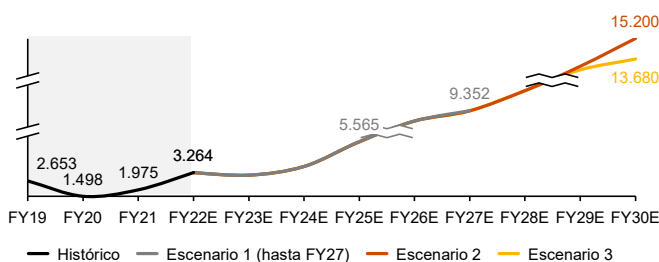
En offshore estimamos un alto nivel de crecimiento en el medio y largo plazo, considerando en todos los escenarios que SGRE mantenga su liderazgo a largo plazo y lo sostenga a perpetuidad. A partir de dicho año del FY28, en el Escenario 3 contemplamos el riesgo de perder cuota al 45% en base a avances de la competencia, fuentes analizadas (Credit Suisse y US Department of Energy) y las expectativas de evolución previsible cuando esta tecnología alcance la madurez

Evolución de la cuota de mercado histórica y proyectada de SGRE (% ex. China)



- El mercado de *offshore* tiene una mayor previsibilidad de las instalaciones a futuro debido al mayor decalaje que hay entre un pedido firme y su instalación. En los Escenarios 2 y 3, se estima la cuota de mercado hasta FY25E en base a la cartera de pedidos actual (9M 2022) y el Plan de Negocio. Del mismo modo, las carteras de pedidos estimadas para FY27 en el Escenario 1 y FY28 en el Escenario 2 se basan en los acuerdos donde ya han sido considerados como proveedor preferente (fase de negociación previa a la firma del contrato de fabricación de aerogeneradores para un determinado cliente) y la premisa de la dirección de SGRE de ganar subastas esperadas para entonces.
- Esto supone una cuota de c. 50% que es factible debido al plan de expansión y desarrollo de tecnología de la Compañía, su trayectoria como el líder histórico en la industria *offshore* y las importantes barreras a la entrada a las que se enfrentan los nuevos competidores y que se asume mantener a perpetuidad.
- En el Escenario 3 hemos considerado mantener el liderazgo pero con una cierta pérdida lineal para los años FY29E y FY30E hasta el 45%, contemplando:
 - el elevado riesgo de mayor presencia de competidores en un sector atractivo que debe madurar (por ejemplo, la expansión fuera de China de MinhYang Wind Power, esperada a partir de 2027);
 - estimaciones de analistas (Credit Suisse);
 - informes de la industria de *offshore* (US Department of Energy);
 - el análisis de la tendencia a largo plazo de caída desde 2017 y asumida en el Plan de Negocio;
 - la comparación con la situación del segmento de *onshore* ya muy maduro;
 - los avances de desarrollo de la competencia ya existentes; y
 - discusiones con la Dirección, como explicamos en la siguiente página.

Evolución de las instalaciones históricas y proyectadas de SGRE (MW)



Fuente: Wood Mackenzie, cuentas anuales, análisis PwC, la Dirección

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

Offshore – MW instalados (2 de 2)

La tecnología offshore de SGRE es la más avanzada del mercado y le ha permitido dominar la obtención de pedidos y posicionarse como líder indiscutible del segmento. En el largo plazo tendrá que hacer frente a la amenaza que supone que los competidores vayan reduciendo dicha ventaja tecnológica

Prototipos de aerogeneradores offshore lanzados en 2021 y 2022

Prototipo SG 14-222

Diámetro del rotor: 222m
Producción en serie 2024
Capacidad: 14MW

Prototipo Halaide-X 14

Diámetro del rotor: 220m
Producción en serie: n.d.
Capacidad: 14MW

Prototipo V236-15,0

Diámetro del rotor: 236m
Producción en serie: n.d.
Capacidad: 15MW

Prototipo MySE 16,0-242

Diámetro del rotor: 242m
Producción en serie: n.d.
Capacidad: 16MW

- Competidores como Vestas y GE ya han lanzado prototipos de turbinas que al menos igualan en capacidad a los últimos prototipos lanzados por SGRE. La dirección de SGRE espera ser capaz de alcanzar la producción en serie de la turbina SG 14-222 (esperada para 2024), manteniendo así la ventaja tecnológica en el medio plazo.
- A partir del FY26, la proyección de MW de los tres escenarios ya no está garantizada por contratos firmados y para entonces los competidores ya habrán alcanzado la producción en serie de sus últimos prototipos en el segmento de turbinas de 15MW, representando un nuevo entorno competitivo en futuras subastas.
- En este sentido, también se observan avances tecnológicos de los fabricantes de turbinas chinos (por ejemplo, Mingyang), que han lanzado prototipos con buenas capacidades.
- Como consideración adicional a la cuota final asumida en el Escenario 3, la analogía con *onshore* como representación de situación de madurez futura, el líder es Vestas con una cuota mucho más reducida c. 30%.
- En resumen, estimamos que una vez madurada la curva tecnológica y aumente la presencia de competencia, el riesgo de pérdida de cuota como el representado en el Escenario 3 sea plausible.

Fuente: Páginas web

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

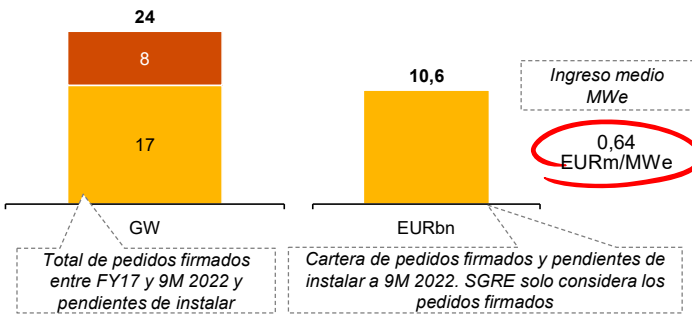
25 octubre 2022

68

Offshore – Ingreso medio por MWe

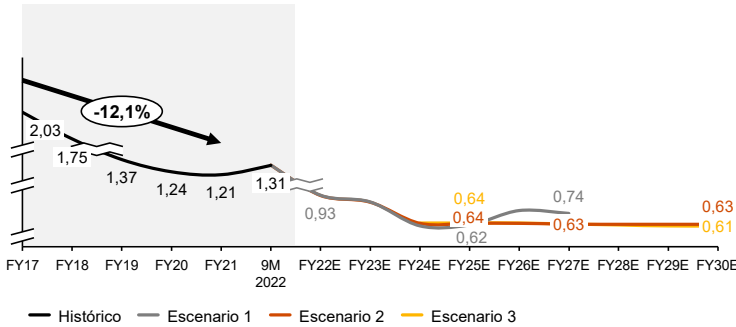
Diversas fuentes de mercado (ver página 41) estiman que los precios de la tecnología WTG offshore deban reducirse a mayor ritmo para aproximar su competitividad a la de WTG onshore

Cartera GW firmados y GW bajo acuerdos preferentes a instalar entre FY22E y FY28E



- En fase de desarrollo, la tecnología *offshore* viene experimentando caídas de ingreso medio por MWe (términos nominales) más pronunciados para converger hacia *onshore* (más maduro).
- En los tres escenarios, el ingreso medio de *offshore* se basa en la cartera de pedidos pendiente de producir hasta FY25, con un estimado en un rango entre 0,64 EURm/MWe (Escenarios 2 y 3) y 0,62 EURm/MWe en (Escenario 1).
- Entre el FY25 y FY30, los perfiles de evolución difieren de la siguiente manera:
 - El Escenario 1 asume un repunte hasta FY27 en línea con estimaciones de la Dirección de subastas futuras para esos años.
 - En los Escenarios 2 y 3 seguimos una tendencia a largo plazo por evolución tecnológica hasta FY30, con criterios parecidos a los explicados en *onshore*, basándonos principalmente en BNEF (términos reales), pero con pendiente más pronunciada dado que se encuentra en fase de desarrollo, y hemos contrastado con otras fuentes especializadas como, Credit Suisse, US Department of Energy, Wiley y WEO (esta última en términos reales).

Evolución del ingreso medio (EURm/MWe)

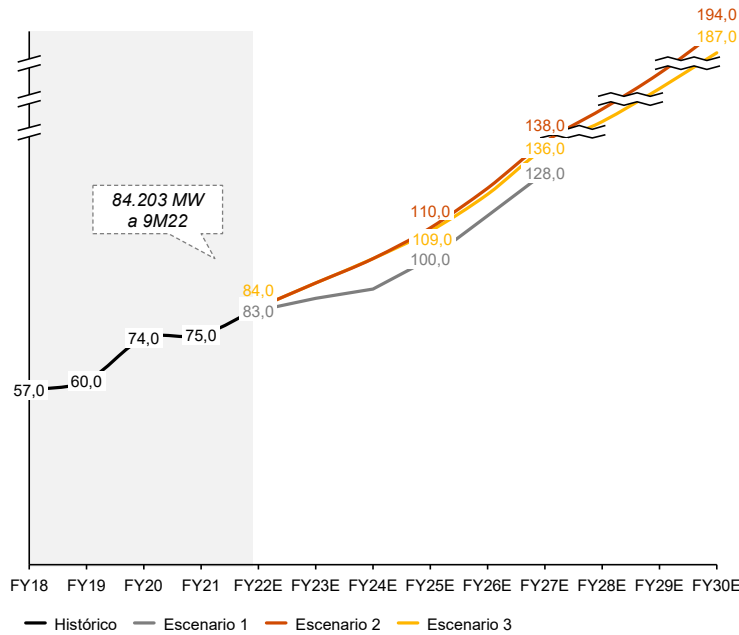


Fuente: BNEF, WEO, CCAA consolidadas y 9M 2022 de SGRE, análisis PwC y la Compañía

Segmento de O&M (1 de 2)

El segmento de O&M depende de la tasa de retención tras las instalaciones de los WTG de onshore y offshore y los contratos de este servicio tienen una duración media de 9 años

Evolución de la flota en mantenimiento (GW)⁽¹⁾



- Una vez finalizado el periodo de garantía posterior a la instalación de la turbina (ingreso en WTG), el cliente puede optar por continuar con un contrato de O&M con el mismo fabricante, otro diferente, realizar su mantenimiento internamente (*“self-performing”*), usualmente grandes clientes, o bien recurrir a otro proveedor de O&M independiente (los denominados Independent Service Providers (*“ISP”*)).
- Como hemos comentado, la duración media de los contratos *onshore* como para *offshore* es de 9 años, en base al valor medio reportado en las CCAA consolidadas de SGRE (entre 8 y 10 años).
- El crecimiento de la flota de mantenimiento del negocio de O&M está en función del volumen de instalación en MW del negocio de WTG. También depende de la tasa de retención de clientes, es decir, el % de clientes que tras la instalación siguen con SGRE con el contrato de O&M a largo plazo.
- El Escenario 1 es más conservador dada la visión de la Dirección sobre cierto riesgo de incremento de competencia por parte de ISPs o la tendencia hacia *“self-performing”*, lo que resulta en que el peso de los márgenes proyectados de O&M sobre el total se encuentren por debajo de los Escenarios 2 y 3.
- En los escenarios 2 y 3 consideramos más crecimiento en O&M hasta FY27 que el Escenario 1 y la posibilidad de sostener dicho crecimiento más tiempo hasta FY30.

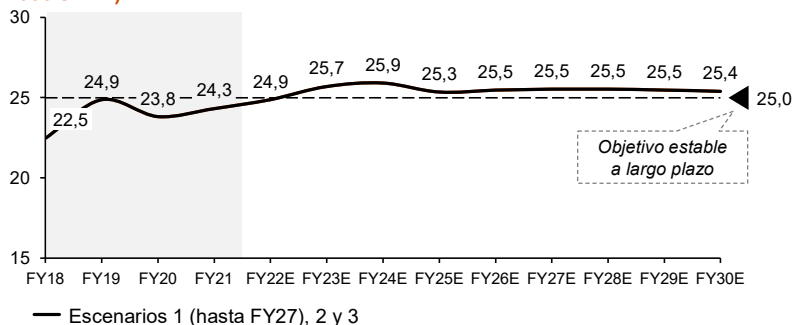
Nota: (1) Flota en mantenimiento promedio del periodo.

Fuente: Cuentas anuales consolidadas de SGRE, Plan de Negocio y análisis PwC

Segmento de O&M (2 de 2)

Los tres escenarios asumen un objetivo de estabilizar el ingreso medio por MW gestionado en torno 25 EUR 000's/MW

Evolución del ingreso medio anual por MW de O&M (EUR 000's/MW)



Nota: (1) Flota en mantenimiento promedio del periodo.

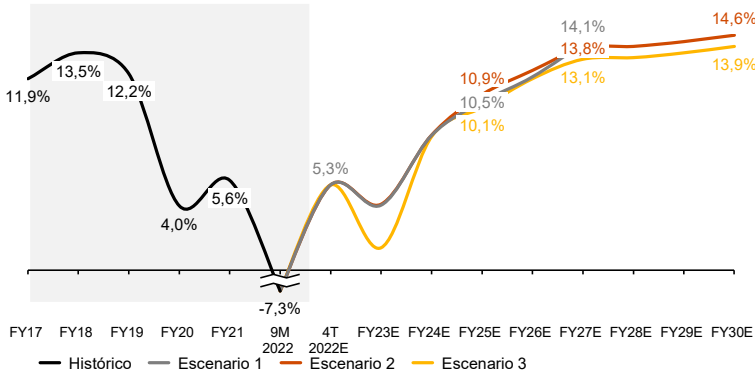
Fuente: Cuentas anuales consolidadas de SGRE, Plan de Negocio, análisis PwC

- Los Escenarios 2 y 3 consideran hipótesis similares al Escenario 1 sobre estabilidad en los precios medios por MW gestionado en torno a una media a largo plazo como combinación de los siguientes factores al alza y baja:
 - precios medios de nuevos contratos proyectados estables;
 - una vez firmados con un precio medio de primer año (que como citamos en (a) asumimos estable para cada nuevo contrato futuro), la actualización de los precios de los contratos en los años posteriores a la firma de los mismos, se asume en línea con la inflación estimada;
 - los factores que explican la tendencia esperada de reducción de LCoE en Capex para los ASP de WTG (inversión inicial en los parques eólicos) también aplican en el componente de LCoE de O&M (uno de los principales costes de explotación de los parques) aunque se compensa en el ingreso medio total ante el peso creciente en el mix de offshore, con precio medio por MW mayor respecto a onshore; y,
 - aumento de la línea de ingresos de *aftermarket* (mantenimiento por la Compañía de turbinas de fabricantes terceros).

Margen bruto y gastos de estructura del negocio⁽¹⁾ (1 de 2)

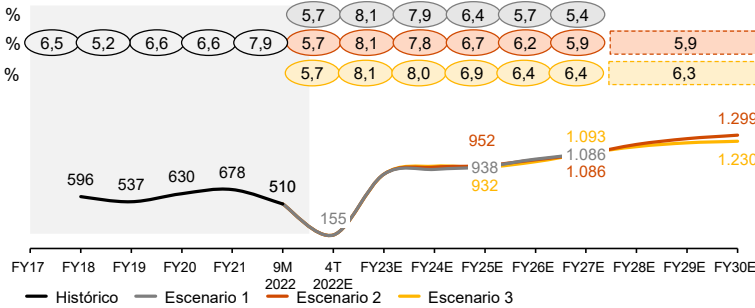
Proyectamos que la rentabilidad pueda recuperarse y maximizarse a largo plazo apalancándose en el fuerte crecimiento en volumen (MW), los planes de estabilización y eficiencia de la Compañía, la resolución de problemas internos de 5X y el mayor peso de WTG OFF y el negocio O&M con mayores márgenes que WTG ON

Evolución proyectada del margen bruto pre DPA y costes de I&R de SGRE (%)



- Hemos proyectado el margen bruto de la Compañía teniendo en cuenta la situación actual negativa en WTG y una recuperación hacia niveles por encima del histórico, considerando el mix de producto y teniendo en cuenta las medidas de estabilización, eficiencia y maximización de la Compañía consideradas en su Plan de Negocio.
- En el medio plazo (FY24-FY25), consideramos una recuperación del margen bruto producto de la estabilización de los costes de materiales y resolución de los problemas internos principalmente debidos a la plataforma 5.X.
- Asimismo, el aumento de los márgenes relativos consolidados se debe al cambio en el mix de producto a largo plazo por el cual WTG OFF y O&M, con mayores márgenes que WTG ON, ganan mayor peso sobre el total.
- Debido a la estabilidad en precios en WTG, el Escenario 1 asume que el máximo margen bruto se consigue en el FY27.
- El Escenario 2, es muy parecido por mayor peso relativo de O&M, hasta alcanzar la maximización en el FY30.
- El Escenario 3, en la medida que considera curvas de precios de ventas con bajadas algo más pronunciadas y menor consecución de ganancia de cuota de mercado que los otros dos escenarios, resulta en unos márgenes que progresivamente alcanzan en el FY30 el menor objetivo de maximización de los tres.

Evolución proyectada de gastos de estructura del negocio⁽¹⁾ (EURm)

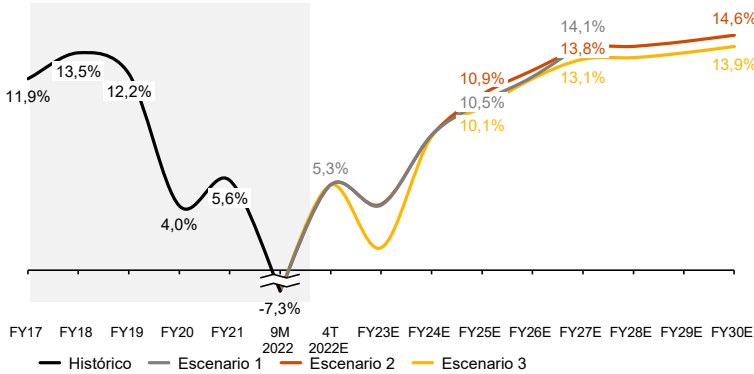


Notas: (1) Considera gastos de investigación y desarrollo y gastos de ventas y generales.
Fuente: Cuentas anuales de SGRE, Plan de Negocio y análisis PwC

Margen bruto y gastos de estructura del negocio⁽¹⁾ (2 de 2)

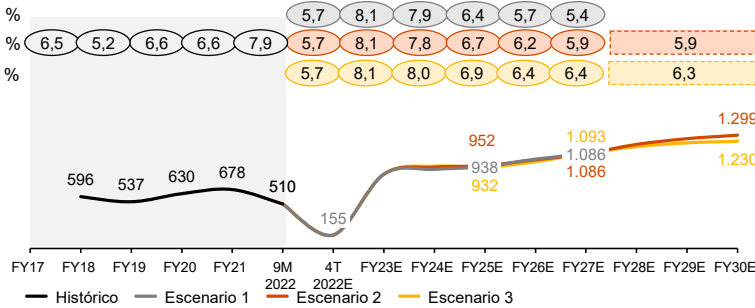
La estimación de gastos de estructura incluye el impacto del Programa Mistral que SGRE ha puesto en marcha para optimizar y maximizar la eficiencia de su estructura operativa

Evolución proyectada del margen bruto pre DPA y costes de I&R de SGRE (%)



- En cuanto a los gastos de estructura, especialmente investigación y desarrollo, necesarios para el funcionamiento y crecimiento de todas las líneas de negocio, proyectamos un perfil de evolución para los escenarios 2 y 3 similar al escenario 1.
- El Plan de Negocio contempla el incremento de gastos de estructura por proyectos de digitalización e informatización de procesos hasta el FY24, al igual que el Capex, necesarios para afrontar el fuerte crecimiento proyectado en volumen (MW).
- El Escenario 1 considera la consecución total del impacto de las medidas de eficiencias en costes recogidas bajo el Programa Mistral, publicado en la presentación de resultados 2T 2022 de SGRE de 5 de mayo de 2022 donde se anuncia el programa Mistral, el cual también se explica en la presentación 3T 2022 del 2 de agosto de 2022 y cuya cuantificación se incorpora al Plan de Negocio.
- Debido a la naturaleza de estos costes (en gran parte fija), el fuerte crecimiento esperado de las ventas genera una dilución de los costes de estructura agregados respecto a las ventas, diluyéndose progresivamente hasta el 5,4% en FY27 en el Escenario 1.
- Para el Escenario 2 y 3, el rango es más alto entre el 5,9%- 6,3% en FY30E. Hemos analizado el grado de concreción y riesgo de desviación posible, factorizando cierta desviación de consecución. Como contraste de razonabilidad a dicha hipótesis, también hemos contrastado con el ingreso medio resultante por empleado frente al ratio propio desde 2017 de la Compañía.

Evolución proyectada de gastos de estructura del negocio⁽¹⁾ (EURm)



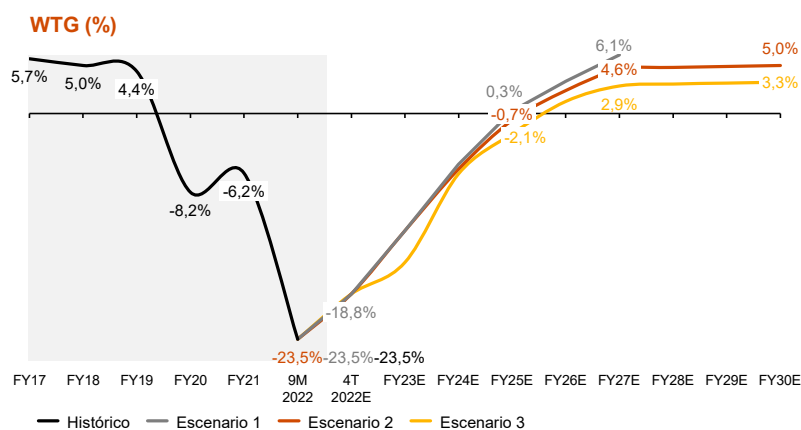
Notas: (1) Considera gastos de investigación y desarrollo y gastos de ventas y generales.
Fuente: Cuentas anuales de SGRE, Plan de Negocio y análisis PwC

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

Margen EBIT⁽¹⁾ por segmento (1 de 2)

El margen de WTG proyectado estima una recuperación de rentabilidad considerando un aumento del peso de offshore y la normalización de los problemas operacionales.



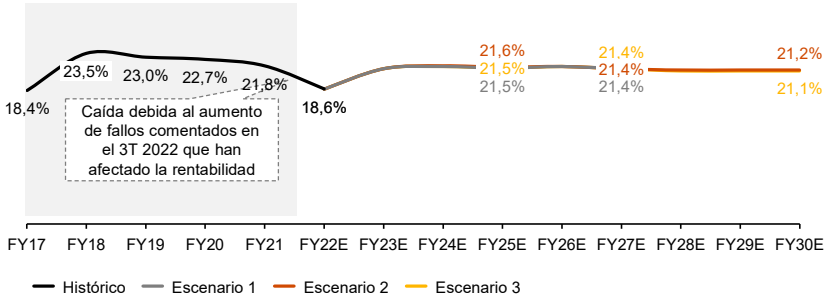
- El segmento de WTG ha tenido una caída de rentabilidad significativa desde FY20, debido principalmente a los problemas relacionados con la plataforma 5.X y el fuerte aumento de las materias primas y transporte no trasladado a precios de venta ya cerrados por contrato.
- Al igual que el Escenario 1, hemos considerado, en los Escenarios 2 y 3 una recuperación del margen gradual hasta valores normalizados, logrando rentabilidades positivas a partir de FY26, debido a un aumento en el peso de *offshore*, más rentable que *onshore*.
- El Escenario 1 considera un margen EBIT de WTG máximo de 6,1%.
- Los Escenarios 2 y 3 acaban en el FY30 a niveles muy similares aunque el Escenario 3 queda más penalizado, teniendo en cuenta que los ASP medios de ese escenario son inferiores a los otros dos escenarios y a los históricos desde 2017.
- El margen EBIT absoluto proyectado de WTG para el FY27 y VT de ese año del Escenario 1 representa un peso sobre el consolidado comparativamente mayor que el del FY30 y VT de los Escenarios 2 y 3, contando éstos por tanto con menor riesgo ponderado.

Nota: (1) Pre DPA y costes de I&R imputando los costes de estructura proyectados de forma consolidada
Fuente: Cuentas anuales, 9M 2022, Plan de Negocio, informes de analistas y análisis PwC

Margen EBIT⁽¹⁾ por segmento (2 de 2)

Estimamos que el margen de O&M será estable en torno al c.21%

O&M (%)



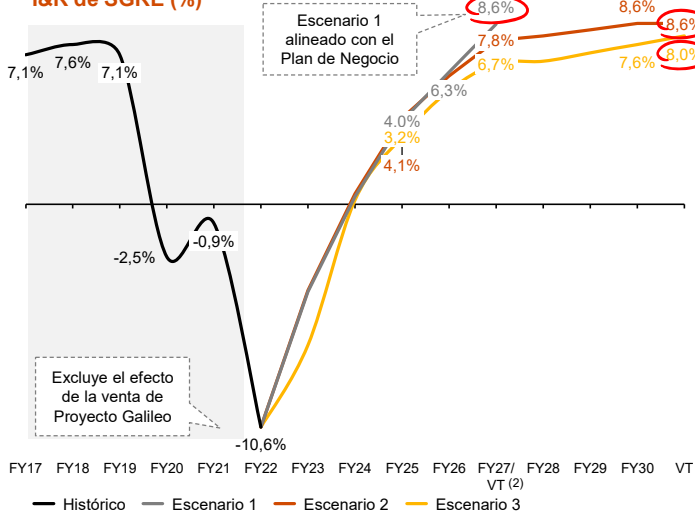
- El segmento de O&M goza de una rentabilidad estable que ha sido penalizada en FY22E ante el aumento del nivel de fallos de la flota existente en *onshore*. La Dirección considera que ha sido un evento puntual y espera que se normalice en el corto plazo.
- En la proyección, el margen EBIT de O&M de los Escenarios 2 y 3 se estabiliza en niveles del c. 21%, en línea con el Escenario 1.
- Los Escenarios 2 y 3 asumen una mayor contribución proporcional de O&M que se extiende hasta FY30.

Nota: (1) Pre DPA y costes de I&R imputando los costes de estructura proyectados de forma consolidada
Fuente: Cuentas anuales, 9M 2022, Plan de Negocio, informes de analistas y análisis PwC

Contraste de margen EBIT (1 de 2)⁽¹⁾

En línea con la visión a largo plazo comunicada por SGRE, consideramos que tras la recuperación de break even en FY24E, se normalizarán los márgenes EBIT y maximizarán progresivamente hasta el VT en el año que corresponde según el ritmo de cada escenario

Evolución proyectada del margen EBIT pre DPA y costes de I&R de SGRE (%)



- Durante los periodos FY20, FY21 y 9M 2022 el margen se ha mantenido en valores negativos por los problemas internos y externos comentados anteriormente.
- En los Escenarios 2 y 3 estimamos al igual que en el Escenario 1 que en el FY23 continúen las pérdidas relacionadas con los contratos onerosos así como una normalización de los costes de materias primas y resolución de los problemas internos para alcanzar el *break even* en el año FY24.
- El Escenario 1 proyecta una recuperación rápida del margen EBIT hasta el 8,6% en FY27 apalancado en las medidas del Programa Mistral y en las premisas de ingresos explicadas en páginas anteriores.
- Los Escenarios 2 y 3 proyectan una recuperación más gradual, obteniendo un margen máximo normalizado del 8,6% y del 8,0% en el VT a partir de FY30, respectivamente.
- Estos niveles de margen EBIT están en nuestra opinión en línea con la visión de largo plazo de la Compañía publicada el 2 de agosto de 2022 de maximizar el margen a largo plazo (después del FY25) en un 8% o superior.

Fuente: Cuentas anuales de SGRE, Plan de Negocio y análisis PwC

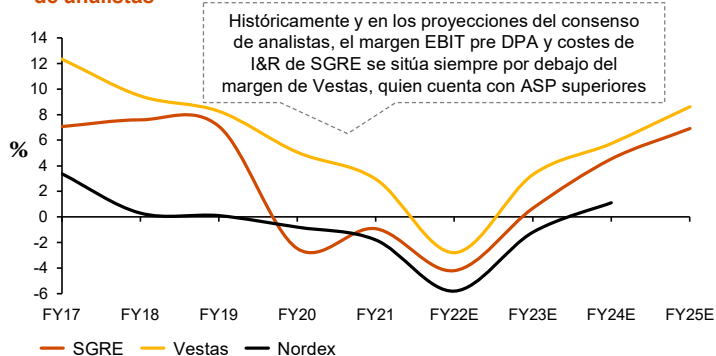
(1) Pre DPA y costes de I&R

(2) El VT es exclusivamente del Escenario 1 (Plan de Negocio)

Contraste de margen EBIT (2 de 2) ⁽¹⁾

En línea con la visión a largo plazo comunicada por SGRE, consideramos que tras la recuperación de break even en FY24E, se normalizarán los márgenes EBIT y maximizarán progresivamente hasta el VT en el año que corresponde según el ritmo de cada escenario

Margen EBIT pre DPA y costes de I&R (%) estimado por consenso de analistas



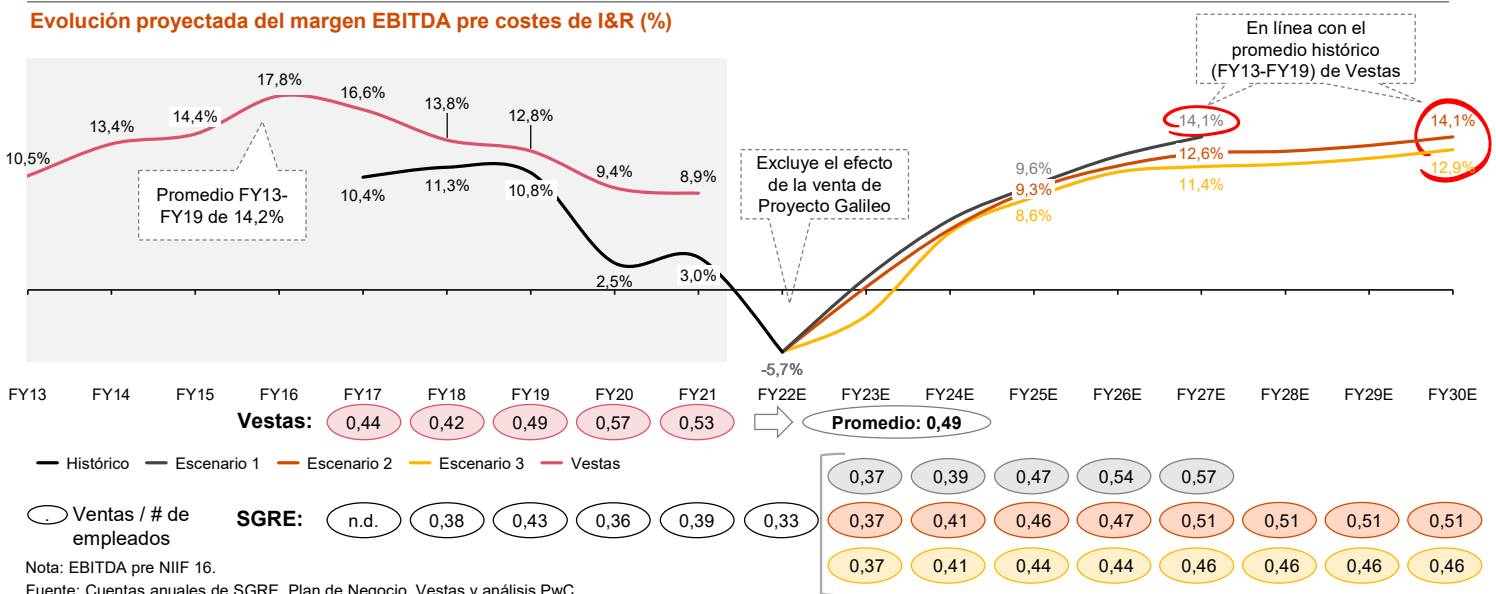
Fuente: Cuentas anuales de SGRE, Vestas y Nordex, informes de analistas y análisis PwC
(1) Pre DPA y costes de I&R

- La mayoría de los analistas (Credit Suisse, UBS, Jefferies, HSBC, Morgan Stanley y Morningstar) (ver Anexo 5 "Detalle de estimaciones macroeconómicas y del sector") estiman que SGRE alcanzará el *break even* en FY23, a diferencia de lo indicado por la propia SGRE en su Presentación de resultados de 3T 2022 (márgenes negativos FY22 y FY23) y lo considerado en el Plan de Negocio de la Compañía.
- SGRE, en su comunicación de visión a largo plazo publicada el 2 de agosto de 2022, indica que aspira alcanzar el objetivo de margen EBIT igual o superior al 8% a largo plazo (después del FY25) y lógicamente según las condiciones de negocio y de mercado. En el Anexo 5 mostramos que solamente parte de los analistas han actualizado sus estimaciones después de la comunicación de la Compañía, solo proyectan hasta el FY24 y FY25 y sus estimaciones presentan alta dispersión y promedio superiores a las estimadas por la Dirección. Por ello, las proyecciones a largo plazo (FY25) de los analistas que todavía asumen un promedio del 7% (ver página 167) para dicho año, no puede compararse con nuestros escenarios.
- En línea con la experiencia desde 2017, nuestro margen proyectado se sitúa siempre por debajo del esperado para Vestas por el consenso de analistas (ver Anexo 5) en el medio plazo y por debajo de la visión que Vestas comunicó en su presentación de resultados del FY21 publicada el 10 de febrero de 2022 de recuperar un margen del 10% en el largo plazo, dado que históricamente sus márgenes (tanto de WTG como de O&M) han sido superiores a los de SGRE.

Otros contrastes

Hemos contrastado el margen EBITDA pre costes de I&R y el ratio de ventas por número de empleados comparado con Vestas

Evolución proyectada del margen EBITDA pre costes de I&R (%)

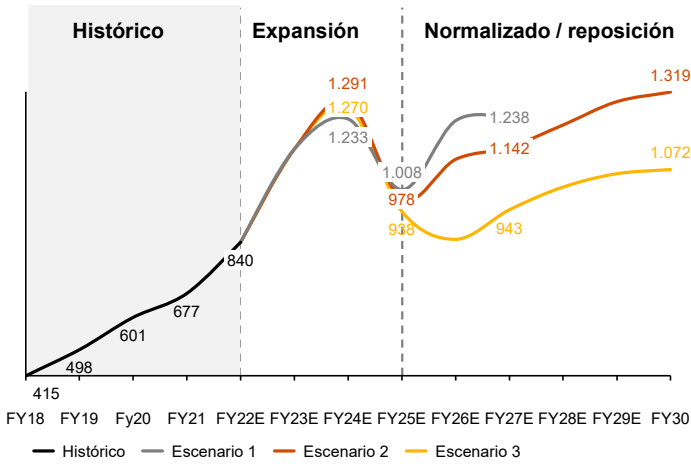


- Hemos realizado un análisis de razonabilidad del gasto de personal y ventas implícito en las proyecciones. En los tres escenarios se proyecta una mejora de la ratio de ventas por empleado. En el Escenario 1, la ratio alcanza 0,57, en línea con el valor máximo de Vestas obtenido en FY20. En los Escenario 2 y 3, la ratio alcanza en el FY28-FY30 una ratio más sostenida que se aproxima a la media histórica de Vestas de 0,49.

Capex

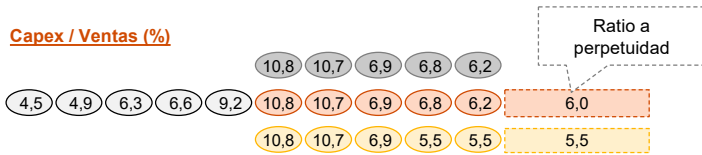
La evolución proyectada del Capex / Ventas de SGRE considera dos periodos; (i) expansión a corto y medio plazo hasta el FY25E con planes de la Dirección; y (ii) nivel de reposición normalizado a partir del FY26E en línea con el promedio registrado desde 2017, estimaciones de analistas (ver Anexo 5) y contrastes de su razonabilidad con la Dirección

Proyección de Capex (EUR millones)



- La ratio Capex/ Ventas desde 2017 ha ido en aumento producto de mayores necesidades de inversión en desarrollo de tecnología y capacidad productiva para cubrir los requerimientos de la creciente demanda prevista para los próximos años, tal y como se publica en las cuentas anuales de SGRE del FY20-FY21. Desde FY20 el segmento de *offshore* ha concentrado más de la mitad de las inversiones de estos ejercicios.
- Hemos estimado la evolución del Capex considerando dos periodos dentro del horizonte de proyección. A corto y medio plazo (FY22E-FY25E) hemos considerado un aumento significativo de Capex/ Ventas comparado con los valores desde 2017, necesario para cubrir los requerimientos de desarrollo de tecnología y capacidad productiva del segmento *offshore*, en base al Plan de Negocio y contrastes con la Dirección. La Dirección estima que durante este periodo c.70% del Capex sea destinado al segmento *offshore* para abordar el gran crecimiento del mercado hasta el FY30E (estimamos que los ingresos se dupliquen en la proyección).
- Una vez finalizado el periodo de FY22E-25E, hemos considerado un Capex/ Ventas que tiende hacia niveles normalizados, donde únicamente se considera Capex de reposición. Esta normalización asume niveles de Capex de reposición suficientes para seguir haciendo frente a la creciente demanda de aerogeneradores, debido a la fuerte inversión en los años previos y reponer la base invertida futura. Es decir, el fuerte nivel de inversiones durante la primera mitad de la década genera un incremento de la base de activos necesario para doblar las ventas y la amortización anual en la segunda mitad de la década de dicha base futura marca las necesidades de Capex de reposición para mantener la base de activos necesaria para sostener el nivel de ventas a perpetuidad.
- Los % de Capex de reposición que hemos considerado a perpetuidad son del 6% para los escenarios con más ventas y precios (Escenario 1 y Escenario 2) mientras que en el Escenario 3, se modera el nivel a perpetuidad FY30 al 5,5%. Tal y como hemos comentado anteriormente, hemos contrastado la razonabilidad de estas hipótesis con la Dirección.

Capex / Ventas (%)

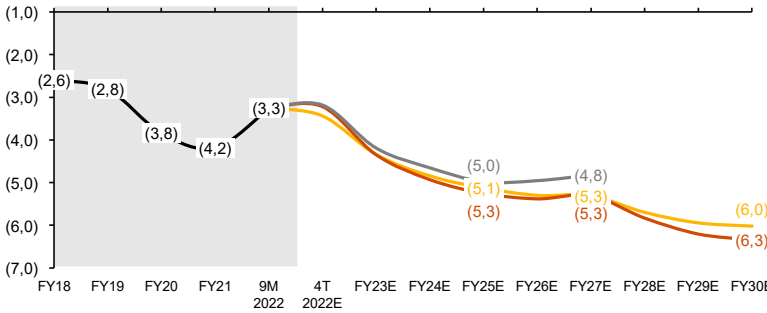


Fuente: Análisis PwC, informes de analistas, la Compañía, Plan de Negocio, cuentas anuales de SGRE, y Vestas.

Capital circulante (1 de 2)

SGRE presenta un capital circulante negativo debido a la financiación con anticipos de clientes habitual en la industria. Hemos proyectado alcanzar unos niveles sobre ventas (pasivos por contrato) de -12,5% a perpetuidad en los Escenarios 1 y 2 y -14,5% en el Escenario 3, cada uno en su respectivo año de VT, en línea con nuestros análisis, en contraste con analistas (Anexo 5) y cuya razonabilidad hemos contrastado con la Dirección

Capital circulante (EUR bn)



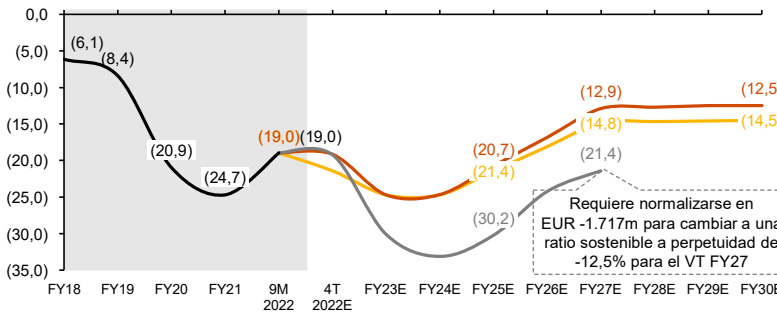
- La tendencia reciente desde 2017 de variación positiva del capital circulante (mayor capital circulante negativo en términos absolutos) se ha visto interrumpida en 9M 2022, principalmente debido a la subida de días de existencias por seguridad ante problemas de suministro/ riesgos.

- Los niveles negativos de capital circulante, propios de la industria, se deben principalmente a los cobros anticipados de clientes por importes significativos como el hito inicial para financiar los inicios de producción, aprovisionamientos y Capex. Por tanto, es normal en la industria financiarse con el capital circulante negativo (anticipos de clientes, pasivos por contrato) frente a la financiación bancaria, tal como se observa en los valores de SGRE desde 2017 hasta FY21.

- El Escenario 1 contempla un incremento extraordinario de la partida pasivos por contrato a partir de FY23E y sostenido hasta FY25E, necesarios para la financiación del Capex requerido por el segmento de *offshore*. Como consecuencia, la ratio de capital circulante como % de ventas (excluyendo provisiones por garantías) resulta a partir de FY23E en niveles negativos de c.-30%, hasta FY25 para luego disminuir hasta c.-21,5% en FY27. Según nuestros análisis y contrastes con la Dirección, a perpetuidad deben normalizarse a un nivel más sostenible de -12,5%. Para poder asumir ese nivel normal a perpetuidad, debemos tener en cuenta el impacto de normalizar el último proyectado de -21,5% a -12,5% en el FY27, antes del cálculo del VT en dicho año.

- Los Escenarios 2 y 3, consideran un incremento más moderado de la partida de pasivos por contrato para el periodo FY23-FY25, ante el riesgo de dificultad de conseguir que en los futuros contratos se consigan mayores niveles de anticipos de clientes, en un entorno cada vez más competitivo y con incrementos en los tipos de interés. Una vez superado este periodo, la ratio de capital circulante se modera gradualmente hasta FY30 y perpetuidad hasta -12,5% y -14,5%, respectivamente.

Capital circulante (% de ventas, excl. Provisiones)



Requiere normalizarse en EUR -1.717m para cambiar a una ratio sostenible a perpetuidad de -12,5% para el VT FY27

— Histórico — Escenario 1 — Escenario 2 — Escenario 3

Fuente: CCAA consolidadas, 9M 2022, Plan de Negocio y análisis PwC

Capital circulante (2 de 2)

SGRE presenta un capital circulante negativo debido a la financiación con anticipos de clientes habitual en la industria. Hemos proyectado alcanzar unos niveles sobre ventas (pasivos por contrato) de -12,5% a perpetuidad en los Escenarios 1 y 2 y -14,5% en el Escenario 3, cada uno en su respectivo año de VT, en línea con nuestros análisis, en contraste con analistas (Anexo 5) y cuya razonabilidad hemos contrastado con la Dirección

- Hemos contrastado la ratio de capital circulante sobre ventas alcanzada en el FY30 y a perpetuidad con las expectativas a largo plazo de los analistas de SGRE (ver Anexo 5 “Detalle de estimaciones macroeconómicas y del sector”) que contemplan un negocio con valores sostenibles cercanos al -12% y en línea con la ratio normalizada de la industria en un rango entre -15% y -10% según J.P. Morgan en su el informe de cobertura de SGRE de fecha 11 de febrero de 2022 y cuya razonabilidad hemos contrastado con la Dirección.
- En circunstancias normales, el nivel de capital circulante negativo permite a SGRE mantener un balance saneado y una posición financiera donde la caja exceda a las deudas financieras (excluyendo las deudas por arrendamiento de la NIIF16), resultando en una PFN positiva. Para más detalle ver Anexo 2 de “Coste Medio Ponderado de Capital”.
- La Compañía opera habitualmente con líneas de *factoring* sin recurso como anticipos de cuentas a cobrar por parte de entidades financieras a las cuales se les traspasa el riesgo de cobro. Ello reduce el saldo de capital circulante y no se considera como deuda financiera. Dado que proyectamos que el mantenimiento de esas líneas conlleva un coste financiero operativo a futuro (menos capital circulante y mejor flujo), el *factoring* y su coste financiero proyectado se han deducido del EBITDA considerado en el DFC, para ser consistentes.
- En cuanto a las provisiones por garantías, los días de garantías se han ido reduciendo desde 2017 hasta alcanzar en el FY21 una ratio de 60 días. Esta ratio se ha seguido manteniendo estable durante los tres primeros trimestres del FY22.
- El Escenario 1 considera hasta el FY27 salidas de caja asociadas a provisiones de Adwen (compañía de O&M de *offshore* dependiente de SGRE), reduciendo así el flujo de caja del periodo.
- Para los Escenarios 2 y 3, en base a conversaciones con la Dirección, que considera haber alcanzado en el 9M 2022 una ratio normalizada, hemos proyectado las provisiones por garantías considerando una ratio estable de 60 días, en base a los datos de FY21 y 9M 2022 (c. 60 días) para que evolucione proporcionalmente con las ventas proyectadas. Para mayor detalle del capital circulante, ver Anexo 3 “Detalle de las proyecciones financieras”.

Valor terminal

- En el valor terminal, hemos considerado una “g” en línea con las estimaciones de inflación a largo plazo de la Eurozona, consistente con la moneda de las proyecciones del DFC. De este modo, consideramos que se cumple de la paridad del poder adquisitivo (*purchasing power parity* o PPP) en la relación esperada a largo plazo entre los diferenciales de inflación y la evolución de tipos de cambio entre sus monedas de origen y el euro. En otras palabras, este enfoque considera que los tipos de cambio a largo plazo, entre las monedas locales de los países donde opera SGRE y el euro, evolucionarán de forma que compensen las diferentes tasas de inflación diferenciales previstas entre dichas monedas y el euro.
- En consistencia con ello, hemos estimado la tasa de descuento en euros, a partir de la consideración de las tasas libre de riesgo de cada país en moneda local y ajustada con el citado diferencial de las inflaciones de cada moneda y euros a largo plazo. En primer lugar, consideramos las rentabilidades de los bonos soberanos correspondientes a cada país en términos reales que, traducimos a términos nominales en euros utilizando las expectativas del consenso de inflación a largo plazo de la moneda correspondiente, y ajustamos por la inflación a largo plazo de la zona euro, utilizando el mismo valor que se considera como “g”. De este modo, obtenemos la tasa libre de riesgo nominal de cada país expresada en euros, manteniendo la consistencia con el crecimiento a perpetuidad considerado en el valor terminal también expresado en euros, por lo que, si se incrementa la “g”, se incrementaría el CMPC del mismo modo. Así mismo, la “g” en euros considerada está en línea con el objetivo que tiene el Banco Central Europeo de controlar la inflación a largo plazo en torno al 2%.
- Si bien, el enfoque habitual en la práctica de valoraciones es asumir un crecimiento a perpetuidad no superior a la inflación estimada a largo plazo, en este caso, podría llegar a ser considerado como optimista, teniendo en cuenta la tendencia decreciente de los precios de venta y los potenciales riesgos futuros de obsolescencia tecnológica de esta tecnología particular en algún momento en el largo plazo. En este sentido, se estima una caída del LCoE hasta el año 2050, reflejado en las estimaciones de la Agencia Internacional de Energía que, unido a una estimación de una cuota elevada de mercado de *offshore* de entre 50% y 45% en la perpetuidad, lo cual podría implicar menor selectividad de proyectos por motivos de precios bajos y, por tanto, aumentar la posibilidad de enfrentarse a la presión que los clientes ejercerán sobre los precios de venta.
- Una tasa de g (a perpetuidad) a partir de dicho momento superior a la inflación implica asumir crecimiento en capacidad y volumen a perpetuidad y permanente, expectativa por la cual cualquier participante en el mercado no está dispuesto a pagar al no ser visible para el conjunto del mercado, y para la que, en todo caso, se requeriría asumir un Capex de expansión de capacidad permanente a perpetuidad (superior al Capex normalizado de reposición a perpetuidad).

Evolución esperada del IPC de la Eurozona

Evolución esperada del IPC de la Eurozona por entidad

Fuente	2022	2023	2024	2025	2026
Oxford Economics	7,10%	1,90%	0,90%	1,40%	n.d.
EIU	7,20%	3,30%	2,10%	2,00%	1,90%
BMI	9,89%	4,97%	3,08%	2,69%	2,68%
IHS	7,57%	3,33%	1,87%	2,16%	2,02%
FMI	5,25%	2,26%	1,81%	1,80%	1,84%
Promedio	7,40%	3,15%	1,95%	2,01%	2,11%

Fuente: Oxford Economics, The Economist Intelligence Unit (EIU), BMI Research (BMI), IHS Markit (IHS) y Fondo Monetario Internacional (FMI) a julio 2022.

- Consideramos el promedio de estimaciones de IPC hasta el 2026 válido para la estimación de la "g", debido a que el número de fuentes de información existentes con estimaciones de IPC a más largo plazo es en nuestra opinión insuficiente.

Ajustes al Equity Value (1 de 3)

Los principales ajustes positivos al Equity Value son la tesorería y los activos financieros recogidos en la partida de otros activos

Activos consolidados

€ en millones	9M 2022	Implicito en el DCF	Valorado de forma separada	Concepto sin impacto a caja	Incluido como ajuste al equity value
1 Caja y otros equivalentes	1.237	-	-	-	1.237
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.001	1.001	-	-	-
Deudores comerciales del Grupo	7	7	-	-	-
Activos por contrato	1.545	1.545	-	-	-
Existencias	2.369	2.369	-	-	-
Otros activos financieros corrientes	316	-	-	-	316
2 Otros activos	820	820	-	-	-
Total activos corrientes	7.295	5.742	-	-	1.553
Fondo de comercio	4.853	4.853	-	-	-
Inmovilizado intangible	1.585	1.585	-	-	-
Inmovilizado material	2.708	2.708	-	-	-
3 Inv. contab. según el método de la participación	89	-	93	-	182
4 Activos por impuestos diferidos	579	-	552	27	-
2 Otros activos	189	-	-	-	189
Total activos no corrientes	10.003	9.146	645	27	371
Total activos	17.298	14.888	645	27	1.924

Fuente: CCAA FY21, cuentas trimestrales 9M 2022, análisis PwC y la Dirección

- Caja y otros equivalentes:** consideramos toda la caja del Grupo a nivel consolidado.
- Otros activos:** corresponde a activos financieros que incluye créditos y cuentas a cobrar otorgados a terceros negociados durante el FY20 y un depósito a largo plazo. Adicionalmente, también corresponde a derivados de cobertura destinados principalmente a coberturas de moneda extranjera registrados a valor razonable.
- Inversiones contabilizadas por método de participación:** corresponde principalmente a la inversión en Windar Renovables, S.A. Dicha partida está reconocida en balance a coste histórico, con cambios en dicho valor en base a las pérdidas o ganancias posteriores a la adquisición de la sociedad. Hemos realizado un ejercicio de valoración mediante un enfoque de DFC y múltiplos de mercado en base a las últimas cuentas anuales consolidadas de Windar Renovable, S.A. del FY21, estimaciones de FY22 y FY23, considerando un rango de valor bajo diversos escenarios de curva de ventas y márgenes sostenibles, con el que concluimos un valor de mercado de EUR 180m. Hemos ajustado el valor en libros para contemplar el valor de mercado dentro del ajuste al Equity Value.
- Activos por impuestos diferidos ("AID"):** hemos estimado el valor presente de las diferencias temporarias, las bases imponibles negativas (BINs) y las deducciones capitalizadas y no capitalizadas en balance de forma separada. Para mayor detalle, véase sección correspondiente y el Anexo 4 de "Valor presente de los activos y pasivos por impuestos diferidos".
 - Adicionalmente, no se han incluido los AIDs que surgieron por diferencias entre el criterio contable y fiscal surgidos de combinaciones de negocios (DPA) pasadas, al no representar una entrada de caja futura.

Ajustes al Equity Value (2 de 3)

Los principales ajustes negativos al Equity Value son las deudas con entidades de crédito y las otras obligaciones financieras incluidas en otros pasivos

Pasivos consolidados

€ en millones	9M 2022	Implicito en el DCF	Valorado de forma separada	Concepto sin impacto a caja	Incluido como ajuste al equity value
1 Deuda financiera	1.687	139	-	-	(1.548)
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	3.045	3.045	-	-	-
Pasivos comerciales del Grupo	29	29	-	-	-
Pasivos por contrato	3.585	3.585	-	-	-
Provisiones corrientes	1.026	897	-	-	(129)
Garantías	514	514	-	-	-
Contratos en pérdidas	384	384	-	-	-
Otras provisiones	129	-	-	-	(129)
2 Otros pasivos	1.052	806	-	-	(246)
3 Total pasivos corrientes	10.424	8.501	-	-	(1.923)
1 Deuda financiera LP	1.825	727	-	-	(1.098)
Deudas con entidades de crédito LP	1.098	-	-	-	(1.098)
Deudas por arrendamiento financiero LP	727	727	-	-	-
4 Obligaciones por prestaciones al personal	18	-	-	-	(18)
Provisiones LP	1.295	1.265	-	-	(30)
Garantías LP	976	976	-	-	-
Contratos en pérdidas LP	289	289	-	-	-
Otras provisiones LP	30	-	-	-	(30)
Pasivos por impuesto diferido	137	-	(120)	257	-
3 Otros pasivos	169	43	-	-	(126)
Total pasivos no corrientes	3.444	2.035	(120)	257	(1.272)
Total patrimonio neto	3.431	-	-	3.415	(16)
Total pasivo y patrimonio neto	17.298	10.536	(120)	3.672	(3.211)
Ajustes a equity del balance					(1.288)
Venta del proyecto Galileo					530
Ajustes al valor del equity					(758)

1 Deudas con entidades de crédito: incluye principalmente la línea de crédito *revolving* con entidades financieras y préstamos cuyo valor razonable es similar a su valor contable, según los estados financieros trimestrales de SGRE a 30 de junio de 2022. Como se ha explicado en páginas anteriores, hemos realizado el DFC sin considerar el tratamiento contable de la deuda por arrendamiento de la NIIF 16, los cuales son el valor actual de las rentas de alquiler previstas a futuro, las cuales ya tratamos como un gasto que se deduce del FCL proyectado.

2 Provisiones: corresponden principalmente a provisiones por procedimientos legales o relacionadas con el personal.

3 Otros pasivos: corresponden principalmente a obligaciones con el personal, periodificaciones e ingresos diferidos, bonos emitidos por la sociedad dominante y pagos diferidos por compras previas. No hemos considerado las obligaciones con el personal, periodificaciones ni ingresos diferidos como ajustes al valor del Equity al estar ya consideradas en el DFC, dentro del cálculo del capital circulante.

4 Obligaciones por prestaciones al personal: corresponden principalmente a la provisión por los planes de prestaciones definidas post-empleo para la mayoría de sus empleados en Alemania que proporciona el Grupo.

Fuente: CCAA FY21, cuentas trimestrales 9M 2022, análisis PwC y la Dirección

Ajustes al Equity Value (3 de 3)

Los principales ajustes negativos al Equity Value son las deudas con entidades de crédito y las otras obligaciones financieras incluidas en otros pasivos

Pasivos consolidados

€ en millones	9M 2022	Implicito en el DCF	Valorado de forma separada	Concepto sin impacto a caja	Incluido como ajuste al equity value
Deuda financiera	1.687	139	-	-	(1.548)
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	3.045	3.045	-	-	-
Pasivos comerciales del Grupo	29	29	-	-	-
Pasivos por contrato	3.585	3.585	-	-	-
Provisiones corrientes	1.026	897	-	-	(129)
Garantías	514	514	-	-	-
Contratos en pérdidas	384	384	-	-	-
Otras provisiones	129	-	-	-	(129)
Otros pasivos	1.052	806	-	-	(246)
Total pasivos corrientes	10.424	8.501	-	-	(1.923)
Deuda financiera LP	1.825	727	-	-	(1.098)
Deudas con entidades de crédito LP	1.098	-	-	-	(1.098)
Deudas por arrendamiento financiero LP	727	727	-	-	-
Obligaciones por prestaciones al personal	18	-	-	-	(18)
Provisiones LP	1.295	1.265	-	-	(30)
Garantías LP	976	976	-	-	-
Contratos en pérdidas LP	289	289	-	-	-
Otras provisiones LP	30	-	-	-	(30)
5 Pasivos por impuesto diferido	137	-	(120)	257	-
Otros pasivos	169	43	-	-	(126)
Total pasivos no corrientes	3.444	2.035	(120)	257	(1.272)
6 Total patrimonio neto	3.431	-	-	3.415	(16)
Total pasivo y patrimonio neto	17.298	10.536	(120)	3.672	(3.211)
Ajustes a equity del balance					(1.288)
7 Venta del proyecto Galileo					530
Ajustes al valor del equity					(758)

Fuente: CCAA FY21, cuentas trimestrales 9M 2022, análisis PwC y la Dirección

5 Pasivos por impuestos diferido ("PID"): hemos estimado el valor presente de los PID. Para mayor detalle, véase el Anexo 4 "Valor presente de los activos y pasivos por impuestos diferidos".

• Adicionalmente, no se han incluido los PIDs que surgieron por diferencias entre el criterio contable y fiscal surgidos de combinaciones de negocios (DPA) pasadas, al no representar un desembolso futuro.

6 Patrimonio Neto: incluye la partida de participaciones minoritarias y el importe registrado a valor razonable de los pagos basado en acciones a fecha de balance.

7 Venta del Proyecto Galileo: SGRE ha llegado a un acuerdo con SSE Renewables International Holdings Limited para vender activos en el sur de Europa con un impacto en caja de EUR 530 millones (neto de costes y gastos relacionados a la operación, con un precio de venta de EUR 580 millones a los que se les sustraen gastos derivado de la venta), cifras que nos ha confirmado la Compañía y difirieron levemente de los últimos datos comunicados al mercado el 2 de agosto de 2022. En el Hecho Relevante del 1 de septiembre de 2022, la Compañía ha informado que se obtuvieron las autorizaciones de las autoridades regulatorias correspondientes y que habiéndose cumplido determinadas condiciones acordadas, la operación se ha ejecutado. Asimismo, la cifra de ajustes queda sujeta a la revisión habitual de los valores a finales de capital circulante y deuda neta medidos en la fecha de cierre en base a estados contables elaborados después del cierre. Asimismo, la Dirección nos ha confirmado que no ha habido avances materiales en la potencial venta de otros activos.

Valor presente de los activos y pasivos por impuesto diferidos (1 de 2)

- En el Anexo 4 se incluye el detalle de los cálculos.
- Para la estimación del valor presente de las bases imponibles negativas ("BINs") y de las deducciones, hemos tomado como punto de partida el desglose de las BINs y deducciones distribuidas por grupo fiscal facilitado por la Compañía, observando que dichos importes están en línea con los activos por impuestos diferidos ("AIDs") totales activados y no activados en balance a FY21.
- Hemos dividido cada grupo fiscal en base al desglose de ventas por grupo fiscal facilitado por la Dirección para el periodo FY21. Hemos adoptado las hipótesis empleadas en el DFC para los escenarios para proyectar el crecimiento de ventas y de márgenes EBIT de la Compañía en cada jurisdicción.
- Hemos empleado el EBIT como la mejor aproximación disponible a la base imponible.

Valor presente de las BINs

- En base a las hipótesis adoptadas de crecimientos y márgenes previamente descritas, se estima que se generarán nuevas BINs durante los primeros años proyectados. Adicionalmente, hemos incluido para el FY22 el impacto de la venta del proyecto Galileo, que no ha sido considerado en los flujos de caja proyectados en los escenarios de DFC.
- Para el cálculo de la recuperabilidad de las BINs existentes, hemos analizado las regiones donde caducan las BINs en caso de no aprovecharse durante un periodo de tiempo limitado, distribuyendo las BINs desglosadas en las CCAA consolidadas del FY21 con fecha de expiración (FY30E y FY31E) entre dichas regiones (Navarra y Vizcaya, India y Resto del mundo).
- Por último, se han aplicado los límites de deducibilidad y tributaciones acordados a cada jurisdicción.

Valor presente de las deducciones

- En base a conversaciones mantenidas y al soporte facilitado por la Dirección, se ha asumido que todos los créditos en balance surgen por I+D y se activan en Navarra, donde se desarrollan actividades de I+D de *onshore*. Adicionalmente, y en base a la misma fuente de información, se asume que las actividades de I+D desarrolladas en Dinamarca para el segmento offshore no son activables.
- Así pues, se ha asumido que todas aquellas deducciones que están pendientes de expirar según las CCAA consolidadas FY21, expirarán en Navarra en caso de no ser aprovechadas a tiempo.
- Adicionalmente, se han considerado nuevas deducciones fiscales que se generarían por los gastos proyectados de I+D asociados al negocio de *onshore*.
- El valor presente de los créditos fiscales ha sido calculado en base a la Ley Foral 26/2016, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades.

Valor presente de los activos y pasivos por impuesto diferidos (2 de 2)

Valor presente de las diferencias temporarias

- Por último, debido a la diferencia de criterios y aplicación entre las bases contables y fiscales, surgen activos y pasivos fiscales por diferencias temporarias.
- Hemos estimado el valor presente de los AIDs por provisiones en base al movimiento del saldo de provisiones por garantía implícito para los escenarios y considerando un tipo impositivo aplicable a SGRE del 29%. El resto de activos y pasivos por impuestos diferidos (AIDs y PIDs) se han valorado conjuntamente en base a la variación de su saldo neto, calculado en línea con la media del porcentaje sobre ventas del periodo FY18-FY21, sobre las ventas proyectadas.
- La principal diferencia entre el valor actual de los AID / PID entre el Escenario 1 y los Escenarios 2 y 3 obedece a estas diferencias temporarias. En concreto se debe, en su mayoría, al impacto fiscal que generan las provisiones por garantía.
- Las provisiones anticipan un coste estimado por un evento futuro que todavía no se ha producido y, por tanto, a pesar de que contablemente el coste se reconoce con la dotación a la provisión, desde un punto de vista fiscal, el gasto proyectado no es deducible fiscalmente hasta que se produce dicho evento y se paga el coste real.
- Esta diferencia de criterios genera una diferencia temporaria entre el momento contable en el que se reconoce el gasto y el momento fiscal en el que este gasto es considerado deducible para el pago del impuesto efectivo. Por ello, para recoger este impacto, se reconoce en balance un AID.
- El Escenario 1 asume un menor gasto proyectado por provisiones, tal y como recoge el Plan de Negocio, durante los primeros años para después estabilizarse en términos absolutos hasta el FY27, mientras que en los Escenarios 2 y 3 consideramos que los gastos de las provisiones proyectadas evolucionan (crecen) en línea del crecimiento del negocio.

CMPC – Enfoque metodológico (1 de 3)

Tratamiento de la rentabilidad-riesgo

- El método del DFC estima el valor fundamental (o intrínseco) del negocio al capturar las expectativas de FCL futuros proyectados que los inversores del mercado tienen sobre el negocio en particular que se valora, teniendo en cuenta sus similitudes con otras empresas comparables del sector, así como sus particularidades.
- Los FCL futuros proyectados y el VT (que representa la estimación del valor del negocio futuro estimado a partir del último año proyectado) se actualizan al valor presente a la tasa de descuento CMPC.
- El CMPC representa la rentabilidad esperada a largo plazo, estimada como la media ponderada de la rentabilidad de mercado esperada por los accionistas (o coste de los recursos propios) y la rentabilidad de mercado esperada por los recursos ajenos (o coste de la deuda).
- El CMPC también puede interpretarse como el coste de oportunidad que un inversor en el mercado esperado de un negocio que opera en el mismo sector y comparable al que se valora.
- La fórmula de estimación del CMPC es la siguiente:

$$CMPC = Ke * \frac{E}{EV} + Kd * \frac{D}{EV}$$

$Ke = Rf + \beta * PRM$

$Kd = (Rf + Spread) * (1 - T)$

- Donde:
 - Ke = rentabilidad de mercado esperada por los accionistas o coste de los recursos propios
 - Rf = tasa libre de riesgo (riesgo soberano del país reflejado en la deuda soberana) en términos nominales (incluye expectativa de inflación a largo plazo).
 - β = coeficiente beta sectorial (volatilidad relativa de las cotizadas del sector frente al índice de todo el mercado de renta variable)
 - PRM = prima de riesgo de mercado de renta variable (acciones)
 - Kd = rentabilidad de mercado esperada por los recursos ajenos o coste (neto) de la deuda
 - Spread = diferencial medio de riesgo crediticio corporativo exigido por el mercado de renta fija corporativa sobre la rentabilidad de la deuda soberana (Rf)
 - T = tipo de impositivo (impuesto de sociedades)
 - E = *Equity Value* (valor del mercado de las acciones)
 - EV = *Enterprise Value* (valor del negocio)
 - D = valor de la deuda
 - E/EV = proporción de mercado del *Equity Value* (valor acciones) sobre el EV
 - D/EV = proporción de mercado de la deuda sobre el EV (también denominado estructura de apalancamiento financiero óptimo)

CMPC – Enfoque metodológico (2 de 3)

- La ecuación para la estimación de la K_e se basa en el conocido y generalmente aceptado modelo de teoría financiera *Capital Asset Pricing Model* (“CAPM”).
- Por su desarrollo metodológico, el CMPC refleja el **riesgo de mercado** percibido por los participantes del mercado a partir de variables de rentabilidad-riesgo observables en negocios y activos financieros cotizados comparables y captura (i) el denominado riesgo soberano (a través de la R_f); (ii) el riesgo de mercado sectorial (a través del coeficiente beta que corrige a la PRM); y (iii) el riesgo crediticio corporativo percibido por el mercado de deuda corporativa (a través de la K_d).
- El **riesgo de mercado** también denominado riesgo no diversificable, no puede eliminarse en una cartera de inversión totalmente diversificada y, por tanto, el CMPC mide la rentabilidad esperada por los participantes del mercado para compensar la volatilidad (riesgo) esperada en el valor de una inversión en este mismo sector motivado por factores macroeconómicos y sectoriales que afectarán en término medio a las empresas cotizadas de dicho sector.
- El **riesgo específico**, también denominado diversificable, se refiere al conjunto de riesgos que pueden afectar de forma particular al negocio que se valora (y no necesariamente afectar en la misma medida a otro comparable del sector) y que pueden representar un mayor o menor grado de cumplimiento (desviación) de un escenario concreto de proyección de FCL futuros. Así, una proyección de FCL futuros comparativamente optimista de un plan de negocio (por ejemplo, con mayor crecimiento, mayores márgenes, mayor retorno sobre el capital invertido) puede tener un mayor riesgo específico de incumplimiento en el futuro que un escenario de proyección de FCL futuros comparativamente más conservador.
- En nuestro trabajo, hemos reflejado el riesgo de mercado (riesgo soberano, riesgo sectorial y riesgo crediticio corporativo) mediante el CMPC mientras que el riesgo específico se ha tratado mediante el análisis de razonabilidad y coherencia global financiera de las proyecciones financieras bajo dos Escenarios (2 y 3) que ilustran las hipótesis de negocio claves con más volatilidad (riesgo) específica futura percibida respecto al Escenario 1 (Plan de Negocio).

Normalización y coherencia en la estimación de parámetros

- El CMPC requiere la estimación de sus parámetros a partir de información observada en los mercados de renta fija y renta variable. Dado que el objetivo es reflejar la rentabilidad exigida por los participantes del mercado por los riesgos de mercado que afectan a un determinado sector del conjunto del mercado, nuestro enfoque de estimación se realiza a partir de cuantas más estimaciones y observaciones de empresas y emisiones de deuda cotizadas comparables sea posible, en función de la información observable disponible, en lugar de basarse en los datos específicos particulares del negocio que se valora.
- Asimismo, buscamos la estimación de los parámetros del CMPC de forma coherente entre todos ellos. Por ejemplo, la suma de R_f y la PRM deben ser coherente con nuestra visión de rentabilidad esperada a largo plazo para la renta variable. Así también, la estimación del coste de deuda (K_d), que refleja el riesgo crediticio percibido en el mercado para empresas comparables, debe ser sostenible en el largo plazo y consistente con la calificación de solvencia que se desprenda de la estructura de apalancamiento asumida para dichas comparables y la compañía valorada.

CMPC – Enfoque metodológico (3 de 3)

- Del mismo modo, los parámetros del CMPC se estiman en términos nominales, esto es, incorporando las expectativas de inflación a largo plazo, las cuales son consistentes con las expectativas de inflación asumidas en la proyección de FCL futuros y VT (g). Por lo tanto, la estimación de un determinado parámetro del CMPC no puede interpretarse de forma individual ni aislada sino en el contexto de su coherencia con el resto de parámetros de la fórmula así como con las proyecciones financieras consideradas.
- Como hemos comentado, nuestro enfoque de estimación del CMPC tiene el objetivo de reflejar una expectativa de rentabilidad de mercado exigida sostenible a futuro en el largo plazo. Existen dos planteamientos generalmente utilizados por analistas, inversores y expertos independientes:
 - **Enfoque “spot”:** centra la estimación de todos los parámetros del CMPC a partir de los datos observables en el mercado en una fecha puntual (la de valoración) determinada (denominada “spot”). De esta manera, la Rf y la PRM es la observada en una determinada fecha, y por lo tanto, puede variar ante las variaciones diarias observadas en los mercados de deuda soberana, renta variable y renta fija.
 - **Enfoque de “normalización” (políticas monetarias de bancos centrales con fuertes impactos en el mercado de capitales):** persigue la realización de análisis estadísticos, medias para un periodo mayor, comparación entre países con mismo rating y evolución de retornos históricos y futuros (*forward looking*) a largo plazo sobre los parámetros observables en el mercado que sufren una especial volatilidad diaria o se encuentran afectados de forma temporal por factores externos (i.e. bancos centrales, “*shocks*” en mercados, etc.), con el objetivo de estimar una tasa de descuento CMPC menos volátil a largo plazo, es decir, más sostenible a futuro.
- Ambos enfoques son aceptados por la práctica y comunidad financiera internacional. Nuestro enfoque utilizado es el de normalización. En particular, este enfoque normalizado tiene en cuenta la necesidad de suavizar la elevada volatilidad histórica de la Rf, tanto cuando la prima de riesgo de los bonos soberanos aumenta significativamente, como es el caso de las fuertes subidas de las rentabilidades de los bonos soberanos spot tras los cambios en las políticas monetarias iniciadas a principios de 2022, como cuando se dan niveles extraordinariamente bajos (incluso inferiores a la inflación), como por ejemplo con motivo de la política ultra expansiva del BCE y otros bancos centrales que se ha dado en los últimos años.
- También tiene en cuenta de forma holística tanto la volatilidad histórica del mercado de renta variable a largo plazo como la esperada a futuro según se desprende de los precios cotizados promedios para un periodo razonable y reciente a la fecha de valoración. De este modo, persigue una estimación del sumando Rf + PRM que refleje una rentabilidad exigida al mercado de renta variable menos volátil y sostenible a largo plazo y en el valor terminal a perpetuidad, en lugar de una estimación más coyuntural.
- La Kd también se considera influenciada históricamente por la intervención de la política del BCE y otros bancos centrales sobre la estructura de tipos de interés y la rentabilidad de los bonos soberanos y corporativos. En este sentido, nuestro enfoque incluye análisis estadísticos (por ejemplo, regresiones) de bonos soberanos de varios países y ratings que cuentan, en la medida de lo posible, con menor intervención de sus bancos centrales (por ejemplo, sin programas masivos de compra de deuda soberana que afectan a su precio).
- En el Anexo 2 “Coste Medio Ponderado de Capital” facilitamos la comparación entre las tasas de descuento bajo enfoque normalizado y las que se obtendrían de un enfoque “spot”.

Coste Medio Ponderado de Capital

Hemos estimado un CMPC del 8,90% para los Escenario 2 y 3 y del 9,34% para el Escenario 1, obtenidos a partir de la ponderación (pesos estimados futuros) del CMPC obtenido en cada geografía en la que SGRE desarrolla sus operaciones y del perfil de riesgo diferenciado entre aerogeneradores y O&M

- Los diferentes parámetros que componen nuestra estimación del CMPC son los siguientes:

CMPC	Escenario 1	Escenario 2 y 3
1 Tasa libre de riesgo ("Rf")	3,02%	3,02%
2 Coeficiente beta ⁽¹⁾	0,93	0,86
3 Prima de riesgo de mercado ("PRM")	6,82%	6,82%
Coste de los Recursos Propios	9,34%	8,90%
Coste neto de la deuda	-	-
4 % Fondos propios	100%	100%
% Recursos ajenos (deuda)	0%	0%
Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC)	9,34%	8,90%

1 Tasa libre de riesgo ponderada aplicable a las diferentes geografías donde SGRE desarrolla su actividad, resultado de nuestro análisis de las rentabilidades normalizadas de emisiones de deuda soberana y en consistencia con las expectativas de inflación a largo plazo según fuentes disponibles (Oxford Economics, EIU, BMI, IHS y FMI) (ver Anexo 2 "Coste Medio Ponderado de Capital").

2 Estimada a partir de una ponderación para cada escenario entre la beta de compañías cotizadas comparables de WTG y la beta de cotizadas dedicadas a la generación de energía renovable con riesgo similar al de O&M (ver Anexo 2 "Coste Medio Ponderado de Capital"). Dado que los escenarios cuentan con un mix de peso proyectado de márgenes WTG/O&M diferentes, la beta y el CMPC se ponderan en consistencia a dicho peso.

3 Exceso de la rentabilidad esperada a largo plazo del mercado de capitales sobre la tasa libre de riesgo según diversos análisis realizados por PwC (ver Anexo 2 "Coste Medio Ponderado de Capital"). También es una métrica ponderada de las PRM de las geografías donde opera SGRE.

- A modo de contraste, se incluye el cálculo bajo el enfoque "spot" (ver Anexo 2 "Coste Medio Ponderado de Capital"):

CMPC	Escenario 1	Escenario 2 y 3
Tasa libre de riesgo ("Rf")	2,98%	2,98%
Coeficiente beta	0,93	0,86
Prima de riesgo de mercado ("PRM")	7,06%	7,06%
Coste de los Recursos Propios	9,52%	9,07%
Coste neto de la deuda	-	-
% Fondos propios	100%	100%
% Recursos ajenos (deuda)	0%	0%
Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC)	9,52%	9,07%

4 Nivel de apalancamiento financiero óptimo estimado a partir del apalancamiento a largo plazo observado en compañías cotizadas comparables en el sector de WTG. Dicha estructura de capital se encuentra alineada con la estructura de apalancamiento que ha presentado SGRE en 2017, 2018 y 2019. En 2020 y 2021 su situación financiera se ha deteriorado drásticamente. Hemos considerado que el riesgo de mercado del segmento de WTG predomina en la estructura de apalancamiento (ver Anexo 2 "Coste Medio Ponderado de Capital"). Asimismo, la proyección de FCL de los tres escenarios es estabilizarse a positivos y retomar a largo plazo la PFN negativa lo cual es coherente con la hipótesis adoptada de apalancamiento 0%, y cuya razonabilidad hemos contrastado con las direcciones de SGRE y del Oferente.

Notas: (1) Véase el apartado "Coeficientes Beta" para el desglose de los pesos en los distintos escenarios
Fuente: S&P Capital IQ, Bloomberg, cuentas anuales y análisis PwC a 31/07/2022

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

25 octubre 2022

92

Tasa libre de riesgo (Rf) y PRM (1 de 2)

Tasa libre de riesgo (Rf)

- Nuestra estimación de Rf normalizadas se ha basado en un análisis de los bonos soberanos a 10 años. Los bancos centrales de algunos países como la Reserva Federal de EE.UU., el BCE de la UE, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón desde hace unos años, comenzaron a adoptar políticas monetarias de *quantitative easing* ("QE"). Esto ha provocado que las rentabilidades en los últimos años se encuentren en niveles excepcionalmente bajos debido a estas medidas de compra de deuda pública potenciadas aún más desde la pandemia Covid-19. Las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años se han encontrado en mínimos históricos, incluso en algunos países por debajo de los niveles observados en años donde tenían una calificación crediticia mejor.
- La retirada progresiva de estos estímulos ha vuelto a impulsar las rentabilidades significativamente al alza en el futuro, lo que ya se está observando en los últimos meses tras las subidas de los tipos de interés puestas en marcha por la Reserva Federal de EE.UU. el Banco de Inglaterra, y por el Banco Central Europeo, entre otros bancos centrales.
- Los análisis que hemos realizado para estimar una tasa libre de riesgo normalizada se describen a continuación.

Regresión de rentabilidad real de bonos soberanos por rating

- Estimamos modelos de regresión entre observaciones de las rentabilidades reales (deflactadas) de deuda soberana a 10 años de países y su calificación crediticia (rating) según diversas agencias.
- Con dichas regresiones inferimos un rango de la rentabilidad normalizada en términos reales para un rating determinado.

- Se traduce esta rentabilidad a términos nominales aplicables al país objeto de análisis utilizando las expectativas del consenso de inflación a largo plazo para la moneda en que se valora (las mismas utilizadas en las proyecciones financieras por consistencia). Lo anterior nos permite obtener un rango de rentabilidades nominales normalizadas a 10 años.

Medias históricas a largo plazo

- Asimismo, hemos estimado las medias históricas de las rentabilidades a 10 años de los últimos 5 y 10 años y contrastado con el rango obtenido mediante regresión de los siguientes países: España, Reino Unido, Alemania, Dinamarca, Brasil, Países Bajos, Suecia, India, Taiwán y Estados Unidos (ver detalle en el Anexo 2 de "Coste Medio Ponderado del Capital").
- En el caso de que los bonos de referencia coticen en una moneda distinta al Euro, hemos ajustado su rentabilidad nominal teniendo en cuenta el diferencial del consenso de inflación a largo plazo entre la zona Euro y la moneda en la que coticen, para obtener la tasa libre de riesgo nominal del citado país denominada en Euros.

Tasa libre de riesgo (Rf) y PRM (2 de 2)

Tasa libre de riesgo (Rf) (cont.)

- A partir de los resultados de nuestro ejercicio hemos concluido en las siguientes Rf:

País	Rf (EUR)	Rf (moneda local)	Bono 10Y Media 10 años - 5 años (1)
España	3,24%	3,24%	0,87% - 1,81%
Reino Unido	2,37%	2,33%	0,99% - 1,42%
Alemania	1,38%	1,38%	-0,01% - 0,4%
Dinamarca	2,14%	1,88%	0,14% - 0,54%
EEUU	3,07%	3,06%	2,27% - 2,53%
Brasil	6,99%	8,35%	9,39% - 10,7%
Países Bajos	1,70%	0,58%	0,12% - 0,59%
Taiwán	2,92%	2,37%	0,74% - 1,06%
India	5,85%	9,98%	7,06% - 7,54%
Suecia	1,83%	1,75%	0,41% - 0,81%

Notas: (1) Moneda local

Fuente: S&P Capital IQ, análisis PwC a 31/07/2022

- El rango de media de 10 y 5 años para Estados Unidos lo hemos calculado sobre el bono a 20 años al ser éste el de mayor plazo con suficiente liquidez.

Prima de riesgo de mercado ("PRM")

- La PRM refleja el exceso de la rentabilidad esperada del mercado de renta variable a largo plazo sobre la citada Rf a largo plazo normalizada.
- Nuestras estimaciones de PRM a largo plazo para cada país se basan en estudios propios sobre retornos históricos a largo plazo y retornos esperados futuros a largo plazo (*forward looking*) implícitos en las cotizaciones de un determinado periodo reciente, manteniendo la consistencia con el enfoque normalizado de tasa libre de riesgo considerado, tal como se ha comentado anteriormente.
- De esta forma consideramos las siguientes PRM para los países analizados:

País	PRM
España	7,25%
Reino Unido	7,50%
Alemania	7,25%
Dinamarca	6,75%
EEUU	6,00%
Brasil	7,00%
Países Bajos	7,25%
Taiwán	6,00%
India	6,00%
Suecia	7,00%

Fuente: S&P Capital IQ y análisis PwC a 31/07/2022.

Coeficiente beta

Consideraciones generales para la estimación

- El modelo de negocio de WTG y O&M, expone a SGRE tanto al riesgo de mercado como fabricante de turbinas y componentes como al riesgo de mercado de las compañías dedicadas a la generación de energías renovables (eólica, solar, hidro, etc.). Los FCL futuros de las proyecciones financieras agregan los correspondientes a WTG y O&M, ambos con perfiles de riesgo diferentes. De hecho, como se muestra en las siguientes páginas, las betas estimadas para ambos segmentos son diferentes.
- Para el segmento de WTG, tal como se detalla en la sección de Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables, hemos considerado las compañías cotizadas del sector de fabricantes de turbinas y componentes para energía eólica, de las cuales sólo Vestas tiene una proporción del negocio de O&M similar al de SGRE, mientras que TPI Composites y Unison no prestan estos servicios.
- Por estas razones, hemos considerado una beta ponderada en base a dos muestras de comparables: (i) sector WTG (las mismas consideradas en la sección de Múltiplos de Cotizadas Comparables), y (ii) sector renovables (enfocadas a eólica y solar).
- Hemos ponderado los coeficientes betas en proporción 55% / 45%, en base a la proporción media del margen bruto del segmento de WTG y O&M que representan a largo plazo sobre el promedio de los FCL futuros de los Escenarios 2 y 3 y del 66% / 34% para el Escenario 1 en base a los proyectados del FY27 (ya estabilizados para el VT FY27), al tener O&M en este caso un menor nivel de márgenes.

Escenario 1

Proporción margen bruto	FY27E
WTG	66%
O&M	34%

Fuente: Plan de Negocio y análisis PwC

Escenarios 2 y 3

Proporción margen bruto	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	Proporción media
WTG	51%	57%	56%	55%	52%	55%
O&M	49%	43%	44%	45%	48%	45%

Fuente: análisis PwC

- Las betas seleccionadas están basadas en observaciones históricas de esas compañías y se miden llevando a cabo una regresión de mínimos cuadrados ordinarios entre la rentabilidad de su acción (la variable dependiente) y la rentabilidad de un índice bursátil correspondiente a cada compañía (como variable independiente) sobre los mismos períodos. La regresión toma las últimas 60 observaciones mensuales históricas, contrastando la información de S&P Capital IQ y Bloomberg (lo que representa una serie media de 5 años aproximadamente).
- Hemos analizado la robustez estadística de las comparables seleccionadas descartando aquellas con un R2 por debajo del c.10% en el caso de las comparables del sector WTG (menor número de comparables) y del c.20% para las comparables del sector renovables; y/o ambas con ratio de beta/error estándar inferior a 2.
- Ver detalle en el Anexo 2 de "Coste medio ponderado del capital".
- Finalmente, desapalancamos las betas ajustadas con el apalancamiento de cada una y las reapalancamos aplicando el apalancamiento óptimo a largo plazo observado en el sector WTG (ver página estructura de apalancamiento), que en este caso se ha estimado en 0%.

Estructura de apalancamiento financiero

- Una compañía puede financiarse a través de dos fuentes de financiación en el medio y largo plazo: recursos propios (fondos propios) y recursos ajenos (deuda). El coste de dichas fuentes de financiación viene representado en el CMPC. La teoría del CAPM establece que la estructura de capital óptima es aquella que minimiza el CMPC. Como consecuencia, la estructura óptima/objetivo de capital es aquella que maximiza el valor de mercado del negocio.
- En un negocio proyectado a perpetuidad, a su vez, debe ser compatible con dicha estructura de capital óptima.
- En este contexto, hemos analizado la estructura de financiación promedia de las comparables seleccionadas (últimos 5 años), excluyendo el impacto contable de la norma NIIF 16 sobre endeudamiento financiero, con el fin de ser consistentes con nuestros cálculos de DFC.
- Respecto a las comparables WTG, cabe destacar el nulo apalancamiento de la mayoría de las comparables y de la propia SGRE. Esto se debe a que generalmente los clientes prefieren compañías con balances sólidos que tengan margen de maniobra ante cualquier riesgo que pueda surgir durante los meses o incluso años que puede durar la fabricación de un pedido.
- La mayoría de los fabricantes se financian en gran parte vía capital circulante, los cuales suelen ser negativos.
- Tras analizar el riesgo distinto de WTG y de O&M en el cálculo del coeficiente beta, dada la naturaleza del negocio de SGRE, consideramos que el apalancamiento óptimo es el asociado a WTG.
- En el caso de Vestas, observamos un apalancamiento muy similar al de SGRE, concretamente del 0% en los últimos 5 años.
- En contraposición encontramos el apalancamiento de las comparables del sector renovables que tienden a la financiación vía *project finance* con flujos más estables, en comparación con los fabricantes de WTG que tienen flujos de caja más volátiles, con posibilidad de pérdidas, y una capacidad limitada de apalancarse más. La volatilidad en los márgenes de WTG, y por tanto del conjunto del Grupo, no favorecen la posibilidad de apalancamientos financieros significativos sostenibles a largo plazo.
- Ver detalle en el Anexo 2 de “Coste medio ponderado del capital”.
- La Compañía pasa a tener una PFN significativamente negativa por primera vez a 31 de marzo de 2022 (a 31 de diciembre de 2021 la caja y deuda financiera si sitúan en niveles similares). Esto se debe a necesidades de financiación por el contexto actual de FCL negativos, y se espera que una vez se normalice la situación y se retorne a FCL positivos, en el largo plazo (FY27-FY28) la PFN vuelva a ser positiva (la caja exceda a las deudas financieras, excluyendo el impacto de arrendamientos de la NIIF16), tal como lo ha sido en años anteriores, y se siga financiando vía capital circulante, como es lo habitual en la industria. Asimismo, la Compañía considera que el actual endeudamiento requiere como prioridad fortalecer el balance en FY23 (por ejemplo mediante instrumentos de capital), reforzando aún más el hecho de volver a PFN positivas.
- Por ello, hemos considerado el apalancamiento objetivo de 0%, tal como se observa en la página siguiente, siendo la proyección de FCL en los todos los escenarios capaz de retornar a esta estructura sostenible a largo plazo hacia el FY27-28.
- La PFN reportada por SGRE a 30 de junio de 2022 de EUR 2,3 bn incluye el pasivo por arrendamientos de la NIIF 16 que, como hemos explicado en otras secciones, nosotros excluimos dado que ya deducimos los pagos por alquileres de la propia proyección de FCL.

Proyecciones financieras – Escenario 1

El Escenario 1 proyecta un aumento de EBIT pre DPA y costes de I&R de EUR - 967m en FY22E a EUR 1,705 m en FY27E⁽¹⁾

Cuenta de resultados		Histórico						Proyectado							VT
		FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022	4T 2022E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	
Book-to-bill onshore	x	0,8x	1,4x	1,3x	1,1x	0,9x	0,9x	1,4x	1,0x	1,2x	1,3x	1,0x	1,0x	1,1x	
Book-to-bill offshore	x	1,0x	0,9x	0,9x	1,8x	1,2x	1,4x	0,9x	1,2x	1,7x	1,7x	1,5x	1,1x	1,2x	
Onshore	€m	6.563	4.876	5.225	4.907	5.005	2.968	1.032	4.000	4.000	4.700	6.500	7.200	7.600	
Offshore	€m	3.203	2.971	3.508	2.808	3.266	2.000	1.092	3.092	4.300	4.300	5.500	8.000	9.000	
Servicios (O&M)	€m	1.198	1.275	1.493	1.768	1.926	1.475	589	2.064	2.271	2.476	2.622	2.938	3.277	
Ventas	€m	10.964	9.122	10.227	9.483	10.198	6.442	2.714	9.156	10.571	11.476	14.622	18.138	19.877	20.296
% crecimiento	%		-16,8%	12,1%	-7,3%	7,5%	n.m.	n.m.	-10,2%	15,5%	8,6%	27,4%	24,0%	9,6%	2,1%
Aprovisionamientos (pre DPA y costes de I&R)	€m	(7.890)	(8.975)	(9.103)	(9.622)	(6.914)	(2.569)	(9.483)	(10.144)	(10.514)	(13.093)	(15.961)	(17.078)		
% ventas	%		-86,5%	-87,8%	-96,0%	-94,4%	-107,3%	-94,7%	-103,6%	-96,0%	-91,6%	-89,5%	-88,0%	-85,9%	
Margen bruto pre-DPA y costes de I&R	€m	1.232	1.252	380	576	(472)	145	(327)	427	962	1.529	2.177	2.799		
% margen	%		13,5%	12,2%	4,0%	5,6%	-7,3%	5,3%	-3,6%	4,0%	8,4%	10,5%	12,0%	14,1%	
Gastos de investigación y desarrollo	€m	(166)	(179)	(225)	(285)	(207)	(57)	(264)	(345)	(382)	(379)	(474)	(506)		
Gastos de ventas y generales	€m	(431)	(358)	(290)	(270)	(194)	(73)	(267)	(373)	(386)	(416)	(406)	(431)		
Gastos de alquiler ⁽¹⁾	€m	-	-	(114)	(122)	(109)	(25)	(134)	(138)	(140)	(143)	(146)	(149)		
Otros ingresos/(gastos)	€m	56	9	17	5	27	(2)	25	(10)	(11)	(11)	(11)	(8)		
Amortización (Excl. DPA)	€m	340	380	468	405	342	103	445	558	698	828	1.095	1.093		
EBITDA pre-DPA y costes de I&R	€m	1.032	1.104	236	308	(613)	91	(521)	119	740	1.407	2.235	2.797	2.856	
% margen	%		11,3%	10,8%	2,5%	3,0%	-9,5%	3,4%	-5,7%	1,1%	6,4%	9,6%	12,3%	14,1%	14,1%
Amortización (Excl. DPA)	€m	(340)	(380)	(468)	(405)	(342)	(103)	(445)	(558)	(698)	(828)	(1.095)	(1.093)	(1.102)	
EBIT (pre-DPA y costes de I&R)	€m	692	724	(233)	(96)	(955)	(12)	(967)	(439)	42	580	1.140	1.705	1.755	
% margen	%		7,6%	7,1%	-2,5%	-0,9%	-14,8%	-0,4%	-10,6%	-4,2%	0,4%	4,0%	6,3%	8,6%	8,6%

Ventas	TACC	
	FY22-25	FY22-27
Onshore	17,6%	13,7%
Offshore	21,2%	23,8%
Servicios (O&M)	8,3%	9,7%
Total	16,9%	16,8%

Excluyendo el reconocimiento de resultados del Proyecto Galileo

EBIT coherente con la visión a largo plazo comunicada

Notas: DPA hace referencia a la amortización de los activos intangible identificados y reconocidos en balance como consecuencia de pasadas adquisiciones. No se han incluido en la cuenta de resultados al no suponer una salida de caja efectiva ni ser un coste deducible fiscalmente. En cuanto a los costes de I&R: (i) Los costes de integración son gastos de carácter único (*one-time expense*) (naturaleza temporal – limitados en el tiempo) relacionados con la integración de negocios adquiridos. (ii) Los costes de reestructuración son gastos de personal u otros no relacionados con el personal que se derivan de una reestructuración (por ejemplo, cierres de localizaciones). (iii) La ratio *Book-to-bill* es calculada como la entrada de pedidos dividido por las ventas del mismo período y da una indicación de las ventas a futuro. En una situación en la que la ratio de crecimiento de entrada de nuevos pedidos se iguala a la ratio de crecimiento de producción (reconocimiento de ingresos) y conforme se empiezan a moderar dichos crecimientos, la ratio debe tender a 1x. (1) El EBIT del FY27E difiere del valor del Plan de Negocio debido a que incluye el coste estimado del factoring. (2) Gastos de ventas y generales ajustados para excluir gastos de alquiler para comparabilidad.

Fuente: cuentas anuales, estados financieros trimestrales 9M 2022 y análisis PwC

Estrictamente privado y confidencial

25 octubre 2022

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

97

Valor DFC – Escenario 1

El valor de las acciones de SGRE resultante del Escenario 1 asciende a EUR 17,04 por acción

Flujo de Caja Libre		4T 2022E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	VT
EBITDA pre-DPA y costes de I&R	€m	91	119	740	1.407	2.235	2.797	2.856
% margen	%	3,4%	1,1%	6,4%	9,6%	12,3%	14,1%	14,1%
EBIT (pre-DPA y costes de I&R)	€m	(12)	(439)	42	580	1.140	1.705	1.755
% margen	%	-0,4%	-4,2%	0,4%	4,0%	6,3%	8,6%	8,6%
Gastos de Integración y Reestructuración (I&R)	€m	(121)	(92)	(42)	(59)	(5)	(5)	-
EBIT (pre-DPA)	€m	(133)	(531)	0	521	1.135	1.700	1.755
Impuestos	€m	-	-	(0)	(151)	(329)	(493)	(509)
Tasa impositiva	%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%
NOPAT	€m	(133)	(531)	0	370	806	1.207	1.246
Amortización (PP&E e intangibles excl. PPA)	€m	103	558	698	828	1.095	1.093	1.102
% de Capex	%	31,6%	49,1%	56,6%	82,1%	89,2%	88,3%	90,5%
Capex	€m	(327)	(1.137)	(1.233)	(1.008)	(1.227)	(1.238)	(1.218)
% sobre ventas	%	12,1%	10,8%	10,7%	6,9%	6,8%	6,2%	6,0%
Otros	€m	-	243	14	39	(16)	59	-
Variación del capital circulante ⁽¹⁾	€m	(79)	1.014	458	339	(26)	(136)	66
Flujo de Caja Libre	€m	(436)	146	(63)	567	631	985	1.196

Valor actual de los FCL	€m	1.188
Valor actual normalización C.C.	€m	(1.123)
Valor actual del Valor Terminal	€m	10.822
Valor del negocio	€m	10.887
Valor actual de AID/PID ⁽²⁾	€m	1.471
Ajustes al equity ⁽³⁾	€m	(758)
Equity Value	€m	11.600
Número de acciones ⁽⁴⁾	miles acciones	680.823
Precio por acción	€/acción	17,04

Ajuste de normalización del capital circulante entre el FY27E y el VT para pasar del último ratio de capital circulante proyectado de -21,5% en FY27 al mantenible a perpetuidad del -12,5%, cuya razonabilidad hemos contrastado con la Dirección⁽⁵⁾

CMPC

Tasa de crecimiento a perpetuidad (%)

	1,61%	1,86%	2,11%	2,36%	2,61%
8,84%	17,06	17,80	18,60	19,46	20,39
9,09%	16,35	17,05	17,79	18,59	19,44
9,34%	15,70	16,35	17,04	17,78	18,57
9,59%	15,09	15,69	16,34	17,03	17,77
9,84%	14,51	15,08	15,69	16,33	17,02

Notas:

(1) Ver detalle del capital circulante en Anexo 3 de "Detalle de las proyecciones financieras"

(2) Ver detalle de los AID y PID en sección y Anexo 4 de "Valor presente de los activos y pasivos por impuestos diferidos"

(3) Ver detalle en Sección "Descuento de Flujos de Caja"

(4) Excluyendo acciones autocartera, a Fecha del Informe

(5) Minorando el valor actual del VT de €10.822m por el ajuste de normalización de capital circulante de -€1.123m y dividiendo este resultado por el valor de negocio €10.887m, obtenemos que el VT supone un 89% del valor del negocio

Fuente: análisis PwC

Proyecciones financieras – Escenario 2

El Escenario 2 proyecta un aumento de EBIT pre DPA y costes de I&R de EUR - 967m en FY22E a EUR 1.890m en FY30E

Cuenta de resultados	Histórico							Proyectado										VT
	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022	4T 2022E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E		
Book-to-bill onshore	x	0,8x	1,4x	1,3x	1,1x	0,9x	0,9x	1,4x	1,0x	1,3x	1,3x	1,2x	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x	
Book-to-bill offshore	x	1,0x	0,9x	0,9x	1,8x	1,2x	1,4x	0,9x	1,2x	2,2x	1,9x	1,7x	1,5x	1,3x	1,1x	1,0x	1,0x	
Onshore	€m	6.563	4.876	5.225	4.907	5.005	2.968	1.032	4.000	4.000	4.967	5.799	6.614	7.129	7.452	7.584	7.450	
Offshore	€m	3.203	2.971	3.508	2.808	3.266	2.000	1.092	3.092	4.300	4.452	5.610	6.574	7.696	8.824	9.460	9.598	
Servicios (O&M)	€m	1.198	1.275	1.493	1.768	1.926	1.475	589	2.064	2.272	2.596	2.780	3.129	3.529	3.952	4.420	4.927	
Ventas	€m	10.964	9.122	10.227	9.483	10.198	6.442	2.714	9.156	10.572	12.015	14.189	16.316	18.355	20.228	21.464	21.976	22.439
% crecimiento	%		-16,8%	12,1%	-7,3%	7,5%	n.m.	n.m.	-10,2%	15,5%	13,7%	18,1%	15,0%	12,5%	10,2%	6,1%	2,4%	2,1%
Aprovisionamientos (pre DPA y costes de I&R)	€m	(7.890)	(8.975)	(9.103)	(9.622)	(6.914)	(2.569)	(9.483)	(10.140)	(11.006)	(12.649)	(14.293)	(15.821)	(17.413)	(18.421)	(18.777)	(18.777)	
% ventas	%		-86,5%	-87,8%	-96,0%	-94,4%	-107,3%	-94,7%	-103,6%	-95,9%	-91,6%	-89,1%	-87,6%	-86,2%	-86,1%	-85,8%	-85,4%	
Margen bruto pre-DPA y costes de I&R	€m	1.232	1.252	380	576	(472)	145	(327)	432	1.009	1.540	2.023	2.533	2.815	3.043	3.198		
% margen	%	13,5%	12,2%	4,0%	5,6%	-7,3%	5,3%	-3,6%	4,1%	8,4%	10,9%	12,4%	13,8%	13,9%	14,2%	14,6%		
Gastos de investigación y desarrollo	€m	(166)	(179)	(225)	(285)	(207)	(57)	(264)	(341)	(390)	(376)	(431)	(450)	(506)	(537)	(558)		
Gastos de ventas y generales (1)	€m	(431)	(358)	(290)	(270)	(194)	(73)	(267)	(373)	(403)	(433)	(441)	(486)	(536)	(569)	(582)		
Gastos de alquiler	€m	-	-	(114)	(122)	(109)	(25)	(134)	(138)	(140)	(143)	(146)	(149)	(153)	(156)	(159)		
Otros ingresos(gastos)	€m	56	9	17	5	27	(2)	25	(10)	(11)	(11)	(10)	(7)	(8)	(9)	(9)		
Amortización (Excl. DPA)	€m	340	380	468	405	342	103	445	459	604	738	866	866	970	1.079	1.201		
EBITDA pre-DPA y costes de I&R	€m	1.032	1.104	236	308	(613)	91	(521)	29	668	1.315	1.862	2.307	2.582	2.852	3.091	3.156	
% margen	%	11,3%	10,8%	2,5%	3,0%	-9,5%	3,4%	-5,7%	0,3%	5,6%	9,3%	11,4%	12,6%	12,8%	13,3%	14,1%	14,1%	
Amortización (Excl. DPA)	€m	(340)	(380)	(468)	(405)	(342)	(103)	(445)	(459)	(604)	(738)	(866)	(866)	(970)	(1.079)	(1.201)	(1.218)	
EBIT (pre-DPA y costes de I&R)	€m	692	724	(233)	(96)	(955)	(12)	(967)	(430)	64	577	996	1.440	1.612	1.773	1.890	1.938	
% margen	%	7,6%	7,1%	-2,5%	-0,9%	-14,8%	-0,4%	-10,6%	-4,1%	0,5%	4,1%	6,1%	7,8%	8,0%	8,3%	8,6%	8,6%	

Ventas	TACC		
	FY22-25	FY25-30	FY22-30
Onshore	13,2%	5,1%	8,1%
Offshore	22,0%	11,3%	15,2%
Servicios (O&M)	10,4%	12,1%	11,5%
Total	15,7%	9,1%	11,6%

Excluyendo el reconocimiento de resultados del Proyecto Galileo

EBIT coherente con la visión a largo plazo comunicada

Notas: DPA hace referencia a la amortización de los activos intangible identificados y reconocidos en balance como consecuencia de pasadas adquisiciones. No se han incluido en la cuenta de resultados al no suponer una salida de caja efectiva ni ser un coste deducible fiscalmente. En cuanto a los costes de I&R: (i) Los costes de integración son gastos de carácter único (*one-time expense*) (naturaleza temporal – limitados en el tiempo) relacionados con la integración de negocios adquiridos. (ii) Los costes de reestructuración son gastos de personal u otros no relacionados con el personal que se derivan de una reestructuración (por ejemplo, cierres de localizaciones). (iii) La ratio *Book-to-bill* es calculada como la entrada de pedidos dividido por las ventas del mismo periodo y da una indicación de las ventas a futuro. En una situación en la que la ratio de crecimiento de entrada de nuevos pedidos se iguala a la ratio de crecimiento de producción (reconocimiento de ingresos) y conforme se empiezan a moderar dichos crecimientos, la ratio debe tender a 1x. (1) Gastos de ventas y generales ajustados para excluir gastos de alquiler para comparabilidad. Fuente: cuentas anuales, estados financieros trimestrales 9M 2022 y análisis PwC

Valor DFC – Escenario 2

El valor de las acciones de SGRE resultante del Escenario 2 asciende a EUR 19,85 por acción

Flujo de Caja Libre		4T 2022E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	VT
EBITDA pre-DPA y costes de I&R	€m	91	29	668	1.315	1.862	2.307	2.582	2.852	3.091	3.156
% margen	%	3,4%	0,3%	5,6%	9,3%	11,4%	12,6%	12,8%	13,3%	14,1%	14,1%
EBIT (pre-DPA y costes de I&R)	€m	(12)	(430)	64	577	996	1.440	1.612	1.773	1.890	1.938
% margen	%	-0,4%	-4,1%	0,5%	4,1%	6,1%	7,8%	8,0%	8,3%	8,6%	8,6%
Gastos de Integración y Reestructuración (I&R)	€m	(121)	(92)	(42)	(59)	(5)	(5)	-	-	-	-
EBIT (pre-DPA)	€m	(133)	(522)	22	518	991	1.435	1.612	1.773	1.890	1.938
Impuestos	€m	-	-	(6)	(150)	(287)	(416)	(468)	(514)	(548)	(562)
Tasa impositiva	%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%
NOPAT	€m	(133)	(522)	16	368	703	1.019	1.145	1.259	1.342	1.376
Amortización (PP&E e intangibles excl. PPA)	€m	103	459	604	738	866	866	970	1.079	1.201	1.218
% de Capex	%	31,6%	40,4%	46,8%	75,4%	78,5%	75,9%	79,9%	83,8%	91,1%	90,5%
Capex	€m	(327)	(1.137)	(1.291)	(978)	(1.104)	(1.142)	(1.214)	(1.288)	(1.319)	(1.346)
% sobre ventas	%	12,1%	10,8%	10,7%	6,9%	6,8%	6,2%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Otros	€m	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variación del capital circulante ⁽¹⁾	€m	(37)	1.124	585	324	126	(71)	524	370	143	137
Flujo de Caja Libre	€m	(394)	(76)	(86)	452	592	673	1.425	1.420	1.367	1.385
Valor actual de los FCL	€m	3.078									
Valor actual del Valor Terminal	€m	10.525									
Valor del negocio	€m	13.603									
Valor actual de AID/PID ⁽²⁾	€m	670									
Ajustes al equity ⁽³⁾	€m	(758)									
Equity Value	€m	13.516									
Número de acciones ⁽⁴⁾	miles acciones	680.823									
Precio por acción	€/acción	19,85									

	Tasa de crecimiento a perpetuidad (%)				
	1,61%	1,86%	2,11%	2,36%	2,61%
8,40%	20,43	21,10	21,82	22,60	23,45
8,65%	19,53	20,14	20,80	21,51	22,28
8,90%	18,69	19,25	19,85	20,50	21,20
9,15%	17,91	18,42	18,97	19,57	20,21
9,40%	17,17	17,65	18,16	18,70	19,29

Notas:

(1) Ver detalle del capital circulante en Anexo 3 de "Detalle de las proyecciones financieras"

(2) Ver detalle de los AID y PID en sección y Anexo 4 de "Valor presente de los activos y pasivos por impuestos diferidos"

(3) Ver detalle en Sección "Descuento de Flujos de Caja"

(4) Excluyendo acciones autocartera, a Fecha del Informe

Fuente: análisis PwC

Proyecciones financieras – Escenario 3

El Escenario 3 proyecta un aumento de EBIT pre DPA y costes de I&R de EUR - 967m en FY22E a EUR 1.482m en FY30E

Cuenta de resultados	Histórico							Proyectado										VT
	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	9M 2022	4T 2022E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E		
Book-to-bill onshore	x	0,8x	1,4x	1,3x	1,1x	0,9x	0,9x	1,4x	1,0x	1,2x	1,2x	1,2x	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x	
Book-to-bill offshore	x	1,0x	0,9x	0,9x	1,8x	1,2x	1,4x	0,9x	1,2x	2,2x	1,8x	1,6x	1,3x	1,2x	1,0x	1,0x	1,0x	
Onshore	€m	6.563	4.876	5.225	4.907	5.005	2.968	1.032	4.000	4.000	4.770	5.221	5.809	6.259	6.518	6.609	6.466	
Offshore	€m	3.203	2.971	3.508	2.808	3.266	2.000	1.092	3.092	4.300	4.452	5.610	6.551	7.424	8.093	8.323	8.279	
Servicios (O&M)	€m	1.198	1.275	1.493	1.768	1.926	1.475	589	2.064	2.272	2.595	2.769	3.095	3.466	3.860	4.296	4.752	
Ventas	€m	10.964	9.122	10.227	9.483	10.198	6.442	2.714	9.156	10.572	11.817	13.600	15.455	17.150	18.471	19.227	19.497	19.908
% crecimiento	%		-16,8%	12,1%	-7,3%	7,5%	n.m.	n.m.	-10,2%	15,5%	11,8%	15,1%	13,6%	11,0%	7,7%	4,1%	1,4%	2,1%
Aprovisionamientos (pre DPA y costes de I&R)	€m	(7.890)	(8.975)	(9.103)	(9.622)	(6.914)	(2.569)	(9.483)	(10.420)	(10.839)	(12.227)	(13.614)	(14.905)	(16.030)	(16.628)	(16.779)	(16.779)	
% ventas	%		-86,5%	-87,8%	-96,0%	-94,4%	-107,3%	-94,7%	-103,6%	-98,6%	-91,7%	-89,9%	-88,1%	-86,9%	-86,8%	-86,5%	-86,1%	
Margen bruto pre-DPA y costes de I&R	€m	1.232	1.252	380	576	(472)	145	(327)	152	978	1.373	1.841	2.245	2.441	2.600	2.718		
% margen	%	13,5%	12,2%	4,0%	5,6%	-7,3%	5,3%	-3,6%	1,4%	8,3%	10,1%	11,9%	13,1%	13,2%	13,5%	13,9%		
Gastos de investigación y desarrollo	€m	(166)	(179)	(225)	(285)	(207)	(57)	(264)	(341)	(407)	(367)	(417)	(463)	(499)	(519)	(524)		
Gastos de ventas y generales ⁽¹⁾	€m	(431)	(358)	(290)	(270)	(194)	(73)	(267)	(373)	(398)	(422)	(433)	(480)	(517)	(538)	(544)		
Gastos de alquiler	€m	-	-	(114)	(122)	(109)	(25)	(134)	(138)	(140)	(143)	(146)	(149)	(153)	(156)	(159)		
Otros ingresos(gastos)	€m	56	9	17	5	27	(2)	25	(10)	(11)	(11)	(9)	(7)	(8)	(8)	(8)		
Amortización (Excl. DPA)	€m	340	380	468	405	342	103	445	459	603	733	839	803	873	950	1.036		
EBITDA pre-DPA y costes de I&R	€m	1.032	1.104	236	308	(613)	91	(521)	(251)	624	1.163	1.675	1.948	2.139	2.328	2.518	2.571	
% margen	%	11,3%	10,8%	2,5%	3,0%	-9,5%	3,4%	-5,7%	-2,4%	5,3%	8,6%	10,8%	11,4%	11,6%	12,1%	12,9%	12,9%	
Amortización (Excl. DPA)	€m	(340)	(380)	(468)	(405)	(342)	(103)	(445)	(459)	(603)	(733)	(839)	(803)	(873)	(950)	(1.036)	(987)	
EBIT (pre-DPA y costes de I&R)	€m	692	724	(233)	(96)	(955)	(12)	(967)	(710)	22	430	836	1.145	1.265	1.378	1.482	1.584	
% margen	%	7,6%	7,1%	-2,5%	-0,9%	-14,8%	-0,4%	-10,6%	-6,7%	0,2%	3,2%	5,4%	6,7%	6,8%	7,2%	7,6%	8,0%	

Ventas	TACC		
	FY22-25	FY25-30	FY22-30
Onshore	9.3%	4.4%	6.2%
Offshore	22.0%	8.1%	13.1%
Servicios (O&M)	10.3%	11.4%	11.0%
Total	14.1%	7.5%	9.9%

Excluyendo el reconocimiento de resultados del Proyecto Galileo

EBIT coherente con la visión a largo plazo comunicada

Notas: DPA hace referencia a la amortización de los activos intangible identificados y reconocidos en balance como consecuencia de pasadas adquisiciones. No se han incluido en la cuenta de resultados al no suponer una salida de caja efectiva ni ser un coste deducible fiscalmente. En cuanto a los costes de I&R: (i) Los costes de integración son gastos de carácter único (*one-time expense*) (naturaleza temporal – limitados en el tiempo) relacionados con la integración de negocios adquiridos. (ii) Los costes de reestructuración son gastos de personal u otros no relacionados con el personal que se derivan de una reestructuración (por ejemplo, cierres de localizaciones). (iii) La ratio *Book-to-bill* es calculada como la entrada de pedidos dividido por las ventas del mismo periodo y da una indicación de las ventas a futuro. En una situación en la que la ratio de crecimiento de entrada de nuevos pedidos se iguala a la ratio de crecimiento de producción (reconocimiento de ingresos) y conforme se empiezan a moderar dichos crecimientos, la ratio debe tender a 1x. (1) Gastos de ventas y generales ajustados para excluir gastos de alquiler para comparabilidad. Fuente: cuentas anuales, estados financieros trimestrales 9M 2022 y análisis PwC

Valor DFC – Escenario 3

El valor de las acciones de SGRE resultante del Escenario 3 asciende a EUR 16,03 por acción

Flujo de Caja Libre		4T 2022E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	VT
EBITDA pre-DPA y costes de I&R	€m	91	(251)	624	1.163	1.675	1.948	2.139	2.328	2.518	2.571
% margen	%	3,4%	-2,4%	5,3%	8,6%	10,8%	11,4%	11,6%	12,1%	12,9%	12,9%
EBIT (pre-DPA y costes de I&R)	€m	(12)	(710)	22	430	836	1.145	1.265	1.378	1.482	1.584
% margen	%	-0,4%	-6,7%	0,2%	3,2%	5,4%	6,7%	6,8%	7,2%	7,6%	8,0%
Gastos de Integración y Reestructuración (I&R)	€m	(121)	(92)	(42)	(59)	(5)	(5)	-	-	-	-
EBIT (pre-DPA)	€m	(133)	(802)	(20)	371	831	1.140	1.265	1.378	1.482	1.584
Impuestos	€m	-	-	-	(108)	(241)	(331)	(367)	(400)	(430)	(459)
Tasa impositiva	%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%
NOPAT	€m	(133)	(802)	(20)	264	590	809	898	979	1.052	1.125
Amortización (PP&E e intangibles excl. PPA)	€m	103	459	603	733	839	803	873	950	1.036	987
% de Capex	%	31,6%	40,4%	47,5%	78,2%	98,7%	85,1%	86,0%	89,8%	96,6%	90,2%
Capex	€m	(327)	(1.137)	(1.270)	(938)	(850)	(943)	(1.016)	(1.058)	(1.072)	(1.095)
% sobre ventas	%	12,1%	10,8%	10,7%	6,9%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Otros	€m	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variación del capital circulante ⁽¹⁾	€m	181	901	507	283	173	7	391	245	76	130
Flujo de Caja Libre	€m	(176)	(579)	(180)	342	752	676	1.147	1.116	1.092	1.147
Valor actual de los FCL	€m	2.288									
Valor actual del Valor Terminal	€m	8.716									
Valor del negocio	€m	11.004									
Valor actual de AID/PID ⁽²⁾	€m	665									
Ajustes al equity ⁽³⁾	€m	(758)									
Equity Value	€m	10.912									
Número de acciones ⁽⁴⁾	miles acciones	680.823									
Precio por acción	€/acción	16,03									

	Tasa de crecimiento a perpetuidad (%)				
	1,61%	1,86%	2,11%	2,36%	2,61%
8,40%	16,51	17,06	17,66	18,30	19,01
8,65%	15,76	16,27	16,81	17,40	18,04
8,90%	15,06	15,53	16,03	16,56	17,14
9,15%	14,42	14,84	15,30	15,79	16,32
9,40%	13,81	14,20	14,63	15,08	15,56

Notas:

(1) Ver detalle del capital circulante en Anexo 3 de "Detalle de las proyecciones financieras"

(2) Ver detalle de los AID y PID en sección y Anexo 4 de "Valor presente de los activos y pasivos por impuestos diferidos"

(3) Ver detalle en Sección "Descuento de Flujos de Caja"

(4) Excluyendo acciones autocartera, a Fecha del Informe

Fuente: análisis PwC

Resumen de conclusión del rango de valor DFC (1 de 4)

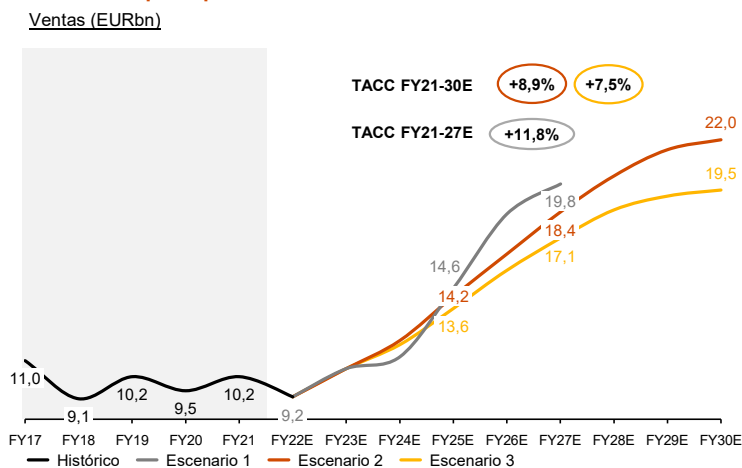
Un perfil de proyecciones financieras de recuperación estilo "hockey-stick" como las reflejadas en los tres escenarios provocan un peso elevado de VT (c. 80%-90%). Las hipótesis sensibilizadas (aunque con rangos individualmente acotados) combinadas aumentan de forma justificada, lógica y razonable la amplitud del rango de valor total

- En el gráfico y tablas opuestos resumimos las principales diferencias entre los escenarios considerados en nuestra valoración mediante DFC. Puede observarse que el perfil de proyección financiera se caracteriza por lo siguiente:

- Frente a un nivel de ventas que ha oscilado entre los EUR 9-11bn desde el FY17, que va a crecer un -9% en FY22E, estimamos un crecimiento de ventas muy significativo que significa más que duplicarlas desde los c EUR 9,2bn de FY22E. Ello depende en gran medida de las expectativas de aceleración del crecimiento de mercado especialmente en *offshore*, en un contexto de tendencia histórica y esperada a futuro de continuar la senda de decrecimiento de precios una vez se normalice a partir de FY23E la actual situación extraordinaria de fuertes subidas de costes de materiales, logística y energía. Los fabricantes se han visto obligados a repercutir parcialmente y de forma extraordinaria dichas subidas en los precios de venta, en la medida que han podido (c. 50% de la subida en costes), como necesidad para proteger su viabilidad.

- A dicho rango también contribuye la sensibilidad sobre el ritmo de ganancia de cuota de mercado en *onshore* tras las pérdidas observadas en los últimos años así como la sensibilidad en -5pp del Escenario 3 sobre si en *offshore* la Compañía podrá ser capaz de mantener indefinidamente (a perpetuidad) su liderazgo con la cuota de mercado actualmente prevista del 50% como la considerada en los Escenarios 1 y 2, situación que no se ha experimentado, por ejemplo, en el segmento mucho más maduro y consolidado como es *onshore*, donde el líder Vestas conserva un 30% en FY21 tras perder c. 10pp respecto a FY19 y FY20, en los que en todo caso no superó el 41% de cuota de mercado.

Evolución de principales métricas



		Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3	% var. Esc. 2 / Esc. 3
Valoración					
Precio por acción	EUR/acción	17,04	19,85	16,03	24%
Valor del negocio	EURm	10.887	13.603	11.004	24%
% Valor Terminal / Valor del Negocio ⁽³⁾	%	99%	77%	79%	-2 p.p.
Métricas operativas (FY27E / FY30E)					
ASP onshore	EURm/MW	0,63	0,65	0,62	6%
Ingreso medio offshore	EURm/MWe	0,74	0,63	0,61	4%
Cuota de mercado onshore	%	18,0%	18,0%	16,0%	13%
Cuota de mercado offshore	%	56,0%	50,0%	45,0%	11%
Margen EBIT pre-DPA y costes de I&R (VT)	% ventas	8,6%	8,6%	8,0%	9%
Capex	% ventas	-6,0%	-6,0%	-5,5%	9%
Capital circulante neto (VT)	% ventas	-12,5%	-12,5%	-14,5%	-14%

Notas: (1) Datos a FY27; (2) Datos a FY30; (3) Incluyendo impacto de normalización para su cálculo.
Fuente: Cuentas anuales de SGRE, Plan de Negocio y análisis PwC

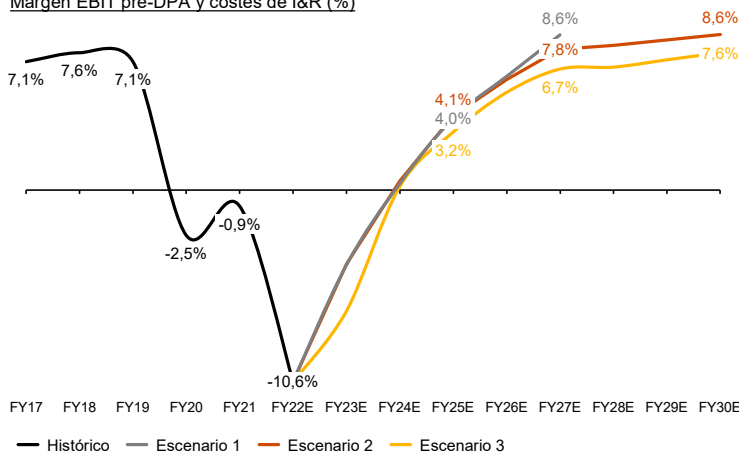
Resumen de conclusión del rango de valor DFC (2 de 4)

Los márgenes también acompañan la evolución estimada para los ingresos, por lo que estimamos que en el VT SGRE obtendrá unos márgenes por encima de los que ha obtenido desde la fusión en abril de 2017

- Al rango de sensibilidad contribuye el riesgo de continuación de la tendencia de evolución decreciente a largo plazo de los precios de venta y la incertidumbre sobre la posibilidad de repercutir si cabe parte de la inflación de costes ya en un contexto normalizado a partir de FY23E.
- El margen EBIT pre-DPA y costes I&R que viene siendo negativo desde FY20 con -2,5% y registrado su peor nivel en 9M22 del -14,8%, se proyecta que recupere el *break even* en el FY24 y posteriormente siga mejorando a un ritmo rápido como el del Escenario 1 o más gradual como el 2 y 3, y normalizándose hasta el VT en un rango entre el 8,0% y 8,6%, todas igual o superiores al objetivo a largo plazo del 8% publicado por SGRE el 2 de agosto de 2022, sujeto a las condiciones de mercado.
- En términos de márgenes, es una proyección de fuerte recuperación (*turnaround*) apalancado en un fuerte crecimiento.

Evolución de principales métricas

Margen EBIT pre-DPA y costes de I&R (%)



		Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3	% var. Esc. 2 / Esc. 3
Valoración					
Precio por acción	EUR/acción	17,04	19,85	16,03	24%
Valor del negocio	EURm	10.887	13.603	11.004	24%
% Valor Terminal / Valor del Negocio ⁽³⁾	%	99%	77%	79%	-2 p.p.
Métricas operativas (FY27E / FY30E)					
ASP onshore	EURm/MW	0,63	0,65	0,62	6%
Ingreso medio offshore	EURm/MWe	0,74	0,63	0,61	4%
Cuota de mercado onshore	%	18,0%	18,0%	16,0%	13%
Cuota de mercado offshore	%	56,0%	50,0%	45,0%	11%
Margen EBIT pre-DPA y costes de I&R (VT)	% ventas	8,6%	8,6%	8,0%	9%
Capex	% ventas	-6,0%	-6,0%	-5,5%	9%
Capital circulante neto (VT)	% ventas	-12,5%	-12,5%	-14,5%	-14%

Notas: (1) Datos a FY27; (2) Datos a FY30; (3) Incluyendo impacto de normalización para su cálculo.
Fuente: Cuentas anuales de SGRE, Plan de Negocio y análisis PwC

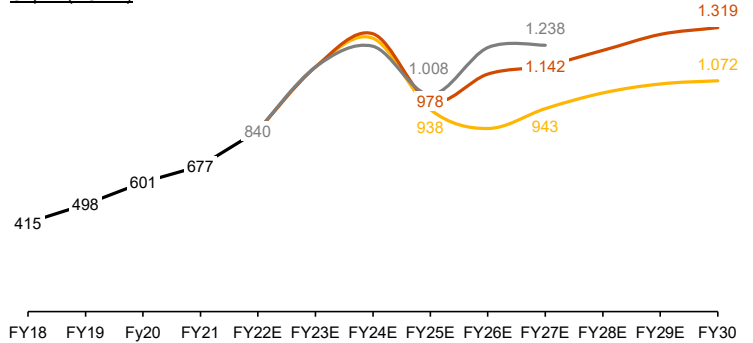
Resumen de conclusión del rango de valor DFC (3 de 4)

Un perfil de proyecciones financieras de recuperación estilo “hockey-stick” como las reflejadas en los tres escenarios provocan un peso elevado de VT (c. 80%-90%). Las hipótesis sensibilizadas (aunque con rangos individualmente acotados) combinadas aumentan de forma justificada, lógica y razonable la amplitud del rango de valor total

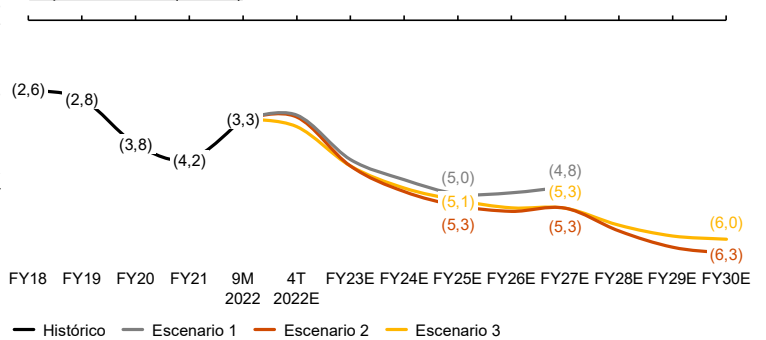
- Los planes de Capex de expansión previstos por la Dirección hasta el FY25E son necesarios para aspirar al crecimiento de ventas proyectado de los siguientes 5 años FY25-FY30E. Se consideran luego unos niveles de Capex de reposición posteriores normalizados en un rango acotado entre el 5,5%-6,0%. También se consideran importantes entradas de caja por la variación proyectada del capital circulante negativo, lo cual como hemos comentado, es una importante vía de financiación de clientes para la Compañía y típica en el sector.
- Ello resulta en unos FCL proyectados que pasan del actualmente negativo a conseguir el *break even* en el FY24E para posteriormente subir exponencialmente hasta un rango entre EUR 1,1bn y EUR 1,3bn (3-4 veces más que el promedio del FY18-21) a diferentes ritmos. Con este perfil de proyección financiera de estilo *hockey-stick* es razonablemente esperable que gran parte del valor del negocio y valor por acción dependa del VT estimado, lo que puede observarse en la medida que éste pesa c. 89% (incluye el ajuste de normalización del capital circulante entre el FY27E y el VT para mantener a perpetuidad una ratio de capital circulante del -12,5%, cuya razonabilidad hemos contrastado con la Dirección) del valor de negocio en el Escenario 1 y en torno a un 77%-79% los Escenarios 2 y 3, respectivamente.
- Como resultado de todo ello, si bien la amplitud del rango de las hipótesis sensibilizadas individualmente en ambos escenarios es discreta en comparación a las incertidumbres inherentes que les rodean, es lógico, y esperable que su reflejo acumulado en los FCL a largo plazo y el VT produzcan una sensibilidad acumulada en el valor del negocio y, por tanto, una amplitud del rango de valor por acción total de 3,82 EUR como el obtenido (+/- c.EUR 2 en torno al punto medio de c.EUR 17,94 por acción).

Evolución de principales métricas

Capex (EURm)



Capital circulante (EURbn)



— Histórico — Escenario 1 — Escenario 2 — Escenario 3

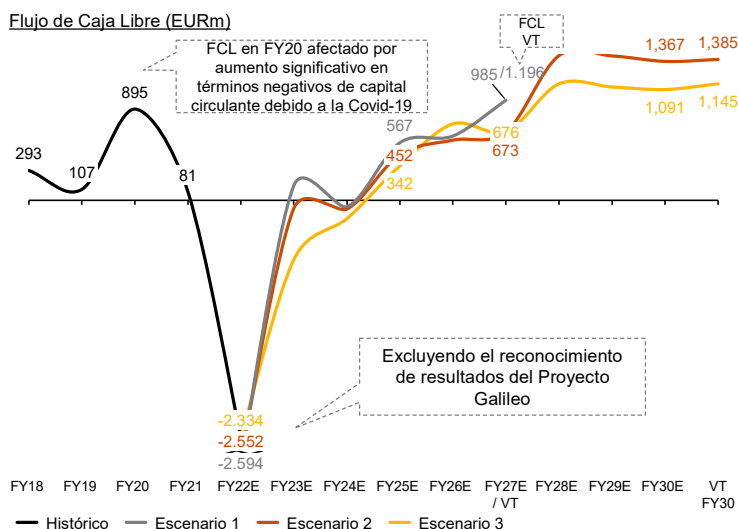
Fuente: Cuentas anuales de SGRE, Plan de Negocio y análisis PwC

Resumen de conclusión del rango de valor DFC (4 de 4)

Un perfil de proyecciones financieras de recuperación estilo “hockey-stick” como las reflejadas en los tres escenarios provocan un peso elevado de VT (c. 80%-90%). Las hipótesis sensibilizadas (aunque con rangos individualmente acotados) combinadas aumentan de forma justificada, lógica y razonable la amplitud del rango de valor total

- Esta amplitud necesariamente debe ser superior a la que se obtendría en una valoración basada en una proyección de FCL mucho más estable y suave sin un crecimiento exponencial ni fuertes cambios de signo derivados de partir de una situación de FCL negativos como el inherente a este caso.
- Nuestro rango de valor de DFC, tratándose de un reflejo del valor intrínseco que tiene en cuenta expectativas fundamentales a largo plazo, incluyendo estimaciones concretas y visibles sobre el papel que puede tener la energía eólica a largo plazo, representa un rango de volatilidad más acotado que el observado desde 2017 en la cotización.
- También queremos destacar que en el Escenario 1 y 2 se considera que SGRE pueda mantener indefinidamente (a perpetuidad) una cuota de mercado del 50% en el segmento *offshore*.
- En este sentido, una desviación de solamente -5 pp a la baja en dicha cuota de mercado a perpetuidad como la que contempla el Escenario 3, a la luz de las estimaciones a largo plazo según fuentes disponibles (Credit Suisse y US Department of Energy), la analogía con lo ya observado en el segmento más maduro *onshore* y la dinámica esperable de las fuerzas competitivas a largo plazo (llegada de entrantes, reducción de ventajas competitivas y barreras de entrada, reparto con más competidores), reflejan una hipótesis más factible en nuestra opinión.

Evolución de principales métricas



Cotización media ponderada

Cotización media ponderada (1 de 2)

La cotización media ponderada de los últimos 6 meses anteriores al 21 de mayo de 2022 ha sido de EUR 18,01 por acción

- El Artículo 10 del RD 1066/2007 requiere considerar el método de la cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión (en este caso el Anuncio previo de OPA) mediante la publicación de un Hecho Relevante, cualquiera que sea el número de sesiones que se hubieran negociado.
- El 18 de mayo de 2022 Siemens Energy puso en conocimiento del mercado un Hecho Relevante donde comunicaba lo siguiente: *“Ante la información aparecida en medios en el día de hoy, Siemens Engery AG confirma que su equipo gestor está considerando una oferta pública de adquisición en efectivo sobre la totalidad de las acciones de Siemens Gamesa Renewable Energy S.A. con la intención de excluir a la sociedad de cotización. El resultado de dicho análisis sigue abierto. No se ha tomado ninguna decisión y no hay certeza de que la operación se materialice.”*
- Considerando la información disponible en la base de datos Bloomberg, hemos tomado como fecha de referencia adicional el 17 de mayo de 2022, y teniendo en cuenta que la operación no estaba decidida ni el precio anunciado, siguiendo el RD 1066/2007, hemos tomado como fecha de referencia principal el 20 de mayo de 2022, último día de cotización antes del Anuncio Previo cuando Siemens Energy comunicó su formulación de la OPA (21 de mayo de 2022), así como la contraprestación ofrecida y condiciones de la Oferta. Como se puede observar, la diferencia entre los 6 meses a 17 de mayo de 2022 (18,14 euros por acción) y a 20 de mayo de 2022 (18,01 euros por acción) es poco significativa.

Análisis del precio medio semestral

EUR por acción	Cierre	Promedio	Máximo	Mínimo
Day 17/05/2022	14,13			
Día 20/05/2022	16,75			
Últimos 6 meses previos al 18/05/2022 (1)		18,14	24,10	12,56
Últimos 6 meses previos al 21/05/2022 (2)		18,01	24,10	12,56

- Periodo de 6 meses: 17/11/2021 – 17/05/2022.- Fecha máximo, 29/11/2022; Fecha mínimo, 11/05/2022.
- Periodo de 6 meses: 20/11/2021 – 20/05/2022 - Fecha máximo, 29/11/2021; Fecha mínimo 11/05/2022.

Fuente: BME, Bloomberg y análisis PwC

- En el citado periodo de 6 meses, la cotización se inicia con unos niveles de 22 EUR por acción de mediados de noviembre 2021 (apertura del día 17), periodo con un elevado número de sesiones en el que los resultados disponibles de SGRE son los anuales FY21 comunicados desde principios de noviembre 2021 y que recoge todavía el efecto de auge generalizado de las cotizadas de renovables (generadoras y fabricantes de turbinas), iniciado en el 2021, y que se corrige tal y como se explica más adelante.
- Desde dicho momento, la cotización sigue la tendencia descendente y comienza a incorporar la nueva información con la publicación por SGRE de resultados 1T22 y *profit warning* (final enero 2022), inicio de la guerra de Ucrania (mediados de febrero 2022), cese de CEO y nombramiento de nuevo CEO (1 de marzo 2022) y publicación de resultados 1S22, nuevo *profit warning* y retirada y puesta en revisión de Guidance FY22 E y visión a largo plazo (entre 19 abril y 5 de mayo de 2022) hasta alcanzar un mínimo de 12,56 EUR por acción en mayo antes del Anuncio Previo (una amplitud de variación total de c. 11,54 EUR por acción, aproximadamente un 48%).

Cotización media ponderada (2 de 2)

Debido a la magnitud de los acontecimientos que han ocurrido desde marzo 2022, que han supuesto en nuestra opinión un inicio de cambio relevante en la percepción que el mercado tiene de SGRE, consideramos adecuado el análisis de la cotización media ponderada de los últimos 3 meses anteriores al Anuncio Previo de la OPA

- El inicio de la guerra de Ucrania a final de febrero 2022 provoca una reacción inicial al alza que se corrige durante marzo del 2022. En términos fundamentales, el hecho incide más negativamente en la subida de precios energéticos, costes de materias primas y problemas de cadena de suministros. Como se observa, el grado de volatilidad de la acción debido a lo explicado durante el semestre anterior es muy elevado y recoge un número considerable de sesiones previas a la citada comunicación de resultados más recientes, tanto 1T22 como el 2S22. También la volatilidad es elevada en los últimos 1 y 2 años anteriores al Anuncio Previo.
- Por ello, además de la media de los 6 meses anteriores requerida, hemos analizado la media del periodo que contiene un mayor número de sesiones donde consideramos que el mercado empieza a recoger el efecto de resultados de SGRE más recientes (en particular la constatación de que en el 1S22 los resultados son inferiores a lo esperado por la Compañía y suponen un deterioro aún mayor respecto al FY21), el cambio de CEO y la corrección de expectativas que ello representa (retirada de Guidance FY22 E y puesta en revisión de la misma y de la visión a largo plazo). En este sentido, hemos analizado la media de los 3 meses anteriores al Anuncio Previo de la OPA. En este periodo de 3 meses, la cotización se inicia con un nivel c. 17 EUR por acción (17 febrero), experimenta un máximo de c. 21 EUR por acción hasta bajar a un mínimo de 12,56 EUR por acción (11 mayo) antes del 18 y 21 de mayo.
- En consistencia con el mismo criterio empleado por la Bolsa de Madrid, la cual utiliza la media aritmética de los cambios medios ponderados diarios, en los cuadros se muestran las dos medias a 3 y 6 meses calculadas a las dos fechas de referencia comentadas. Se adjunta el certificado de la Bolsa de Madrid en el Anexo 7 "Certificado Bolsa de Madrid" para la correspondiente a 6 meses.

Análisis del precio medio trimestral

EUR por acción	Cierre	Promedio	Máximo	Mínimo
Day 17/05/2022	14,13			
Día 20/05/2022	16,75			
Últimos 3 meses previos al 18/05/2022 (1)		16,31	21,13	12,56
Últimos 3 meses previos al 21/05/2022 (2)		16,29	21,13	12,56

(1) Periodo de 3 meses: 17/02/2022 – 17/05/2022.- Fecha máximo, 28/02/2022; Fecha mínimo, 10/05/2022.

(2) Periodo de 3 meses: 20/02/2022 – 20/05/2022 - Fecha máximo, 28/02/2022; Fecha mínimo 10/05/2022.

Fuente: BME, Bloomberg y análisis PwC

- Consideramos el método adecuado ya que cuenta con suficiente liquidez y, compara con el punto medio de nuestro rango de DFC, de c.18 EUR por acción, mientras que la media de 3 meses, compara con el rango bajo del DFC de 16,03 EUR por acción.
- También hemos analizado la evolución y cotización media de las acciones de SGRE entre la fusión en abril del 2017 y junio de 2020, momento en que se inicia el auge generalizado de los sectores relacionados con renovables. En FY17-19 el EBITDA de SGRE se mantiene estable en torno a c. EUR 1bn, para luego caer de manera significativa en FY20 (-125%), en contraposición al auge de cotizaciones del sector que mostramos más adelante, llegando a su máximo a principios del FY21. Durante el FY22, los resultados EBITDA se han seguido deteriorando y la acción ha tomado una tendencia bajista.
- A pesar de la elevada volatilidad y fluctuación de la cotización de las acciones de SGRE desde el año 2020 en un contexto de elevada volatilidad e incertidumbre en los mercados, y de que la cotización presenta una tendencia bajista en los últimos tres meses anteriores al Anuncio previo de la OPA motivada, en nuestra opinión por los resultados publicados por la Compañía, este método nos parece adecuado para la valoración de SGRE, dada la liquidez bursátil que presentan las acciones de SGRE en todo el periodo.

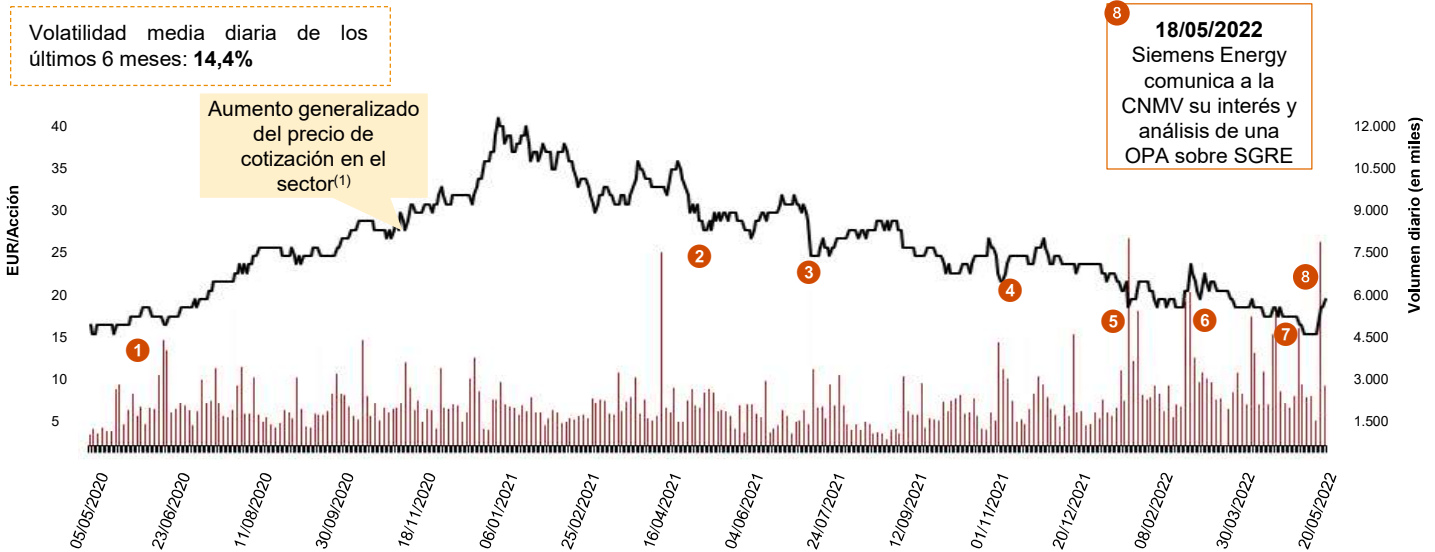
Análisis de evolución del precio y volumen y de cotización

La cotización diaria de la acción de SGRE ha experimentado una volatilidad significativa en los últimos dos años y últimos 6 meses desde el 20/11/2019 hasta el 20 de mayo 2022, alcanzando un máximo de EUR 39,35 el 8/01/2021 y un mínimo de EUR 10,68 el 16/03/2020 por acción. La media ponderada del periodo es EUR 21,59

Precio medio ponderado y volumen de SGRE

Hechos Relevantes

- 1 17/06/2020**
 Anuncio de *profit warning* y cese del CEO Markus Tacke
- 2 18/05/2021**
 Siemens Energy clarifica que no hará una OPA sobre SGRE
- 3 14/07/2021**
 SGRE presenta resultados y anuncia un *profit warning*
- 4 05/11/2021**
 SGRE presenta el informe de actividad del FY21
- 5 20/01/2022**
 SGRE presenta resultados del 1T22 y anuncia un *profit warning*
- 6 01/03/2022**
 Cese del CEO Andreas Nauen y nombramiento de Jochen Eickholt
- 7 19/04/2022**
 SGRE anuncia resultados del 2T22, un *profit warning* y retira el Guidance FY22 E



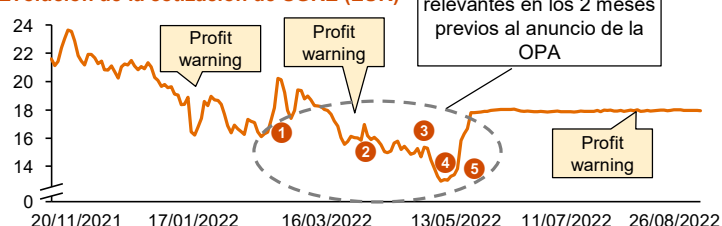
Notas: (1) Para mas información ver siguientes páginas.
 Fuente: BME, Bloomberg y análisis PwC

Evolución de la cotización reciente de SGRE (1 de 2)

Desde la entrada del nuevo CEO, se han producido varios acontecimientos que han afectado a la cotización de la Compañía

- Centrándonos en la evolución de la cotización de SGRE desde el 20 de noviembre de 2021 periodo relevante para el cálculo de la media ponderada de 6 meses, observamos que han sucedido una serie de eventos y circunstancias, sobre todo a partir de mediados de marzo de 2022, que han impactado de manera significativa en el precio de cotización de la acción de SGRE. A continuación, resumimos los acontecimientos más relevantes.
 - Adicionalmente a los problemas externos comentados anteriormente, SGRE sigue arrastrando problemas de carácter interno relacionados con la plataforma 5.X. También cabe destacar el cambio a nuevo CEO que toma posesión del cargo el 1 de marzo tras varios en los últimos años.
 - El día 19 de abril (2), SGRE presentó los resultados preliminares del 2T22, anunciando al mercado un nuevo *profit warning* y retirando el Guidance FY22 E. Posteriormente, el día 5 de mayo (3) en la llamada de analistas sobre los resultados del 2T/1S 2022, el CEO, comunicó que igualmente se ponía bajo revisión la visión de alcanzar un margen EBIT de 8%-10% hacia el FY25, destacando la dificultad de realizar estimaciones a largo plazo en el contexto actual e indicando los planes en marcha y la consideración de seguir aspirando a un margen del 8% en el largo plazo. En cualquier caso, la visión a largo plazo también queda bajo revisión.
 - Los resultados del 1S22, con mayor base que el 1T22, han supuesto un deterioro muy significativo respecto al FY21 y una mayor constatación y empeoramiento que los avanzados en el 1T 2022, donde también destaca la persistencia de los problemas asociados al desarrollo de la plataforma 5.X y el incremento de las pérdidas por contratos onerosos. SGRE anunció que espera poder mantener el rango bajo del margen EBIT (-4%) del Guidance anulado para FY22 E gracias al impacto positivo de la venta del Proyecto Galileo, sin este impacto el margen EBIT esperado es de c. -10%.
 - Asimismo, cabe resaltar que debido a los malos resultados acumulados, la posición financiera neta reportada en el 1S22 empeoró muy significativamente respecto al FY21 y 1T 2022, siendo la deuda financiera significativamente superior a la caja por primera vez desde que la fusión en 2017 y dejando SGRE de calificar, en los resultados de 1S 2022, su posición de liquidez como "fuerte".
 - Este anuncio de resultados y retirada del Guidance FY22 E y de la visión a largo plazo cambiaron las expectativas del mercado sobre el valor de SGRE. Así se vio reflejado en la cotización de la acción, que cayó de los EUR 15,23 por acción (4 de mayo) a los EUR 12,96 por acción (10 de mayo).
 - Finalmente, el día 18 de mayo de 2022 se hizo público el anuncio del interés de Siemens Energy por lanzar una OPA sobre SGRE y el 21 de mayo de 2022 se hizo pública la decisión de llevar a cabo dicha operación y su precio. A partir de este momento, la cotización de SGRE se quedó estable en el entorno de los EUR 18 por acción.

Evolución de la cotización de SGRE (EUR)



Fuente: Bloomberg

Evolución de la cotización reciente de SGRE (2 de 2)

Desde la entrada del nuevo CEO, se han producido varios acontecimientos que han afectado a la cotización de la Compañía

- Debido a que la mayoría de estos eventos se han producido a partir de marzo (2 meses antes del anuncio de la OPA), y que estos eventos han supuesto un cambio significativo en las expectativas a futuro de SGRE, consideramos necesario tomar en cuenta la media de la cotización de 3 meses, al incorporar más sesiones con la nueva información conocida por el mercado.
- No obstante, debe considerarse, asimismo, que la cotización de las acciones a partir del Anuncio Previo de la OPA está afectada por el precio anunciado para la OPA por lo que ya no resulta posible aislar dicho impacto de cualquier otro que pudiera obedecer a la evolución de la Compañía y a los demás hechos, resultados y circunstancias posteriores al 20 de mayo de 2022.
- Por ello, y conforme a lo previsto en el artículo 10 del RD 1066/2007, es preciso incorporar la cotización media del semestre anterior al 21 de mayo de 2022 certificada por la Bolsa de Madrid, esto es, 18,01 euros por acción, como resultado de este método.

Análisis de volatilidad y liquidez

La liquidez de la acción es adecuada y por tanto el análisis de su cotización es relevante para analizar el valor

Análisis de liquidez a 20 de mayo de 2022

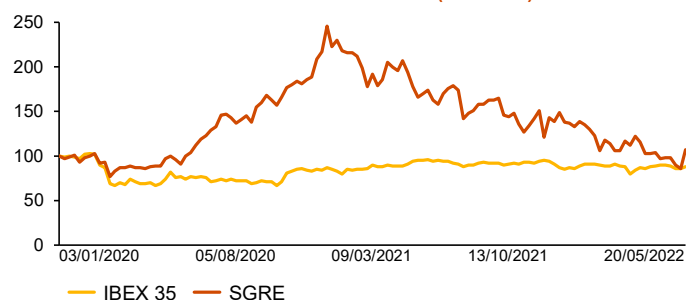
	Rotación diaria acciones sobre el total emitido			
	3 meses	6 meses	1 año	2 años
IBEX 35	0,37%	0,34%	0,31%	0,35%
SGRE	0,35%	0,30%	0,24%	0,23%

	Rotación diaria de acciones sobre acciones en free float			
	3 meses	6 meses	1 año	2 años
IBEX 35	0,57%	0,52%	0,48%	0,55%
SGRE	1,00%	0,89%	0,72%	0,69%

Análisis de la volatilidad sobre la media diaria del periodo considerado a 20 de mayo de 2022

	3 meses	6 meses	1 año	2 años
IBEX 35	6,4%	8,2%	9,1%	17,1%
SGRE	11,2%	14,4%	18,5%	24,2%

Evolución de la cotización desde enero 2020 (base 100)



Fuente: BME, Bloomberg, S&P Capital IQ y Análisis PwC

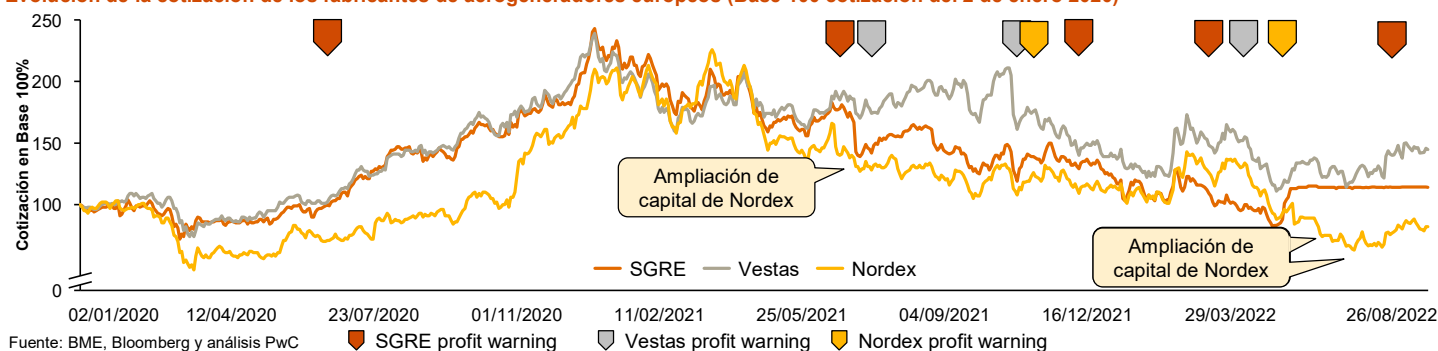
- Hemos analizado la liquidez de SGRE comparando la rotación media diaria con la media del resto de empresas que componen el IBEX 35. Como se puede observar, la acción de SGRE es suficientemente líquida, y por tanto relevante para analizar el valor.
- Adicionalmente, hemos analizado la volatilidad del precio de la acción de SGRE comparada con la media ponderada de la cotización de las compañías que componen el IBEX 35. En este sentido, observamos que la acción de SGRE ha llegado a ser casi el doble de volátil que el resto del IBEX 35 en el último año y últimos 3 y 6 meses.
- El rango de fluctuación total de los 6 meses anteriores al Anuncio Previo es de 11,54 EUR (mínimo de 12,56 y máximo de 24,10), mientras que el de 3 meses se reduce a 8,57 EUR (mínimo de 12,56 y máximo de 21,13).
- Observamos que con el inicio de la Covid-19, la acción de SGRE no se vio negativamente impactada. Más bien, hacia final del 2020 su comportamiento ha sido favorable en comparación al IBEX 35, para volver a corregirse hasta mayo de 2022 (ver página siguiente).

Evolución de la cotización de empresas comparables a SGRE

Los fabricantes de aerogeneradores europeos aumentaron de manera muy significativa sus cotizaciones durante 2020 y experimentaron un posterior ajuste a lo largo del 2021

- Tal y como se observa en el gráfico, a partir de junio de 2020, el valor de la cotización de SGRE y de sus 2 compañías más comparables (Vestas y Nordex) ha aumentado muy significativamente hasta alcanzar máximos (multiplicado en más de 2 veces). Posteriormente, y a lo largo del año 2021, los valores de cotización se han corregido, tendiendo a niveles cercanos previos a junio 2020.
- El alza observada tiene relación con el mayor protagonismo, impulsado por la Covid-19, en las inversiones en energía renovable y el anuncio de los gobiernos europeos de destinar parte de los fondos de recuperación Next Generation UE específicamente al sector, haciendo que el mismo se comporte como anticíclico y defensivo frente a la crisis económico-sanitaria. Para el caso de SGRE, su acción experimenta este comportamiento a pesar de que los resultados (EBITDA ajustado) empeoran drásticamente a partir de FY20 tras estabilidad entre el FY17 y FY19. Esta tendencia también se ha observado de forma similar en las cotizadas dedicadas a la explotación/generación de energía renovable.
- Sin embargo, a partir de comienzos de 2021, la cotización de SGRE, Vestas y Nordex cambió hacia una tendencia bajista, motivado en gran medida por la continua comunicación de *profit warnings* y revisiones de *Guidance* y la visión a largo plazo como consecuencia de la subida del coste de las materias primas, costes de transporte y problemas en la cadena de suministros. Esta situación se vio agravada a comienzos de 2022 por el estallido de la guerra en Ucrania, circunstancia que ha incrementado la magnitud de los problemas que venían arrastrando los fabricantes de aerogeneradores, necesitando en algunos casos de inyecciones de capital (Nordex) para asegurar la viabilidad de la compañía.
- El 11 de mayo de 2022 SGRE alcanzó el mínimo de cotización de EUR 12,56 por acción, situándose así en niveles de marzo de 2020. Más tarde, el 21 de mayo de 2022, Siemens Energy anunció la OPA sobre SGRE con lo que se elevó su cotización hasta los EUR 18 por acción, aproximadamente. Tras el Anuncio Previo de la OPA, tanto Vestas como Nordex han seguido experimentando caídas en su cotización.

Evolución de la cotización de los fabricantes de aerogeneradores europeos (Base 100 cotización del 2 de enero 2020)



Múltiplos de mercado

Descripción general del método

- El enfoque de Múltiplos de Mercado indica el valor de mercado del Grupo comparándolo con empresas comparables cotizadas en mercados secundarios o que hayan sido objeto de transacciones privadas. Este enfoque es válido en la medida en que exista información suficiente sobre negocios razonablemente comparables y la muestra tenga un tamaño razonable.
- Un análisis de los múltiplos de mercado de empresas dedicadas a actividades similares proporciona información de las impresiones y expectativas de los inversores y, por tanto, del valor de la empresa, en la medida en que se consideren razonablemente comparables.
- Después de identificar y seleccionar las empresas comparables cotizadas en mercados bursátiles o que han estado involucradas en una transacción reciente privada, se analizan sus negocios y perfiles financieros para evaluar el grado de comparabilidad en función de la información disponible. Una vez seleccionadas las más similares, en la medida de lo posible, se calculan los precios o los múltiplos de valor sobre sus magnitudes financieras y se consideran, ajustan u homogenizan, si aplica, las potenciales diferencias identificadas, por factores como el tamaño relativo, el crecimiento, la rentabilidad, el riesgo y el retorno de la inversión.
- En el análisis, hemos considerado el múltiplo EV/EBITDA, antes del impacto de la norma contable NIIF 16, y el múltiplo EV/Ventas, como múltiplo seguido por algunos analistas.
- En el caso de transacciones privadas, hemos identificado una serie de operaciones corporativas de los últimos años y analizado el múltiplo EV/EBITDA y EV/Ventas. Este método presenta la limitación inherente adicional de que los precios pagados consideran las particularidades específicas de cada comprador/vendedor, que no tienen por qué trasladarse necesariamente a la valoración del Grupo.
- No se ha encontrado ninguna compañía cotizada ni transacción privada fuera del sector de SGRE que permita un nivel mínimo de comparación con SGRE.
- A partir de las muestras de compañías cotizadas y transacciones privadas del sector de SGRE seleccionadas, hemos obtenido los múltiplos que resultan de estas metodologías, aunque consideramos que conducen a unos valores no válidos para estimar el valor de la Compañía y que ni siquiera sirven de contraste con los resultados de otros métodos de valoración, por las razones que se detallan más adelante.
- En las siguientes páginas presentamos los análisis realizados, resultados y conclusiones y limitaciones concretas observadas.

Múltiplos de compañías comparables (1 de 4)

Hemos realizado un análisis de las compañías cotizadas del sector identificando 4 compañías razonablemente comparables en actividad y productos

Selección

- En primer lugar, para la selección de compañías cotizadas comparables, hemos seguido los siguientes criterios por considerar que son los únicos que permitirán cierto grado de comparabilidad con SGRE:
 - i. empresas cotizadas del sector de fabricación de turbinas y motores del sector eólico; y,
 - ii. empresas especializadas en la venta de equipamiento eléctrico pesado, tal y como está clasificada SGRE, ubicadas en Europa Occidental y Norte América.
- Adicionalmente, hemos contrastado que la muestra obtenida incluye las compañías cotizadas comparables citadas por los analistas de SGRE
- Tras este primer análisis hemos obtenido una muestra de 65 compañías cotizadas de las cuales hemos descartado un total de 54 con motivo de alguno o varios de los siguientes criterios que en nuestra opinión impiden la comparación con SGRE:
 - i. la compañía había sido adquirida o disuelta;
 - ii. ofrece servicios diferentes a SGRE (por ejemplo, desarrollo de proyectos, producción y comercialización de energía);
 - iii. está enfocada en la venta de productos no asociados con las turbinas eólicas; y/o,
 - iv. se centra principalmente en mercados locales, incluyendo el mercado chino e indio. En este sentido, hemos descartado las cotizadas chinas dedicadas a las fabricación de turbinas o componentes de equipamiento de energía eólica dado que suelen centrarse exclusivamente en su propio mercado (mientras que SGRE tiene una presencia más global) y a que el mercado chino es menos accesible a fabricantes internacionales como SGRE.
- Hemos analizado las 11 compañías cotizadas resultantes en cuanto a los siguientes criterios que en nuestra opinión determinan su comparabilidad con SGRE:
 - i. las unidades de negocio en las que opera;
 - ii. su presencia y *mix* geográfico;
 - iii. su catálogo de productos; y
 - iv. sus principales magnitudes financieras.
- Con ello, hemos concluido con una selección de 4 cotizadas (para mayor detalle ver Anexo 6 "Compañías cotizadas comparables") de las cuales 2 presentan mayor grado de comparabilidad con SGRE; Vestas y Nordex, y otras dos compañías presentan un grado inferior de comparabilidad; TPI Composites ("TPI") y Unison.
- Como se observa, el número de compañías cotizadas que podemos considerar comparables es excesivamente limitado.

Múltiplos de compañías comparables (2 de 4)

El grado de dispersión y fluctuación histórica de múltiplos y la cantidad de valores negativos dificulta la estimación de un múltiplo normalizado que sea válido

Análisis de múltiplos

- Del análisis de evolución histórica, hemos observado que existe una amplia dispersión dentro del rango de múltiplos y márgenes EBIT y EBITDA entre las comparables en un mismo año, así como elevada fluctuación de los de una misma compañía a lo largo de los años analizados (ver tabla adjunta a la derecha). La disparidad se debe a varios factores, entre ellos:
 - El tamaño de la compañía, siendo clave en este sector debido a la importancia de las economías de escala y las altas barreras de entrada.
 - El porcentaje de negocio que representa la actividad de O&M, ya que es más rentable y estable que el negocio WTG *onshore* y *offshore*.
 - El mayor posicionamiento de la Compañía en el sector *offshore*, debido a la importancia que se espera que juegue este sector en el corto y largo plazo.
 - La volatilidad de resultados por aspectos operativos y comerciales particulares de cada una.
- En este sentido, Vestas y Nordex presentan un nivel de comparabilidad mayor a SGRE. Sin embargo, las diferencias entre estas dos compañías se reflejan tanto en sus márgenes operativos como en sus múltiplos de valoración: (i) Vestas presenta un nivel de ventas más cercano a SGRE y dos veces superior al de Nordex; (ii) Vestas está presente en el mercado *onshore* y *offshore*, mientras que Nordex sólo opera en *onshore*; y (iii) El negocio de O&M representa en Vestas el 16% de su cifra de negocio, similar al 19% de SGRE, mientras que en Nordex esta cifra se reduce al 9%. Como se observa, los márgenes de Nordex son inferiores e incluso negativos desde FY18.
- Por todo esto, Vestas es la compañía más comparable a SGRE en términos operativos y de negocio, aunque sus múltiplos son anómalos en FY20-FY21. La dificultad es mayor en el EV/EBIT.

Compañía	Margen EBITDA					
	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
Vestas	15,5%	15,7%	13,6%	11,5%	8,8%	6,9%
Nordex	6,8%	6,5%	1,8%	1,8%	(4,4%)	(0,3%)
TPI	8,4%	8,8%	7,3%	4,2%	4,3%	3,2%
Unison	(9,8%)	7,6%	7,1%	(15,3%)	(8,6%)	5,1%
SGRE	n.d.	10,4%	11,3%	10,8%	2,5%	3,0%

Compañía	Margen EBIT					
	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
Vestas	13,3%	13,6%	10,8%	8,3%	6,4%	3,5%
Nordex	4,6%	4,1%	(2,1%)	(1,3%)	(6,5%)	(1,9%)
TPI	6,7%	6,9%	4,7%	1,5%	1,5%	0,5%
Unison	(19,6%)	3,5%	4,5%	(20,9%)	(14,6%)	1,5%
SGRE	n.d.	7,1%	7,6%	7,1%	(2,5%)	(0,9%)

Compañía	EV/EBITDA					
	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
Vestas	9,0x	8,5x	7,5x	9,9x	19,3x	32,4x
Nordex	14,1x	5,0x	23,2x	25,2x	(6,6x)	(121,1x)
TPI	11,4x	9,6x	13,9x	12,7x	15,6x	23,9x
Unison	(40,5x)	31,9x	18,7x	(16,5x)	(88,7x)	72,2x
Media largo plazo EV/EBITDA FY16-FY19⁽¹⁾				10,9x		

Compañía	EV/EBIT					
	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
Vestas	10,4x	9,8x	9,4x	13,6x	26,4x	63,1x
Nordex	21,1x	8,0x	(19,8x)	(33,6x)	(4,5x)	(17,8x)
TPI	14,3x	12,3x	21,5x	34,2x	44,3x	154,1x
Unison	(20,3x)	69,2x	29,4x	(12,1x)	(52,3x)	238,3x

⁽¹⁾ Media calculada sin anómalos o negativos marcados en rojo
Fuente: S&P Capital IQ, informes de analistas, cuentas anuales, análisis PwC

Múltiplos de compañías comparables (3 de 4)

El grado de dispersión y fluctuación histórica de múltiplos y la cantidad de valores negativos dificulta la estimación de un múltiplo normalizado que sea válido

Análisis de múltiplos (cont.)

- Cabe destacar que los márgenes operativos EBITDA y EBIT se han deteriorado de forma generalizada, llegando incluso a ser negativos o muy bajos en el caso de Nordex, Unison, TPI y la propia SGRE.
- Los ejercicios FY20 y FY21 se han visto afectados por la Covid-19, lo que ha ocasionado el incremento de costes de materias primas, transporte y disrupciones de suministro. Esta circunstancia ha ocasionado una caída de márgenes ya que las compañías no han podido trasladar fácilmente estos incrementos a los precios de venta. Además, se espera que esta situación se prolongue durante los próximos años. En el caso de Nordex, viene experimentando pérdidas operativas ya desde FY18.
- La propia SGRE presenta deterioros de márgenes significativos y con valores negativos en FY20 y FY21 y estima alcanzar el *break even* hacia FY24 (ver sección "Descuento de Flujos de Caja").
- Por tanto, hemos analizado los múltiplos históricos EV/EBIT y EV/EBITDA antes de NIIF 16, calculando la media entre FY16 y FY19, previa la Covid-19, aunque igualmente observando algunos múltiplos negativos o anómalos (Nordex y Unison), que hemos descartado por ser no válidos.
- Del análisis realizado, EV/EBIT presenta las limitaciones anteriormente mencionadas pero de forma más acusada, con mayor dispersión y mayor número de datos negativos.
- Asimismo, hemos analizado el múltiplo EV/Ventas calculando la media de FY21 excluyendo aquellos múltiplos anómalos (Unison). Al estar este múltiplo menos afectado por los problemas de rentabilidad de los últimos años, hemos considerado el dato histórico a FY21 y la media FY16-FY19. Sin embargo el número de datos (#3) también es bajo y la dispersión entre ellos muy elevada (0,3x a 2,2x) en FY21, y la dispersión es similar para FY16-FY19.

Margen EBITDA						
Compañía	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
Vestas	15,5%	15,7%	13,6%	11,5%	8,8%	6,9%
Nordex	6,8%	6,5%	1,8%	1,8%	(4,4%)	(0,3%)
TPI	8,4%	8,8%	7,3%	4,2%	4,3%	3,2%
Unison	(9,8%)	7,6%	7,1%	(15,3%)	(8,6%)	5,1%
SGRE	n.d.	10,4%	11,3%	10,8%	2,5%	3,0%

Margen EBIT						
Compañía	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
Vestas	13,3%	13,6%	10,8%	8,3%	6,4%	3,5%
Nordex	4,6%	4,1%	(2,1%)	(1,3%)	(6,5%)	(1,9%)
TPI	6,7%	6,9%	4,7%	1,5%	1,5%	0,5%
Unison	(19,6%)	3,5%	4,5%	(20,9%)	(14,6%)	1,5%
SGRE	n.d.	7,1%	7,6%	7,1%	(2,5%)	(0,9%)

EV/Ventas						
Compañía	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
Vestas	1,4x	1,3x	1,0x	1,1x	1,7x	2,2x
Nordex	1,0x	0,3x	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x
TPI	1,0x	0,8x	1,0x	0,5x	0,7x	0,8x
Unison	4,0x	2,4x	1,3x	2,5x	7,6x	3,7x
Media EV/Ventas FY21⁽¹⁾						1,1x
Media EV/Ventas FY16-FY19						1,3x

Notas:

(1) Media calculada sin anómalos o negativos marcados en rojo

Fuente: S&P Capital IQ, informes de analistas, cuentas anuales, análisis PwC

Múltiplos de compañías comparables (4 de 4)

Dadas las limitaciones de los múltiplos analizadas y la ausencia de base de resultados positivos normalizados a la cual aplicarlos, consideramos este método no válido

Conclusiones

- Como hemos mencionado anteriormente, al igual que les ha sucedido a las compañías cotizadas comparables, los EBITDAs históricos recientes de SGRE (FY20-FY21) se han visto afectados por la Covid-19 y la subida de precios de materias primas y transporte, lo que impide considerarlos como una base normalizada. Del mismo modo, se estima que esta situación se mantenga para FY22E y próximos años hasta FY24E, e incluso no empieza a normalizarse hasta años después tal como explicamos en la sección de Descuento de Flujos de Caja.
- Consideramos que existen importantes limitaciones que hacen que no sea válida la aplicabilidad del método de valoración por múltiplos de cotizadas comparables:
 - i. Únicamente Vestas es lo suficientemente comparable a SGRE, resultando en muy poca representatividad, incluso considerando las 4 analizadas, y limitando la aplicabilidad de este método.
 - ii. Debido a la situación anómala de resultados en el sector en los últimos años como consecuencia de la Covid-19, no existen múltiplos históricos recientes suficientemente normalizados con promedios históricos pre-Covid-19, no exentos de dificultades con amplia dispersión de valores y pocos datos (#4).
 - iii. Las propias circunstancias actuales de baja o negativa rentabilidad de SGRE desde FY20 y esperadas hasta FY24E. En este sentido, el DFC ya contempla las perspectivas de forma más completa para el futuro hasta el FY27E o FY30E, según corresponda al escenario.
 - iv. El múltiplo EV/EBITDA presenta estas limitaciones mientras que el criterio de múltiplo EV/Ventas no captura los problemas de rentabilidad y también cuenta con pocos datos y elevada dispersión.
- En base a los argumentos anteriormente expuestos, hemos considerado que este método no es válido para concluir un valor por acción de SGRE ni sirve de contraste con los resultados de otros métodos.

Múltiplos de Transacciones comparables (1 de 4)

Solamente se han identificado 4 transacciones comparables en actividad y tamaño (al menos mayor a EUR 1bn), incluyendo el múltiplo implícito de la propia valoración de SGRE considerada en la adquisición del 8% a Iberdrola en febrero de 2020. El múltiplo promedio histórico del análisis es de EV/EBITDA de 9,5x y EV/Ventas de 1,3x

Análisis de múltiplos

- Hemos realizado una búsqueda inicial de transacciones, cerradas entre 2017 y 2022, en las principales fuentes de información, S&P Capital IQ y Mergermarket, utilizando como categoría de búsqueda la industria de *Heavy Electrical Equipment, Electric Power by Wind Energy, Alternative Energy o Industrial equipment and machinery*. Adicionalmente hemos filtrado con las palabras clave: *wind towers, wind turbines, blades y wind*.
- Hemos filtrado, excluyendo en función de: (i) presencia geográfica, incluyendo únicamente transacciones de compañías adquiridas europeas y norteamericanas; y (ii) modelo de negocio, seleccionando las relacionadas al sector de fabricación de turbinas eólicas y operación y mantenimiento, excluyendo aquellas dedicadas a la generación de energía renovable. Con ello hemos obtenido una muestra de 14 transacciones.
- Asimismo, hemos analizado el múltiplo implícito resultante de la operación sobre la compra del paquete del 8% de SGRE a Iberdrola por parte de Siemens AG. El precio de la adquisición del 8% en SGRE a Iberdrola por parte de Siemens AG, incluye, además, otros acuerdos entre las partes de potencial valor adicional no identificado al valor de transacción (20 euros por acción) del propio paquete transmitido. Por tal motivo, consideramos que la incorporación del precio y múltiplo resultante pueda distorsionar la media.

Fecha	Adquirida	País	Adquiriente	EV (€m)	% adq.	EV/EBITDA (pre NIIF 16)	% Margen EBITDA	EV/Ventas
22/11/2021	TPI Composites, Inc.	Estados Unidos	Oaktree Capital Management LP	1.525	24%	430,8x	0%	0,9x
19/08/2021	ASMI Industries, S.A.	Portugal	CS Wind Corporation	46	60%	n.d.	(79%)	n.d.
02/08/2021	Vestas Towers America, Inc.	Estados Unidos	CS Wind Corporation	128	100%	n.d.	n.d.	0,5x
02/02/2021	Enercon Services, Inc.	Estados Unidos	AE Industrial Partners, LP	n.d.	100%	n.d.	n.d.	n.d.
14/12/2020	MHI Vestas Offshore Wind A/S	Dinamarca	Vestas Wind System A/S	1.418	50%	8,4x	14%	1,1x
25/08/2020	Unison Co., Ltd.	Corea del Sur	Anemol Co., Ltd.	166	14%	-30,5x	(10%)	2,9x
30/04/2020	Ria Blades, S.A.	Portugal	Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.	60	100%	6,4x	52%	3,3x
04/02/2020	Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.	España	Siemens AG ⁽²⁾	12.541	8%	11,5x	11%	1,2x
09/01/2020	Senvion Deutschland GmbH	España	Siemens Gamesa Renewable Energy Eolica, S. L.	122	100%	n.d.	n.d.	0,7x
06/01/2020	Nordex SE	Alemania	Acciona, S.A. ⁽³⁾	1.288	0,1%	14,6x	3%	0,4x
03/06/2019	Trafotek Oy	Finlandia	AQ Group AB (publ)	28	100%	8,9x	7%	0,6x
20/12/2017	Vergnet Groupe	Francia	Global Emerging Markets; Krief Group; Arum International	n.d.	42%	n.d.	(8%)	n.d.
20/04/2017	LM Wind Power Holding A/S	Dinamarca	General Electric Company ⁽⁴⁾	1.491	100%	8,6x	16%	1,4x
03/04/2017	Gamesa Corporación Tecnológica, S.A.	España	Siemens Wind HoldCo, S.L.	6.446	59%	9,7x	13%	1,3x
Promedio (>1 €bn EV) ⁽¹⁾						9,5x	13%	1,3x
Mediana (>1 €bn EV) ⁽¹⁾						9,1x	13%	1,3x

Nota: (1) Hemos considerado solamente los múltiplos para las transacciones sombreadas de mayor tamaño (factor relevante a efectos de comparabilidad).

(2) Calculado con el precio de 20 €/acción acordado con Iberdrola, y el EBITDA pre I&R e IFRS 16 y posición financiera neta consolidada a FY19

(3) Descartada por el escaso volumen transaccionado

(4) Considerando el precio de adquisición contable (valor de contraprestación) de EUR 6,203 millones publicado en la memoria anual de las cuentas anuales consolidadas 2017, La PFN y el EBITDA LTM a marzo 2017 asciende a EUR 243 millones y EUR 665 millones, respectivamente

Fuente: S&P Capital IQ, CCAA de SGRE, información proporcionada por la Compañía, Mergermarket, informes de la industria y Análisis PwC

Estrictamente privado y confidencial

25 octubre 2022

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

121

Múltiplos de Transacciones comparables (2 de 4)

Solamente se han identificado 4 transacciones comparables en actividad y tamaño (al menos mayor a EUR 1bn), incluyendo el múltiplo implícito de la propia valoración de SGRE considerada en la adquisición del 8% a Iberdrola en febrero de 2020. El múltiplo promedio histórico del análisis es de EV/EBITDA de 9,5x y EV/Ventas de 1,3x

Análisis de múltiplos (cont.)

- También hemos analizado la operación de escisión que se formalizó el 25 de septiembre de 2020 mediante la cual Siemens AG transfirió el 55% de Siemens Energy a sus propios accionistas, manteniendo Siemens AG, directamente o indirectamente el 45% restante, todo ello mediante la entrega de 1 acción de la nueva Siemens Energy por cada 2 acciones de Siemens AG. La escisión fue aprobada por la junta de accionistas de Siemens AG en julio de 2020. Posteriormente, el 28 de septiembre de 2020, Siemens Energy comenzó a cotizar en el mercado alemán, abriendo su cotización a un precio de 22,01 euros por acción. La dirección de Siemens Energy nos ha confirmado que en el citado contexto de la escisión y la salida a bolsa de Siemens Energy no hay una valoración de SGRE (tal y como se menciona en el propio folleto de salida a bolsa), como parte integrante del perímetro de Siemens Energy que se escindió, y que el precio de apertura de cotización de Siemens Energy fue fijado como resultado del proceso de oferta y demanda. Debido a su naturaleza, consideramos que no es una transacción de mercado entre partes independientes dado que no representa por sí un cambio de manos efectivo de un comprador diferente al vendedor (los accionistas de Siemens AG son los mismo receptores de las acciones de Siemens Energy que se escinde de la primera).

Fecha	Adquirida	País	Adquiriente	EV (€m)	% adq.	EV/EBITDA (pre NIIF 16)	% Margen EBITDA	EV/Ventas
22/11/2021	TPI Composites, Inc.	Estados Unidos	Oaktree Capital Management LP	1.525	24%	430,8x	0%	0,9x
19/08/2021	ASMI Industries, S.A.	Portugal	CS Wind Corporation	46	60%	n.d.	(79%)	n.d.
02/08/2021	Vestas Towers America, Inc.	Estados Unidos	CS Wind Corporation	128	100%	n.d.	n.d.	0,5x
02/02/2021	Enercon Services, Inc.	Estados Unidos	AE Industrial Partners, LP	n.d.	100%	n.d.	n.d.	n.d.
14/12/2020	MHI Vestas Offshore Wind A/S	Dinamarca	Vestas Wind System A/S	1.418	50%	8,4x	14%	1,1x
25/08/2020	Unison Co., Ltd.	Corea del Sur	Anemol Co., Ltd.	166	14%	-30,5x	(10%)	2,9x
30/04/2020	Ria Blades, S.A.	Portugal	Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.	60	100%	6,4x	52%	3,3x
04/02/2020	Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.	España	Siemens AG ⁽²⁾	12.541	8%	11,5x	11%	1,2x
09/01/2020	Senvion Deutschland GmbH	España	Siemens Gamesa Renewable Energy Eolica, S. L.	122	100%	n.d.	n.d.	0,7x
06/01/2020	Nordex SE	Alemania	Acciona, S.A. ⁽³⁾	1.288	0,1%	14,6x	3%	0,4x
03/06/2019	Trafotek Oy	Finlandia	AQ Group AB (publ)	28	100%	8,9x	7%	0,6x
20/12/2017	Vergnet Groupe	Francia	Global Emerging Markets; Krief Group; Arum International	n.d.	42%	n.d.	(8%)	n.d.
20/04/2017	LM Wind Power Holding A/S	Dinamarca	General Electric Company	1.491	100%	8,6x	16%	1,4x
03/04/2017	Gamesa Corporación Tecnológica, S.A.	España	Siemens Wind HoldCo, S.L. ⁽⁴⁾	6.446	59%	9,7x	13%	1,3x
Promedio (>1 €bn EV) ⁽¹⁾						9,5x	13%	1,3x
Mediana (>1 €bn EV) ⁽¹⁾						9,1x	13%	1,3x

Nota: (1) Hemos considerado solamente los múltiplos para las transacciones sombreadas de mayor tamaño (factor relevante a efectos de comparabilidad).

(2) Calculado con el precio de 20 €/acción acordado con Iberdrola, y el EBITDA pre I&R e IFRS 16 y posición financiera neta consolidada a FY19

(3) Descartada por el escaso volumen transaccionado

(4) Considerando el precio de adquisición contable (valor de contraprestación) de EUR 6,203 millones publicado en la memoria anual de las cuentas anuales consolidadas 2017, La PFN y el EBITDA LTM a marzo 2017 asciende a EUR 243 millones y EUR 665 millones, respectivamente

Fuente: S&P Capital IQ, CCAA de SGRE, información proporcionada por la Compañía, Mergermarket, informes de la industria y Análisis PwC

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

25 octubre 2022

122

Múltiplos de Transacciones comparables (3 de 4)

Solamente se han identificado 4 transacciones comparables en actividad y tamaño (al menos mayor a EUR 1bn), incluyendo el múltiplo implícito de la propia valoración de SGRE considerada en la adquisición del 8% a Iberdrola en febrero de 2020. El múltiplo promedio histórico del análisis es de EV/EBITDA de 9,5x y EV/Ventas de 1,3x

Análisis de múltiplos (cont.)

- Hemos incluido también el múltiplo implícito que se desprende de la ecuación de canje de la fusión aprobada el 3 de abril de 2017 entre Gamesa Corporación Tecnológica, S.A. y Siemens Wind HoldCo, S.L. Al tratarse de una fusión, no existe un precio pagado por un comprador, sino que hemos tomado en coste de combinación contable determinado por la actual SGRE de sus CCAA consolidadas de 2017, donde se trata Gamesa Corporación Tecnológica, S.A. como un negocio adquirido. Cabe destacar que la operación es de hace más de 5 años y, por tanto, pierde representatividad en el análisis, si bien, ha sido considerada.
- Hemos obtenido un total de 14 transacciones comparables por actividad, de las cuales 5 no detallan información suficiente sobre el múltiplo, 4 son de tamaño más reducido, y 1 resulta en un múltiplo anómalo, lo que resulta en 4 múltiplos disponibles para la conclusión, uno de ellos, el mencionado arriba, de la propia SGRE. El múltiplo EV/EBITDA (pre NIIF16) medio obtenido de la muestra de transacciones comparables analizadas se sitúa en 9,5x, y el múltiplo EV/Ventas medio en 1,3x. Aunque la dispersión de los 4 datos en torno a la media que forman es baja, el número disponible es limitado al igual que sucede en el método de Múltiplos de compañías comparables.

Fecha	Adquirida	País	Adquiriente	EV (€m)	% adq.	EV/EBITDA (pre NIIF 16)	% Margen EBITDA	EV/Ventas
22/11/2021	TPI Composites, Inc.	Estados Unidos	Oaktree Capital Management LP	1.525	24%	430,8x	0%	0,9x
19/08/2021	ASMI Industries, S.A.	Portugal	CS Wind Corporation	46	60%	n.d.	(79%)	n.d.
02/08/2021	Vestas Towers America, Inc.	Estados Unidos	CS Wind Corporation	128	100%	n.d.	n.d.	0,5x
02/02/2021	Enercon Services, Inc.	Estados Unidos	AE Industrial Partners, LP	n.d.	100%	n.d.	n.d.	n.d.
14/12/2020	MHI Vestas Offshore Wind A/S	Dinamarca	Vestas Wind System A/S	1.418	50%	8,4x	14%	1,1x
25/08/2020	Unison Co., Ltd.	Corea del Sur	Anemol Co., Ltd.	166	14%	-30,5x	(10%)	2,9x
30/04/2020	Ria Blades, S.A.	Portugal	Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.	60	100%	6,4x	52%	3,3x
04/02/2020	Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.	España	Siemens AG ⁽²⁾	12.541	8%	11,5x	11%	1,2x
09/01/2020	Senvion Deutschland GmbH	España	Siemens Gamesa Renewable Energy Eolica, S. L.	122	100%	n.d.	n.d.	0,7x
06/01/2020	Nordex SE	Alemania	Acciona, S.A. ⁽³⁾	1.288	0,1%	14,6x	3%	0,4x
03/06/2019	Trafotek Oy	Finlandia	AQ Group AB (publ)	28	100%	8,9x	7%	0,6x
20/12/2017	Vergnet Groupe	Francia	Global Emerging Markets; Krief Group; Arum International	n.d.	42%	n.d.	(8%)	n.d.
20/04/2017	LM Wind Power Holding A/S	Dinamarca	General Electric Company ⁽⁴⁾	1.491	100%	8,6x	16%	1,4x
03/04/2017	Gamesa Corporación Tecnológica, S.A.	España	Siemens Wind HoldCo, S.L.	6.446	59%	9,7x	13%	1,3x
Promedio (>1 €bn EV) ⁽¹⁾						9,5x	13%	1,3x
Mediana (>1 €bn EV) ⁽¹⁾						9,1x	13%	1,3x

Nota: (1) Hemos considerado solamente los múltiplos para las transacciones sombreadas de mayor tamaño (factor relevante a efectos de comparabilidad).

(2) Calculado con el precio de 20 €/acción acordado con Iberdrola, y el EBITDA pre I&R e IFRS 16 y posición financiera neta consolidada a FY19

(3) Descartada por el escaso volumen transaccionado

(4) Considerando el precio de adquisición contable (valor de contraprestación) de EUR 6,203 millones publicado en la memoria anual de las cuentas anuales consolidadas 2017, La PFN y el EBITDA LTM a marzo 2017 asciende a EUR 243 millones y EUR 665 millones, respectivamente

Fuente: S&P Capital IQ, CCAA de SGRE, información proporcionada por la Compañía, Mergermarket, informes de la industria y Análisis PwC

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

25 octubre 2022

123

Múltiplos de Transacciones comparables (4 de 4)

Del mismo modo que el método de Múltiplos de Comparables Cotizadas, las limitaciones analizadas impiden una estimación de valor válida

Conclusiones

- La información disponible y el análisis presenta las siguientes limitaciones:
 - i. Los segmentos de actividad no son plenamente comparables dado que algunas de las compañías identificadas tienen distintos niveles de ponderación de los segmentos *onshore*, *offshore* y O&M, incluso con dedicación únicamente a la fabricación de determinadas partes de los aerogeneradores.
 - ii. Dado que no existe información disponible suficiente o bien ciertas compañías presentan resultados negativos, o se descartan por tamaño y/o paquete de transacciones poco representativos solamente podemos contar con 4 transacciones con un tamaño representativo: 2 de ellas no muy recientes (LM Wind Power y la fusión Gamesa/Wind HoldCo en año 2017), 1 de la propia compañía valorada (8% de SGRE vendido por Iberdrola) con otros componentes en el precio adicionales a la mera compraventa y una transacción más reciente de 2020 (MHI y Vestas). Si bien las 4 cuentan con menos disparidad en torno a la media que en el caso de múltiplos de cotizadas, el número es insuficiente y adolecen de las limitaciones comentadas.
 - iii. El valor el múltiplo de EV/Ventas captura en peor medida la actual situación de baja o negativa rentabilidad de una compañía.
 - iv. Al igual que los Múltiplos de Cotizadas comparables, impiden la aplicación del método para estimar un valor, dado que la base de resultados histórica reciente (EBITDA) y esperada (ver sección DFC) es negativa o insuficiente y no es la normalizada. Ello distorsiona los resultados y la propia naturaleza del método, que busca obtener referencias simples y directas sobre magnitudes normalizadas históricas.
- En base a los argumentos anteriormente expuestos, consideramos este método como no válido para concluir un valor por acción de SGRE ni sirve de contraste con los resultados de otros métodos.

Valor teórico contable

Valor teórico contable

El VTC es un método estático basado en el principio contable de coste histórico o adquisición y no captura las expectativas futuras actualizadas, situándose en este caso por debajo del método de DFC. Por ello, no lo hemos considerado adecuado

- El método del VTC se basa en la estimación del valor de un grupo en función de su patrimonio neto ("PN") consolidado atribuible a la sociedad dominante, y en su caso, del individual de la misma, es decir, la diferencia entre los activos y los pasivos totales, registrados a valor neto contable y excluyendo el patrimonio atribuible a las participaciones minoritarias. El PN se divide por el número de acciones (excluyendo autocartera) para obtener el VTC por acción.
- El Grupo SGRE presenta estados financieros individuales y consolidados. Hemos analizado el VTC de los estados financieros consolidados e individuales intermedios no auditados a 1S 2022 (marzo 2022) al ser el conjunto de estados financieros publicados más próximos a la Fecha del Informe. La Compañía publicó estados financieros consolidados intermedios no auditados a 3T 2022 (junio 2022) pero no individuales, siendo el VTC de estos estados consolidados a 3T 2022 de 5,02€/acción.
- Tanto el PN del balance consolidado como del individual se formulan bajo el principio contable de coste histórico o adquisición, neto de amortizaciones y posibles deterioros.
- En abril de 2017 se produjo la fusión entre Gamesa con el negocio eólico de Siemens Wind HoldCo dando lugar a SGRE. En ese momento se realizó un ejercicio de DPA y se pusieron a valor razonable los activos y pasivos adquiridos de Gamesa, al ser identificada contablemente como el negocio adquirido, los cuales han ido amortizándose desde entonces. En relación al ejercicio de DPA, cabe resaltar:
 - Solo ofrece valor razonable de intangibles y fondo de comercio de Gamesa, dado que si bien esta fue la entidad legal absorbente, desde un punto de vista contable se determinó que fue el negocio adquirido. Los intangibles de vida indefinida como relaciones con clientes y cartera de pedidos, se han ido amortizando desde entonces, reduciendo el VTC en el consolidado. En cambio, el valor de los nuevos activos intangibles que se hayan generado posteriormente, se han ido capitalizando a su coste histórico y no necesariamente a valor razonable;
 - No incluye el valor razonable ni fondo de comercio de Siemens Wind HoldCo, que fue la entidad legal absorbida pero la considerada contablemente como adquirente en la fusión; y
 - El DFC arroja valores superiores como reflejo del valor razonable conjunto de los activos y pasivos de todo el Grupo.
- El método del VTC no captura la eventual creación de valor que haya podido experimentar SGRE, si dicho valor es superior al coste histórico o al valor registrado en 2017 como consecuencia del DPA. A la luz de las expectativas futuras de generación de flujos de caja y los resultados que arroja el DFC, claramente superiores al VTC consolidado e individual, no se ha considerado un método adecuado.

€ en millones	Consolid.		Indiv.
	1S 2022	9M 2022	1S 2022
Valor contable			
Capital social	116	116	116
Prima de emisión	5.932	5.932	8.614
Reserva de revaluación de activos y pasivos no realizados	19	-	2.101
Otras reservas	(1.642)	(2.619)	-
Acciones propias en cartera	(5)	-	(5)
Diferencias de conversión	(626)	-	-
Participaciones minoritarias	2	2	-
Resultados negativos de ejercicios anteriores	-	-	(2.951)
Resultado del ejercicio	-	-	(6)
Total patrimonio neto	3.795	3.431	7.870
<i>Excluyendo participaciones minoritarias</i>	(2)	(2)	-
<i>Excluyendo pagos basados en acciones</i>	(14)	(14)	(14)
PN atribuible a la sociedad dominante	3.779	3.414	7.856
Total acciones, excluyendo. Autocartera (miles)	680.823	680.823	680.823
Total acciones (# miles)	681.143	681.143	681.143
Autocartera (# miles)	(321)	(321)	(321)
VTC por acción	5,55	5,02	11,54

Fuente: CCAA individuales y consolidadas, anuales auditadas FY21 y estados financieros consolidados e individuales revisados semestrales 1S 2022

Valor liquidativo

Valor liquidativo

El valor liquidativo del Grupo SGRE resultante en un proceso de liquidación sería significativamente inferior a los obtenidos por otros métodos

Valor liquidativo

- El valor liquidativo de una empresa corresponde al valor de realización en una eventual situación de cese definitivo de las actividades. Por tanto, se trata de un enfoque estático que no considera el principio de empresa en funcionamiento. El proceso se basa fundamentalmente en obtener el patrimonio que resultaría de liquidar todos los activos y atender a todos los pasivos teniendo en consideración las plusvalías/minusvalías latentes en un contexto de liquidación.
- Debe tenerse en consideración que, en la práctica, el precio obtenido en la enajenación de determinados activos relevantes del balance consolidado podría ser inferior a su VTC. Esto vendrá determinado, fundamentalmente, por la (i) rapidez con que se necesite efectuar la venta y liquidación de los mismos, (ii) la liquidez inherente a cada tipología de activo, (iii) el grado de conocimiento sobre esta eventual situación de liquidación por parte de posibles participantes del mercado para cada activo, que puedan ejercer una presión a la baja sobre dicho precio, y (iv) el valor y grado de exclusividad que el activo pueda tener en manos de terceros interesados y la posibilidad de éstos para mantener un uso alternativo bajo el principio de empresa en funcionamiento.
- Además, una liquidación implicaría la aparición de potenciales pasivos adicionales no registrados actualmente en el balance con motivo de un evento de liquidación (por ejemplo, costes de desmantelamiento, indemnizaciones por despido y penalizaciones por rescisión unilateral anticipada de contratos).
- El fondo de comercio en el balance de situación anual consolidado a 30 de septiembre de 2021 y el trimestral a 30 de junio de 2022, presentan un importe de EUR 4.635m y EUR 4.853m, respectivamente. La totalidad de dicho valor podría perderse para los accionistas del Grupo en un hipotético evento de liquidación, al no sustentarse bajo el principio de empresa en funcionamiento e implicando el cese de las perspectivas de evolución futura de flujos de caja positivos que lo justifican. Ello también podría suceder para el epígrafe de “Otros activos intangibles” (tecnologías de desarrollo interno y adquiridas, licencias, patentes, derechos, relaciones con clientes y cartera de pedidos) por importe de EUR 1.651m (FY21) y EUR 1.585m (3T 2022).
- Los motivos esgrimidos anteriormente son suficientes para que consideremos que de la aplicación del método del valor liquidativo resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos mediante el VTC y, por tanto también, a todos los métodos de valoración aplicables, como el DFC.
- En consecuencia, consideramos de acuerdo con el artículo 10 del RD 1066/2007 que no es necesario realizar el cálculo detallado del valor liquidativo a los efectos de este Informe.

Conclusión de valor

Justificación de la relevancia de las metodologías de valoración (1 de 2)

- A continuación se presentan las razones que justifican la relevancia de cada método y en función de ello su selección para formar en nuestra conclusión de valor.

Metodologías no consideradas adecuadas

Valor teórico contable

- No hemos considerado adecuada esta metodología para la valoración de las acciones por ser un método estático que no refleja el valor presente de las perspectivas de flujos de caja futuros de SGRE. Dicho valor es superior al valor a coste histórico tal y como reflejan los resultados del DFC.

Valor liquidativo

- Se ha justificado en la sección correspondiente que de la aplicación de este método el valor de SGRE sería significativamente inferior a cualquiera de los valores resultantes de los restantes métodos de valoración aplicables, por lo que esta metodología tampoco puede considerarse adecuada.

Múltiplos de Cotizadas Comparables

- No hemos considerado este método como adecuado para valorar las acciones de SGRE y ni siquiera ha sido posible obtener resultados del mismo que sirvan de contraste al método de DFC, porque no se ha encontrado una muestra de compañías cotizadas suficiente en tamaño y comparabilidad con SGRE que permita aplicar la metodología y obtener resultados concluyentes, y no existe una base de resultados EBITDA normalizados recientes ni estimada válida para aplicarlos. Las razones se han detallado en la sección correspondiente.

Múltiplos de transacciones comparables

- No hemos considerado este método como adecuado para valorar las acciones de SGRE. Al igual que en el método de Múltiplos de compañías Cotizadas Comparables, ni siquiera hemos podido obtener resultados del mismo que sirvan de contraste al método de DFC, porque el número de transacciones es reducido y no son lo suficientemente comparables en cuanto a actividad y dependen de las particularidades de cada operación y no existe un base reciente de resultados EBITDA normalizados válida para aplicar estos múltiplos. Las razones se han detallado en la sección correspondiente.

Contraprestación ofrecida en OPA año precedente

- No ha habido ninguna.

Selección de las metodologías de valoración (2 de 2)

Metodologías consideradas adecuadas

Descuento de Flujos de Caja

- En la determinación de nuestra conclusión de valor hemos considerado los resultados obtenidos en el DFC como metodología principal, cuyo rango asciende a EUR 16,03 y EUR 19,85 por acción.
- Hemos considerado la aplicación de esta metodología para la valoración del 100% de SGRE, por ser generalmente aceptada y porque captura mejor el resto de las expectativas de flujos de caja futuros concretas del negocio y por tanto su valor fundamental a largo plazo.
- En este caso, es la que mejor captura las perspectivas en recuperación, crecimiento y maximización de márgenes positivos y posterior normalización a largo plazo .
- Dado el perfil de proyección financiera de *hockey-stick* que representa los escenarios considerados y el fuerte peso del VT, las sensibilidades de hipótesis individuales que contemplan, aunque acotadas individualmente, una vez combinadas producen una amplitud de rango superior a la esperada en un negocio con un perfil de proyección de flujos de caja más estables y moderados pero por las razones que indicamos en la sección "Resumen de conclusión del rango de valor DFC", consideramos que está justificada dicha amplitud.

Cotización media

- Hemos analizado la evolución de la cotización de la acción de SGRE, sus principales indicadores de volumen y volatilidad, así como calculado la media ponderada de los últimos 6 meses anteriores al Anuncio Previo de la OPA y otros periodos.
- A pesar de la elevada volatilidad y fluctuación de la cotización de las acciones de SGRE desde el año 2020 en un contexto de elevada volatilidad e incertidumbre en los mercados, y de que la cotización presenta una tendencia bajista en los últimos tres meses anteriores al Anuncio previo de la OPA motivada en nuestra opinión por los resultados publicados por la Compañía, este método nos parece adecuado para la valoración de SGRE, dada la liquidez bursátil que presentan las acciones de SGRE en todo el periodo.
- Asimismo, sirve de contraste a los resultados que hemos obtenido en el DFC, al encontrarse la cotización media ponderada por volumen del semestre anterior al Anuncio Previo de la OPA dentro del rango, cerca del punto medio de aproximadamente 18 euros, resultante del método de DFC.

Conclusión de valor

Concluimos con un rango de valor por acción de SGRE entre 16,03 y 19,85 euros por acción

- Teniendo en cuenta la justificación de la respectiva relevancia de los métodos aplicables a la valoración de las acciones de SGRE, y los resultados obtenidos para cada uno de ellos, que se detallan en el Informe, nuestra conclusión de valor es la siguiente:
 - Consideramos que el método de DFC es el más adecuado de los existentes para valorar las acciones de SGRE, por lo que concluimos que el valor por acción de SGRE está dentro de un rango entre EUR 16,03 y EUR 19,85.
 - Consideramos que la amplitud del rango de nuestra conclusión está justificada, y es razonable y lógica debido al perfil de proyección financiera de los escenarios en los que se basa y a las razones que motivan dichos escenarios.
 - El rango de valor obtenido está además soportado y contrastado por el método de cotización del que resulta un valor por acción de EUR 18,01, situado cerca del punto medio de nuestro rango de valores por DFC.
- El resumen de los resultados obtenidos se detalla en la siguiente tabla:

Valor por acción de SGRE (EUR/acción)

Precio de la Oferta
EUR 18,05 por acción

Descuento de Flujos de Caja (DFC)	16,03	19,85
Cotización media del semestre anterior al Anuncio Previo de OPA	18,01	
Múltiplos de cotizadas y de transacciones comparables	Ver sección "Múltiplos de mercado"	
Valor teórico contable marzo 2022 (consolidado / individual)	5,55 Consolidado	11,54 Individual
Contraprestación OPA año anterior	No ha habido	
Valor liquidativo	Inferior a los demás	

Anexos

Anexo 1. Fuentes de información

Fuentes de información (1 de 8)

- Hemos utilizado información pública y no pública del Grupo, así como otra información de diversas fuentes públicas (informes de analistas, informes de especialistas del mercado, notas de prensa, etc.).
- Además, hemos mantenido conversaciones con las direcciones de la Compañía y del Oferente para discutir y contrastar nuestras hipótesis más relevantes y obtener aclaraciones.

Información pública de SGRE y Siemens Energy:

- Estados financieros consolidados auditados consolidados e individuales del Grupo SGRE desde FY17 a FY21 y sin auditar 1S 2022 y 9M 2022;
- Informes de actividad y presentación de resultados trimestrales y anuales del Grupo SGRE desde FY17 a FY21 y 9M 2022;
- Página web corporativa del Grupo SGRE y del Grupo Siemens Energy;
- Hechos Relevantes y Notas de Prensa publicados por el Grupo SGRE desde 2017 hasta la Fecha del Informe y por el Grupo Siemens Energy desde 2020 hasta la Fecha del Informe;
- Transcripción de la llamada de resultados de SGRE en el 4T 2021, 1T 2022, 2T 2022 y 3T 2022; y
- Documento equivalente al folleto informativo relativo a la fusión de 2017.

Información no pública de SGRE:

- Plan de Negocio 2024-2027 aprobado por el Consejo de Administración de SGRE el 1 de agosto 2022 y Presupuesto para 2023 actualizado en agosto 2022 junto con una previsión de cierre de FY22E;
- Detalle de cuenta de resultados anuales y trimestrales internos (formato gestión) por segmento para FY20 a FY22E;
- Activos y pasivos fiscales activados y no activados a FY21 por jurisdicción fiscal;
- Estimaciones de cuota de mercado en *offshore* y *onshore*, cartera de pedidos, calendario de ejecución del periodo y acuerdos preferentes y principales proyectos objetivo del *pipeline para el periodo* FY22E-FY30E a 9M 2022;
- Desglose de proyectos onerosos más representativos;
- Detalle de proyectos de Capex material e inmaterial por negocio hasta FY25E;
- CCAA consolidadas e individuales de Windar Renovables, S.A. para FY21; y
- Información a fecha septiembre de 2021 de estimaciones FY22 y FY23 y análisis de múltiplos de mercado de compañías cotizadas comparables realizada en el contexto de una potencial salida a bolsa de Windar Renovables.

Fuentes de información (2 de 8)

Informes de analistas (previos al Anuncio)

SGRE

Banco Sabadell	03/02/2022, 05/05/2022
BNP Paribas	03/08/2021, 09/02/2022
Bofa Global Research	24/01/2022, 21/04/2022
Citi Research	30/03/2022, 19/04/2022, 20/04/2022, 05/05/2022, 06/05/2022
Credit Suisse	09/03/2021, 05/05/2021, 21/07/2021, 21/01/2022, 31/01/2022, 22/04/2022, 05/05/2022
Deutsche Bank	02/08/2021, 23/01/2022, 03/02/2022, 20/04/2022, 06/05/2022
Goldman Sachs	04/04/2022, 05/05/2022
HSBC	24/01/2022
JB Capital Markets	26/01/2021
Jefferies	04/04/2022, 19/04/2022, 05/05/2022
JP Morgan	30/07/2021, 03/02/2022, 11/02/2022; 28/03/2022, 19/04/2022, 05/05/2022
Kepler Cheuvreux	26/01/2022, 21/04/2022, 05/05/2022, 06/05/2022
Mirabaud Securities	13/07/2021, 27/10/2021
Morgan Stanley	09/11/2021, 04/02/2022, 07/02/2022, 25/03/2022, 20/04/2022, 05/05/2022, 06/05/2022
Morningstar	05/05/2022
Santander	24/01/2022, 09/02/2022, 30/03/2022, 20/04/2022
Société Generale	03/08/2021, 22/03/2022
UBS	26/07/2021, 20/01/2022, 02/02/2022, 03/02/2022, 05/05/2022

Fuentes de información (3 de 8)

Informes de analistas (posteriores al Anuncio y previos a los resultados del 3T 2022)

SGRE

HSBC	04/07/2022
JB Capital Markets	23/05/2022
Jefferies	27/07/2022
Kepler Cheuvreux	08/07/2022

Informes de analistas (posteriores a los resultados del 3T 2022)

SGRE

Credit Suisse	03/08/2022
Kepler Cheuvreux	30/09/2022
Société Generale	08/09/2022
UBS	02/08/2022
Deutsche Bank	02/08/2022

Fuentes de información (4 de 8)

Informes de analistas (cont.)

Vestas Wind Systems A/S

Bofa Global Research	11/03/2022, 18/03/2022, 03/05/2022
Credit Suisse	18/02/2021, 02/02/2022, 05/04/2022, 05/05/2022, 29/07/2022
Deutsche Bank	06/04/2021, 26/01/2022, 03/05/2022
Goldman Sachs	04/04/2022
HSBC	08/03/2021, 29/07/2022
Jefferies	04/04/2022, 03/05/2022, 06/05/2022, 19/07/2022
JP Morgan	30/03/2021, 29/03/2022, 06/05/2022, 01/08/2022
Kepler Cheuvreux	03/02/2022, 06/05/2022, 15/08/2022
Morgan Stanley	22/04/2022, 03/05/2022, 11/08/2022
Nordea Markets	03/01/2022, 03/05/2022, 29/07/2022
Santander	14/02/2022, 03/05/2022
UBS	25/02/2021, 08/02/2022, 10/02/2022, 02/05/2022, 10/08/2022
Société Generale	22/03/2022, 08/09/2022

Fuentes de información (5 de 8)

Informes de analistas (cont.)

Nordex SE

Bofa Global Research	11/03/2022
Goldman Sachs	04/04/2022
HSBC	18/01/2021, 11/04/2022
Jefferies	14/01/2021, 01/04/2021, 11/02/2022, 04/04/2022, 05/05/2022
Kepler Cheuvreux	18/01/2022, 06/05/2022, 28/06/2022
Santander	24/03/2021, 18/01/2022, 30/03/2022
Société Generale	13/12/2021, 20/01/2022, 22/03/2022, 06/04/2022
BofA Securities	12/07/2022

TPI Composites Inc.

BTIG	18/11/2021
Cowen And Company	09/11/2021
JP Morgan	09/11/2021
Morgan Stanley	11/11/2021
UBS	15/12/2021

Fuentes de información (6 de 8)

Informes de analistas (cont.)

Siemens Energy AG

Credit Suisse	10/02/2021
Deutsche Bank	27/01/2022
Goldman Sachs	04/04/2022
Jefferies	09/03/2021
Kepler Cheuvreux	31/01/2022, 20/04/2022
Morgan Stanley	04/02/2022, 20/04/2022
ODDO BHF	19/04/2022
SRH Alster Research	21/01/2022
UBS	02/02/2022

Fuentes de información (7 de 8)

Fuentes de información disponibles de carácter público generales:

- Estimación de las principales magnitudes macroeconómicas (IPC, PIB, etc.) del mercado global y por geografías a largo plazo de diversas fuentes oficiales (Bloomberg, S&P Global Market Intelligence, FMI, IHS Markit, BMI Research, Oxford Economics, Columnio, IPC Global y EIU).

Información financiera pública de empresas comparables a SGRE:

- Estados financieros consolidados históricos y presentación de resultados no auditados;
- Hechos Relevantes y Notas de Prensa publicados entre 2017 y Fecha de Informe;
- Presentaciones corporativas; y
- Noticias publicadas en prensa.

Documentación pública sobre el mercado de WTG:

- Extractos de los informes de *Wood Mackenzie Outlook*, obtenidos de las cuentas anuales de SGRE e informes de analistas;
- Informe *World Energy Outlook 2021 report* (WEO 2021) publicado por la Agencia Internacional de la Energía;
- Informe *Global Alt Energy* de JP Morgan 29 de junio de 2021 y 25 de enero de 2022;
- Informe *Offshore Wind Market Report 2022 Edition* del Departamento de Energía de EE.UU.;
- Informe *Land-Based Wind Market Report 2022 Edition* del Departamento de Energía de EE.UU.;

- Bloomberg New Energy Outlook de diciembre 2021 (BNEF) y junio 2022;
- Global Data Mayo 2022;
- Informe HSBC Enero 2022;
- Informe *Renewable Energy Statistics 2021* del *International Renewable Energy Agency* (IRENA 2021);
- Informe *Future of Wind* (IRENA Octubre 2019);
- Informe *Global Wind Power* (Statista);
- Informe *Expert perspectives on the wind plant of the future* (WILEY mayo 2022);
- Informe *Global Offshore Wind Report 2022* (Global Wind Energy Council 2022); y
- Artículo *Cost of New Renewables Temporarily Rises as Inflation Starts to Bite* (BNEF junio 2022).

Información pública sobre la desinversión de Iberdrola en SGRE

- Hechos relevantes y noticias relativas a la desinversión de Iberdrola en SGRE; y
- Pacto parasocial entre Iberdrola, S.A. y Siemens AG relativo a las relaciones entre ambos como accionistas de SGRE.

Información no pública sobre la desinversión de Iberdrola en SGRE

- Contrato de compraventa de la participación de Iberdrola, S.A. en SGRE a Siemens AG; y
- Acuerdo de colaboración entre Iberdrola, S.A., SGRE y Siemens AG.

Fuentes de información (8 de 8)

Información pública sobre el *spin-off* de Siemens Energy

- Presentación corporativas de Siemens AG sobre el *spin-off* de Siemens Energy;
- Informe de auditoria de Bakertilly sobre el *spin-off* de Siemens Energy;
- Informe sobre el *spin-off* elaborado por los consejos de Siemens AG y Siemens Energy; y
- Prospecto del *spin-off* y salida a bolsa de Siemens Energy.

Información no pública sobre el *spin-off* de Siemens Energy

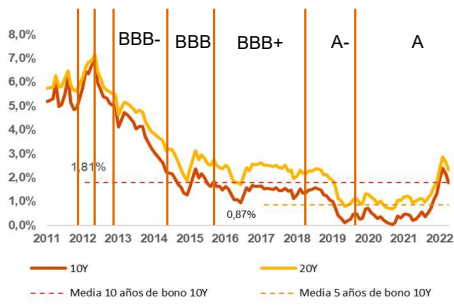
- Información sobre el valor contable asignado a los paquetes de acciones de SGRE que Siemens AG traspasó a la futura Siemens Energy durante el proceso de escisión de Siemens AG.

Anexo 2. Coste Medio Ponderado del Capital

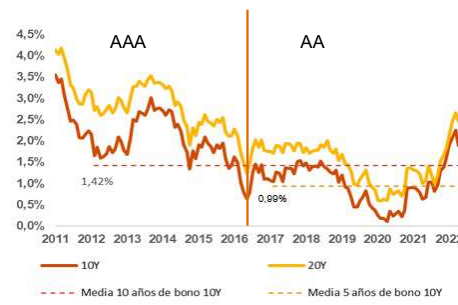
Tasa libre de riesgo (Rf) y PRM (1 de 2)

Evolución de la rentabilidad del bono a 10 y 20 años (moneda local)

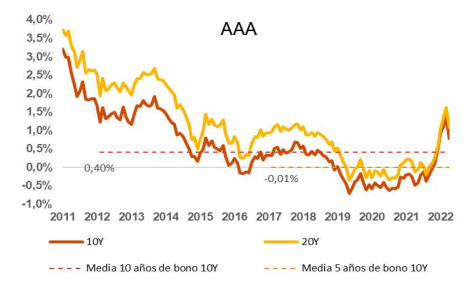
España



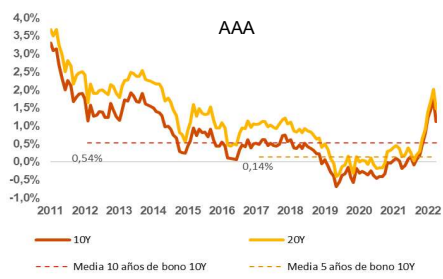
Reino Unido



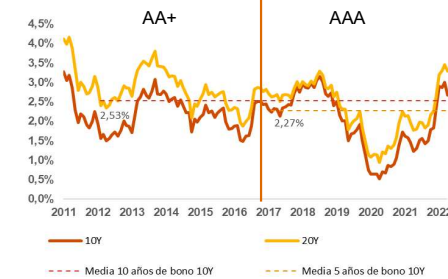
Alemania



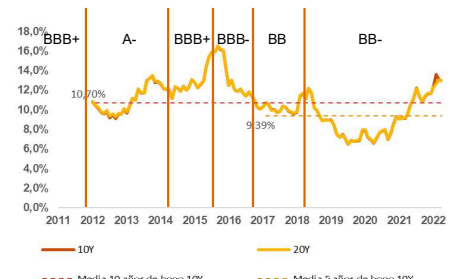
Dinamarca



Estados Unidos



Brasil

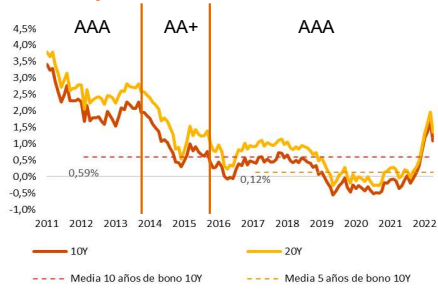


Fuente: S&P Capital IQ, Bloomberg, análisis PwC a 31/07/2022.

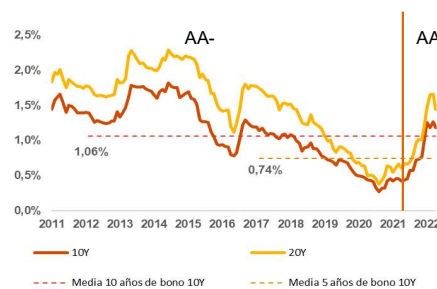
Tasa libre de riesgo (Rf) y PRM (2 de 2)

Evolución de la rentabilidad del bono a 10 y 20 años (moneda local)

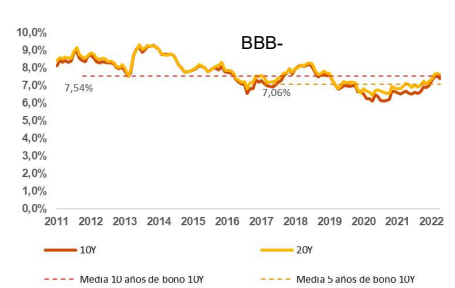
Países Bajos



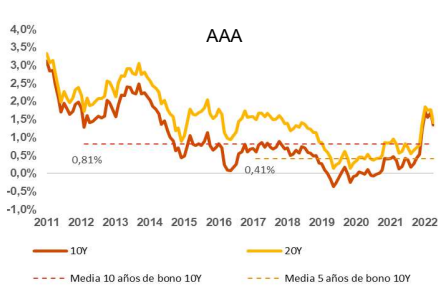
Taiwán



India



Suecia



Fuente: S&P Capital IQ, Bloomberg, análisis PwC a 31/07/2022.

Coeficiente beta (1 de 2)

Sector WTG

Compañía	Beta	R ²	Beta ajust.	^A Beta desapalancada	Apalancamiento óptimo	^B Beta re-apalancada	
Vestas Wind Systems A/S	1,49	31%	1,33	1,33	0%	1,33	
Nordex SE	1,64	27%	1,43	1,39	0%	1,39	
TPI Composites, Inc.	1,60	24%	1,40	1,36	0%	1,36	
Unison Co., Ltd.	0,96	12%	0,97	0,69	0%	0,69	
Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.	0,81	10%	0,87	0,86	0%	0,86	
Media						1,12	66%
Mediana						1,33	55%

Pesos

Esc. 1 Esc. 2 y 3

Sector generación energías renovables

Compañía	Beta	R ²	Beta ajust.	^A Beta desapalancada	Apalancamiento óptimo	^B Beta re-apalancada	
TransAlta Renewables Inc.	0,74	24%	0,83	0,70	0%	0,70	
Clearway Energy, Inc.	0,72	25%	0,81	0,30	0%	0,30	
Hannon Armstrong Sustainable Infrastructure Capital, Inc.	1,36	38%	1,24	0,75	0%	0,75	
NextEra Energy Partners, LP	0,73	23%	0,82	0,55	0%	0,55	
Arise AB (publ)	1,06	22%	1,04	0,66	0%	0,66	
Atlantica Sustainable Infrastructure plc	0,65	22%	0,77	0,29	0%	0,29	
Media						0,54	34%
Mediana						0,61	45%

^A Fórmula utilizada para desapalancar las betas: beta ajustada / (1 + Gearing medio de la compañía)

^B Fórmula reapalancar las betas: beta desapalancada x (1 + Gearing óptimo sector)

Beta ponderada escenario 1

0,93

Beta ponderada escenarios 2 y 3

0,86

Fuente: S&P Capital IQ, análisis PwC a 31/07/2022

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

25 octubre 2022

146

Coeficiente beta (2 de 2)

- Las siguientes compañías de generación de energías renovables han sido excluidas de la muestra por tener un R² menor al 20%.

Compañía	Beta	R ²
Innergex Renewable Energy Inc.	0,35	5,3%
EAM Solar ASA	1,01	9,6%
EDP Renováveis, S.A.	0,65	15,0%
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	0,73	3,6%
Edisun Power Europe AG	0,55	5,8%
Terna Energy Societe Anonyme Commercial Technical Company	0,37	12,4%
Audax Renovables, S.A.	0,73	7,5%
PNE AG	0,46	8,3%
Energiekontor AG	0,88	19,0%
The Renewables Infrastructure Group Limited	0,00	0,0%
Alerion Clean Power S.p.A.	0,66	8,3%

Fuente: S&P Capital IQ, análisis PwC a 31/07/2022

- Respecto a las compañías de WTG, se han incluido todas las compañías seleccionadas como comparables en la muestra, en base a sus datos estadísticos. En este caso, dada la limitación en el número de compañías comparables, hemos reducido nuestro umbral del R² habitual del 20% y el error estándar a 1.5 para tener un tamaño de muestra suficientemente representativo. Todas las compañías seleccionadas cumplen el resto de criterio estadísticos relevantes que solemos emplear en PwC.

- Adicionalmente, hemos realizado un ejercicio de contraste mediante la estimación de una beta de la cartera sintética que agrupa las cinco compañías del grupo WTG seleccionadas respecto a un índice global (MSCI World). La beta obtenida se encuentra en línea con la media de la beta de estas cinco compañías y su R² es superior al 20%, ofreciendo así contraste adicional a nuestra estimación de medias de betas individuales.

- Por último es importante señalar que la propia beta de SGRE (0,86) está en línea con nuestra estimación de la beta (0,86-0,93).

Estructura de apalancamiento financiero

Apalancamiento por compañía⁽³⁾

Compañía	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Media 5 años ⁽²⁾
Vestas Wind Systems A/S	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	0,2%
Nordex SE	6,4%	3,9%	6,2%	1,7%	0,0%	0,0%	2,9%
TPI Composites, Inc.	0,0%	5,2%	7,1%	3,9%	0,0%	0,0%	3,2%
Unison Co., Ltd. ⁽¹⁾	25,1%	39,0%	48,4%	13,0%	21,2%	23,8%	29,2%
Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	10,3%	1,5%
Media	1,6%	2,3%	3,3%	1,4%	0,4%	3,1%	2,0%
Mediana	0,0%	1,9%	3,1%	0,8%	0,0%	1,0%	2,2%

Nuestra estimación de **apalancamiento óptimo** aplicable está en línea con el apalancamiento medio de los últimos 5 años del sector, calculado a 31 de julio de 2022 y con la visión de la Dirección a largo plazo. Es la estructura considerada según los flujos de caja generados en los escenarios a partir del FY27 y FY28, respectivamente.

Estructura óptima
Apalancamiento óptimo **0%**

Por el aumento de la deuda y el consumo de caja (ver Sección Descripción del Grupo)

Notas:

- (1) Los datos en rojo han sido excluidos de la muestra al presentar un apalancamiento anómalo.
- (2) Media de los promedios de las comparables en el intervalo comprendido entre 2017 y julio 2022, ambos inclusive.
- (3) Considera deuda financiera neta excluyendo NIIF 16 y fondos propios en base a la capitalización bursátil.

Fuente: S&P Capital IQ, Bloomberg, cuentas anuales, informes de analistas, análisis PwC a 31/07/2022

CMPC – Conclusión

- Tal y como hemos explicado en las páginas anteriores, hemos ponderado los parámetros Rf y PRM en función de la distribución geográfica de los mercados proyectados donde SGRE espera operar con el objetivo de obtener el CMPC ponderado aplicable a los FCL proyectados, tal como se muestra a continuación:

CMPC - Escenario 1	España	Reino Unido	Alemania	Dinamarca	Estados Unidos	Brasil	Países Bajos	Taiwán	India	Suecia	Total
Tasa libre de riesgo ("Rf")	3,24%	2,37%	1,38%	2,14%	3,07%	6,99%	1,70%	2,92%	5,85%	1,83%	3,02%
Coefficiente beta											0,93
Prima de riesgo de mercado ("PRM")	7,25%	7,50%	7,25%	6,75%	6,00%	7,00%	7,25%	6,00%	6,00%	7,00%	6,82%
Coste de los Recursos Propios	9,95%	9,32%	8,10%	8,39%	8,63%	13,47%	8,41%	8,48%	11,41%	8,31%	9,34%
Coste neto de la deuda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
% Fondos propios	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
% Recursos ajenos (deuda)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC)	9,95%	9,32%	8,10%	8,39%	8,63%	13,47%	8,41%	8,48%	11,41%	8,31%	9,34%
Peso mercados proyectados ⁽¹⁾	3,82%	19,36%	16,26%	4,33%	15,31%	7,64%	10,81%	7,83%	10,82%	3,82%	100%
CMPC - Escenarios 2 y 3	España	Reino Unido	Alemania	Dinamarca	Estados Unidos	Brasil	Países Bajos	Taiwán	India	Suecia	Total
Tasa libre de riesgo ("Rf")	3,24%	2,37%	1,38%	2,14%	3,07%	6,99%	1,70%	2,92%	5,85%	1,83%	3,02%
Coefficiente beta											0,86
Prima de riesgo de mercado ("PRM")	7,25%	7,50%	7,25%	6,75%	6,00%	7,00%	7,25%	6,00%	6,00%	7,00%	6,82%
Coste de los Recursos Propios	9,49%	8,84%	7,64%	7,96%	8,24%	13,02%	7,95%	8,10%	11,03%	7,86%	8,90%
Coste neto de la deuda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
% Fondos propios	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
% Recursos ajenos (deuda)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC)	9,49%	8,84%	7,64%	7,96%	8,24%	13,02%	7,95%	8,10%	11,03%	7,86%	8,90%
Peso mercados proyectados ⁽¹⁾	3,82%	19,36%	16,26%	4,33%	15,31%	7,64%	10,81%	7,83%	10,82%	3,82%	100%

Notas:

(1) La ponderación en función de los mercados proyectados resulta la mejor estimación de la distribución geográfica esperada en el largo plazo dados los esfuerzos comerciales de SGRE centrados en el aumento de *selectivity* de las geografías en las que opera, bajo lo que se considera dejar de operar en China.

Fuente: S&P Capital IQ, Bloomberg, cuentas anuales y análisis PwC a 31/07/2022

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

25 octubre 2022

149

CMPC – Comparativa enfoque spot y normalizado

- Hemos calculado, a modo de contraste de los resultados con nuestro enfoque normalizado, los parámetros de Rf y PRM utilizando un enfoque spot. Para ello hemos seguido el siguiente enfoque:
 - Rf:** hemos considerado la rentabilidad exigida al bono soberano a 10 años en moneda local a fecha 31 de julio de 2022 para cada uno de los países. Posteriormente, para aquellos países cuya moneda es diferente al Euro, hemos convertido dicha rentabilidad exigida en moneda local a Euros utilizando la fórmula de diferenciales de inflación de Fisher.
 - RM:** hemos calculado la rentabilidad exigida implícita en las cotizaciones de los principales índices de cada país a fecha 31 de julio de 2022. Para ellos hemos utilizado un modelo de descuento de beneficios en base a consenso de analistas.
 - PRM:** el PRM se obtiene como la diferencia entre el RM y Rf.
- Las diferencias en el RM se deben a las diferencias intrínsecas entre el enfoque normalizado y el enfoque spot. El RM bajo el enfoque normalizado es más estable en el tiempo. Sin embargo, el enfoque spot se basa en la rentabilidad esperada de los bonos de deuda soberana e índices bursátiles a una fecha en concreto. Esto hace que el enfoque spot sea más volátil, al verse más afectado por los impactos de las políticas monetarias y fiscales del momento y eventos puntuales que impacten a nivel macroeconómico.
- Finalmente, una vez calculada la tasa de descuento ponderada utilizando los criterios mencionados con anterioridad, obtenemos una tasa de descuento bajo el enfoque spot superior con la obtenida bajo el enfoque normalizado.

País	Enfoque spot			Enfoque normalizado		
	Rf	PRM	RM	Rf	PRM	RM
España	1,78%	9,04%	10,82%	3,24%	7,25%	10,49%
Reino Unido	2,50%	8,32%	10,83%	2,37%	7,50%	9,87%
Alemania	0,79%	10,78%	11,57%	1,38%	7,25%	8,63%
Dinamarca	1,38%	6,22%	7,60%	2,14%	6,75%	8,89%
EEUU	3,30%	4,88%	8,17%	3,07%	6,00%	9,07%
Brasil	11,53%	3,62%	15,16%	6,99%	7,00%	13,99%
Países Bajos	1,10%	7,01%	8,11%	1,70%	7,25%	8,95%
Taiwán	1,67%	9,20%	10,87%	2,92%	6,00%	8,92%
India	5,12%	2,45%	7,57%	5,85%	6,00%	11,85%
Suecia	1,43%	8,20%	9,63%	1,83%	7,00%	8,83%

CMPC	Spot		Normalizado PwC	
	Esc. 1	Esc. 2 y 3	Esc. 1	Esc. 2 y 3
Tasa libre de riesgo ("Rf")	2,98%	2,98%	3,02%	3,02%
Coefficiente beta	0,93	0,86	0,93	0,86
Prima de riesgo de mercado ("PRM")	7,06%	7,06%	6,82%	6,82%
Coste de los Recursos Propios	9,52%	9,07%	9,34%	8,90%
Coste neto de la deuda	-	-	-	-
% Fondos propios	100%	100%	100%	100%
% Recursos ajenos (deuda)	0%	0%	0%	0%
CMPC	9,52%	9,07%	9,34%	8,90%

Fuente: S&P Capital IQ, y análisis PwC a 31/07/2022

CMPC – Contraste (1 de 2)

Contraste con analistas

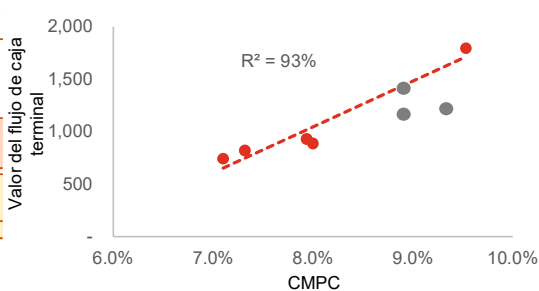
- Hemos contrastado las principales hipótesis de valoración disponibles que emplean algunos analistas de SGRE que utilizan el DFC (CMPC, tasa de crecimiento a perpetuidad, valor terminal en su valoración, en el caso de estar disponible, y el precio por acción resultante) con nuestros parámetros, la muestra disponible consta de 5.
- Como se observa en la tabla inferior, consideramos que no se puede observar de manera aislada el parámetro de CMPC sino que ha de analizarse de manera conjunta con el flujo de caja del terminal que asumen, ya que dada las pérdidas esperadas en los primeros años proyectados, este tiene un peso más relevante de lo habitual en la valoración final. De este modo, aunque el CMPC es algo inferior al nuestro y la g superior, su flujo de caja del VT es en término medio inferior a nuestros escenarios. De hecho, se observa que el CMPC en los 5 informes es más alto cuanto mayor es el flujo terminal y de hecho, el promedio del precio por acción de esos cinco está dentro de nuestro rango de valor de DFC.

Análisis de CMPC y Flujo de caja del terminal de analistas

Analista	Fecha de informe	Último periodo proyectado	Margen EBIT último periodo	CMPC implícito	Crecimiento a perpetuidad	Flujo de caja del terminal implícito FY30 (EUR m)	Precio por acción
Citi	6 de Mayo 22	FY25	n.d.	9,5%	2,0%	1.795	18,0
Deutsche Bank	6 de Mayo 22	FY24	8,0%	7,3%	4,0%	819	20,0
Morgan Stanley	6 de Mayo 22	FY30	7,1%	7,1%	2,0%	743	10,8
Kepler Cheuvreux	5 de Mayo 22	FY24	8,0%	8,0%	4,0%	885	20,0
Société Générale	22 de marzo 22	FY32	n.d.	7,9%	3,0%	929	19,4
Promedio				7,6%	8,0%	1.119	16,3
Máx				8,0%	9,5%	1.795	20,0
Min				7,1%	2,0%	743	10,8
Escenario 1		FY27	8,6%	9,3%	2,1%	1.196	17,0
Escenario 2		FY30	8,6%	8,9%	2,1%	1.385	19,9
Escenario 3		FY30	7,6%	8,9%	2,1%	1.147	16,0
Promedio				8,3%	9,0%	1.242	17,6

Fuente: Informes de analistas, cuentas anuales y análisis PwC

Regresión entre flujo de caja equivalente del terminal y CMPC de analistas



● Escenarios PwC (no incluidos en la regresión)

CMPC – Contraste (2 de 2)

Contraste de la tasa de descuento de SGRE

- Por último, hemos comparado con las tasas de descuento empleadas por la Compañía en sus tests de deterioro para los años 2018-2021, que han ido revisando al alza, y observamos que están en línea con nuestra tasa de descuento, mientras que nuestra g es superior:

Compañía	Año	CMPC	G
Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.	FY18	8,5%	1,4%
Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.	FY19	8,5%	1,4%
Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.	FY20	8,5%	1,4%
Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.	FY21	9,0%	1,4%

Fuente: Cuentas anuales FY18-FY21

Anexo 3. Detalle de las proyecciones financieras

Evolución del capital circulante – Escenario 1

		Histórico					Proyectado				
		FY19	FY20	FY21	9M 2022	4T22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Capital circulante neto	% ventas	-8,4%	-20,9%	-24,7%	-19,2%	-19,2%	-30,1%	-33,1%	-30,2%	-24,2%	-21,4%
Capital circulante neto	€m	(858)	(1.983)	(2.516)	(1.766)	(1.759)	(3.181)	(3.795)	(4.421)	(4.395)	(4.259)
Var. en capital circulante	€m	297	1.125	533	(750)	(7)	1.422	614	626	(26)	(136)
Variación de provisiones	€m	(72)	(98)	(180)	(185)	(73)	(408)	(156)	(287)	-	-
Var. en capital circulante total	€m	225	1.028	353	(935)	(79)	1.014	458	339	(26)	(136)
Normalización para alcanzar la ratio en VT	€m										(1.717)

Notas: (1) Incluye provisiones por garantías y excluye los pasivos por contratos onerosos al proyectarse su margen en la cuenta de resultados
Fuente: cuentas anuales y análisis PwC

Evolución del capital circulante – Escenario 2

		Histórico				Proyectado								
		FY19	FY20	FY21	9M 2022	4T22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
Existencias	Días	76	73	62	88	88	79	70	70	70	70	70	70	70
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	Días	47	44	32	40	43	43	43	43	43	43	43	43	43
Activos por contrato	Días	73	59	53	61	62	62	62	62	62	62	62	62	62
Otros activos corrientes	Días	19	16	20	23	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Activos por impuesto corriente	% ventas	2,0%	2,1%	2,0%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	Días	117	119	111	114	110	110	110	110	110	110	110	110	110
Pasivos por contrato	Días	101	122	121	141	141	154	146	132	117	103	103	103	103
Provisiones corrientes ⁽¹⁾	Días	70	72	60	58	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Otros pasivos corrientes	Días	30	29	26	26	28	28	28	28	28	28	28	28	28
Pasivos por impuesto corriente	% ventas	2,0%	1,9%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%

		Histórico				Proyectado								
		FY19	FY20	FY21	9M 2022	4T22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
Existencias	€m	1.864	1.820	1.627	2.369	2.288	2.196	2.105	2.426	2.742	3.035	3.331	3.534	3.602
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	€m	1.308	1.143	906	1.008	1.066	1.231	1.395	1.652	1.900	2.137	2.349	2.499	2.559
Activos por contrato	€m	2.056	1.538	1.468	1.545	1.555	1.796	2.035	2.410	2.772	3.118	3.427	3.646	3.733
Otros activos corrientes	€m	461	398	520	612	468	500	541	624	705	780	856	908	926
Activos por impuesto corriente	€m	207	198	208	208	184	213	242	286	328	369	407	432	442
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	€m	(2.886)	(2.964)	(2.921)	(3.074)	(2.858)	(3.056)	(3.308)	(3.812)	(4.308)	(4.768)	(5.233)	(5.552)	(5.659)
Pasivos por contrato	€m	(2.840)	(3.171)	(3.386)	(3.585)	(3.528)	(4.458)	(4.805)	(5.128)	(5.251)	(5.180)	(5.693)	(6.057)	(6.201)
Provisiones corrientes ⁽¹⁾	€m	(1.952)	(1.855)	(1.675)	(1.489)	(1.505)	(1.738)	(1.970)	(2.332)	(2.682)	(3.017)	(3.316)	(3.528)	(3.612)
Otros pasivos corrientes	€m	(829)	(764)	(736)	(663)	(715)	(825)	(936)	(1.108)	(1.274)	(1.433)	(1.575)	(1.676)	(1.716)
Pasivos por impuesto corriente	€m	(201)	(180)	(201)	(186)	(174)	(201)	(228)	(270)	(310)	(349)	(384)	(408)	(418)
Capital Circulante	€m	(2.810)	(3.838)	(4.190)	(3.255)	(3.218)	(4.342)	(4.928)	(5.252)	(5.378)	(5.307)	(5.832)	(6.202)	(6.344)
Variación del Capital Circulante	€m	225	1.028	353	(935)	(37)	1.124	585	324	126	(71)	524	370	143

Notas: (1) Incluye provisiones por garantías y excluye los pasivos por contratos onerosos al proyectarse su margen en la cuenta de resultados
Fuente: cuentas anuales y análisis PwC

Evolución del capital circulante – Escenario 3

		Histórico				Proyectado								
		FY19	FY20	FY21	9M 2022	4T22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
Existencias	Días	76	73	62	88	88	79	70	70	70	70	70	70	70
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	Días	47	44	32	40	43	43	43	43	43	43	43	43	43
Activos por contrato	Días	73	59	53	61	62	62	62	62	62	62	62	62	62
Otros activos corrientes	Días	19	16	20	23	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Activos por impuesto corriente	% ventas	2,0%	2,1%	2,0%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	Días	117	119	111	114	118	118	118	118	118	118	118	118	118
Pasivos por contrato	Días	101	122	121	141	141	145	139	127	115	103	103	103	103
Provisiones corrientes ⁽¹⁾	Días	70	72	60	58	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Otros pasivos corrientes	Días	30	29	26	26	28	28	28	28	28	28	28	28	28
Pasivos por impuesto corriente	% ventas	2,0%	1,9%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%

		Histórico				Proyectado								
		FY19	FY20	FY21	9M 2022	4T22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
Existencias	€m	1.864	1.820	1.627	2.369	2.288	2.256	2.073	2.345	2.611	2.859	3.066	3.189	3.218
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	€m	1.308	1.143	906	1.008	1.066	1.231	1.372	1.584	1.800	1.997	2.145	2.239	2.270
Activos por contrato	€m	2.056	1.538	1.468	1.545	1.555	1.796	2.002	2.310	2.625	2.913	3.129	3.266	3.312
Otros activos corrientes	€m	461	398	520	612	468	514	533	603	671	735	788	820	827
Activos por impuesto corriente	€m	207	198	208	208	184	213	238	274	311	345	372	387	392
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	€m	(2.886)	(2.964)	(2.921)	(3.074)	(3.077)	(3.382)	(3.508)	(3.968)	(4.418)	(4.837)	(5.188)	(5.396)	(5.445)
Pasivos por contrato	€m	(2.840)	(3.171)	(3.386)	(3.585)	(3.528)	(4.202)	(4.474)	(4.720)	(4.862)	(4.837)	(5.196)	(5.423)	(5.499)
Provisiones corrientes ⁽¹⁾	€m	(1.952)	(1.855)	(1.675)	(1.489)	(1.505)	(1.738)	(1.937)	(2.236)	(2.541)	(2.819)	(3.028)	(3.161)	(3.205)
Otros pasivos corrientes	€m	(829)	(764)	(736)	(663)	(714)	(824)	(919)	(1.060)	(1.205)	(1.337)	(1.436)	(1.499)	(1.520)
Pasivos por impuesto corriente	€m	(201)	(180)	(201)	(186)	(174)	(201)	(225)	(258)	(294)	(326)	(351)	(365)	(370)
Capital Circulante	€m	(2.810)	(3.838)	(4.190)	(3.255)	(3.436)	(4.337)	(4.843)	(5.127)	(5.300)	(5.307)	(5.698)	(5.943)	(6.019)
Variación del Capital Circulante	€m	225	1.028	353	(935)	181	901	507	283	173	7	391	245	76

Notas: (1) Incluye provisiones por garantías y excluye los pasivos por contratos onerosos al proyectarse su margen en la cuenta de resultados
Fuente: cuentas anuales y análisis PwC

Anexo 4. Valor presente de los activos y pasivos por impuestos diferidos

Valor presente de los AIDs y PIDs (1 de 5)

Bases imponibles negativas

Escenario 1

Bases Imponibles Negativas	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E	FY32E	FY40E	FY41E	FY42E	
Inicio de periodo	€m	4.846	5.485	6.016	6.016	5.750	5.146	4.322	3.495	2.984	1.972	994	163	103	42
Generadas durante el ejercicio	€m	639	531	-	-	-	0	0	-	-	-	-	-	-	-
Caducadas	€m	-	-	-	-	-	-	-	-	(788)	(748)	-	-	-	-
Compensadas	€m	-	-	(0)	(266)	(604)	(825)	(827)	(511)	(224)	(229)	(234)	(60)	(61)	(42)
Fin de periodo	€m	5.485	6.016	6.016	5.750	5.146	4.322	3.495	2.984	1.972	994	163	103	42	-
Flujo de caja fiscal	€m	-	-	0	70	158	220	221	139	64	65	66	16	16	11
Periodo de descuento				1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8	8,8	9,8	17,8	18,8	19,8
Factor de descuento				88%	81%	73%	67%	61%	56%	55%	50%	45%	19%	17%	15%
Flujos de caja descontados	€m	-	-	0	56	116	146	134	78	35	32	30	3	3	2
Valor actual BINs	€m	638													

Escenario 2

Bases Imponibles Negativas	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E	FY32E	FY40E	FY41E	FY42E	
Inicio de periodo	€m	4.846	5.481	6.003	5.991	5.723	5.209	4.508	3.755	3.058	2.031	1.053	146	84	21
Generadas durante el ejercicio	€m	635	522	-	(0)	-	(0)	(0)	-	0	(0)	-	-	-	-
Caducadas	€m	-	-	-	-	-	-	-	-	(801)	(747)	-	-	-	-
Compensadas	€m	-	-	(12)	(268)	(514)	(701)	(753)	(697)	(226)	(232)	(237)	(62)	(63)	(21)
Fin de periodo	€m	5.481	6.003	5.991	5.723	5.209	4.508	3.755	3.058	2.031	1.053	816	84	21	-
Flujo de caja fiscal	€m	-	-	3	70	135	186	201	187	64	66	67	16	17	5
Periodo de descuento				1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8	8,8	9,8	17,8	18,8	19,8
Factor de descuento				89%	81%	74%	67%	61%	56%	56%	51%	46%	20%	18%	17%
Flujos de caja descontados	€m	-	-	3	57	99	125	123	105	36	33	31	3	3	1
Valor actual BINs	€m	633													

Fuente: CCAA Consolidadas, AID/PID y ventas por jurisdicción según la Compañía y análisis PwC

Valor presente de los AIDs y PIDs (2 de 5)

Bases imponibles negativas

Escenario 3

Bases Imponibles Negativas		FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E	FY32E	FY42E	FY43E	FY42E
Inicio de periodo	€m	4.846	5.481	6.283	6.303	6.109	5.672	5.070	4.470	3.828	2.351	1.238	150	97	43
Generadas durante el ejercicio	€m	635	802	20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caducadas	€m	-	-	-	-	-	-	-	-	(848)	(842)	-	-	-	-
Compensadas	€m	-	-	-	(194)	(437)	(602)	(600)	(642)	(629)	(270)	(192)	(53)	(54)	(43)
Fin de periodo	€m	5.481	6.283	6.303	6.109	5.672	5.070	4.470	3.828	2.351	1.238	1.046	97	43	-
Flujo de caja fiscal	€m	-	-	-	51	115	158	160	172	169	75	54	14	14	11
Periodo de descuento				1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8	8,8	9,8	19,8	20,8	21,8
Factor de descuento				-	81%	74%	67%	61%	56%	51%	49%	46%	17%	15%	14%
Flujos de caja descontados	€m	-	-	-	41	84	106	98	96	86	37	25	2	2	2
Valor actual BINS	€m	617													

Diferencias temporarias

Escenario 1

Diferencias temporarias		FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E	VT
Provisiones	€m	75	118	45	83	-	-	(3)	(4)	(4)	(4)	(55)
Cambio de AID por movimiento de garantías	€m	99	34	22	76	85	42	10	10	11	11	162
Diferencias temporarias	€m	174	153	67	159	85	42	7	7	7	7	107
Periodo de descuento			0,1	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8	8,8
Factor de descuento			99%	94%	86%	79%	73%	67%	61%	56%	52%	47%
Diferencias temporarias descontadas	€m	172,4	143,1	57,8	126,0	61,7	28,0	4,1	3,8	3,6	3,4	50,6
Valor actual diferencias temporarias	€m	654										

Fuente: CCAA Consolidadas, AID/PID y ventas por jurisdicción según la Compañía y análisis PwC

Valor presente de los AIDs y PIDs (3 de 5)

Diferencias temporarias

Escenario 2

Diferencias temporarias		FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E	VT
Provisiones	€m	49	(68)	(68)	(105)	(101)	(97)	(86)	(61)	(24)	(22)	(331)
Cambio de AID por movimiento de garantías	€m	99	34	35	52	51	49	45	30	12	11	168
Diferencias temporarias	€m	149	(33)	(33)	(52)	(50)	(48)	(41)	(31)	(12)	(11)	(163)
Periodo de descuento		0,1	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8	8,8	8,8
Factor de descuento		99%	94%	86%	79%	73%	67%	61%	56%	52%	47%	47%
Diferencias temporarias descontadas	€m	147,0	(31,2)	(28,4)	(41,5)	(36,3)	(32,1)	(25,3)	(17,7)	(6,1)	(5,1)	(77,4)

Valor actual diferencias temporarias €m **(154)**

Escenario 3

Diferencias temporarias		FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E	VT
Provisiones	€m	49	(68)	(58)	(87)	(88)	(81)	(61)	(38)	(13)	(20)	(295)
Cambio de AID por movimiento de garantías	€m	99	34	30	43	45	41	32	18	7	10	149
Diferencias temporarias	€m	149	(33)	(28)	(43)	(44)	(40)	(29)	(20)	(6)	(10)	(145)
Periodo de descuento		0,1	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8	8,8	8,8
Factor de descuento		99%	94%	86%	79%	73%	67%	61%	56%	52%	47%	47%
Diferencias temporarias descontadas	€m	147,0	(31,2)	(23,9)	(34,4)	(31,7)	(26,6)	(17,6)	(11,3)	(3,3)	(4,6)	(68,9)

Valor actual diferencias temporarias €m **(106)**

Fuente: CCAA Consolidadas, AID/PID y ventas por jurisdicción según la Compañía y análisis PwC

Valor presente de los AIDs y PIDs (4 de 5)

Créditos fiscales

Escenario 1

Creditos fiscales		FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E	FY32E	FY33E	FY34E	FY35E	VT
Deducciones fiscales aprovechadas	€m	-	-	0	3	7	11	11	12	12	12	12	13	13	13	411
Periodo de descuento		0,1	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8	8,8	9,8	10,8	11,8	12,8	12,8
Factor de descuento		99%	93%	85%	77%	70%	64%	58%	53%	48%	44%	40%	36%	33%	30%	30%
Diferencias temporarias descontadas	€m	-	-	0,0	2,6	5,1	7,0	6,6	6,1	5,7	5,2	4,9	4,5	4,2	3,9	122,7
Valor actual de deducciones fiscales	€m	178														

Escenario 2

Creditos fiscales		FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E	FY32E	FY33E	FY34E	FY35E	VT
Deducciones fiscales aprovechadas	€m	-	-	0	3	6	9	10	11	12	12	13	13	13	14	427
Periodo de descuento		0,1	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8	8,8	9,8	10,8	11,8	12,8	12,8
Factor de descuento		99%	93%	85%	78%	71%	65%	59%	54%	50%	45%	41%	38%	34%	31%	31%
Diferencias temporarias descontadas	€m	-	-	0,1	2,6	4,5	6,0	6,2	6,2	6,0	5,7	5,3	4,9	4,6	4,3	134,4
Valor actual de deducciones fiscales	€m	191														

Fuente: CCAA Consolidadas, AID/PID y ventas por jurisdicción según la Compañía y análisis PwC

Valor presente de los AIDs y PIDs (5 de 5)

Créditos fiscales

Escenario 3

Creditos fiscales		FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E	FY32E	FY33E	FY34E	FY35E	VT
Deducciones fiscales aprovechadas	€m	-	-	-	2	5	7	8	9	10	10	10	11	11	11	349
Periodo de descuento		0,1	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8	8,8	9,8	10,8	11,8	12,8	12,8
Factor de descuento		99%	93%	85%	78%	71%	65%	59%	54%	50%	45%	41%	38%	34%	31%	31%
Diferencias temporarias descontadas	€m	-	-	-	1,9	3,8	4,8	4,8	4,8	4,7	4,6	4,3	4,0	3,7	3,5	109,8
Valor actual de deducciones fiscales	€m	155														

Resumen

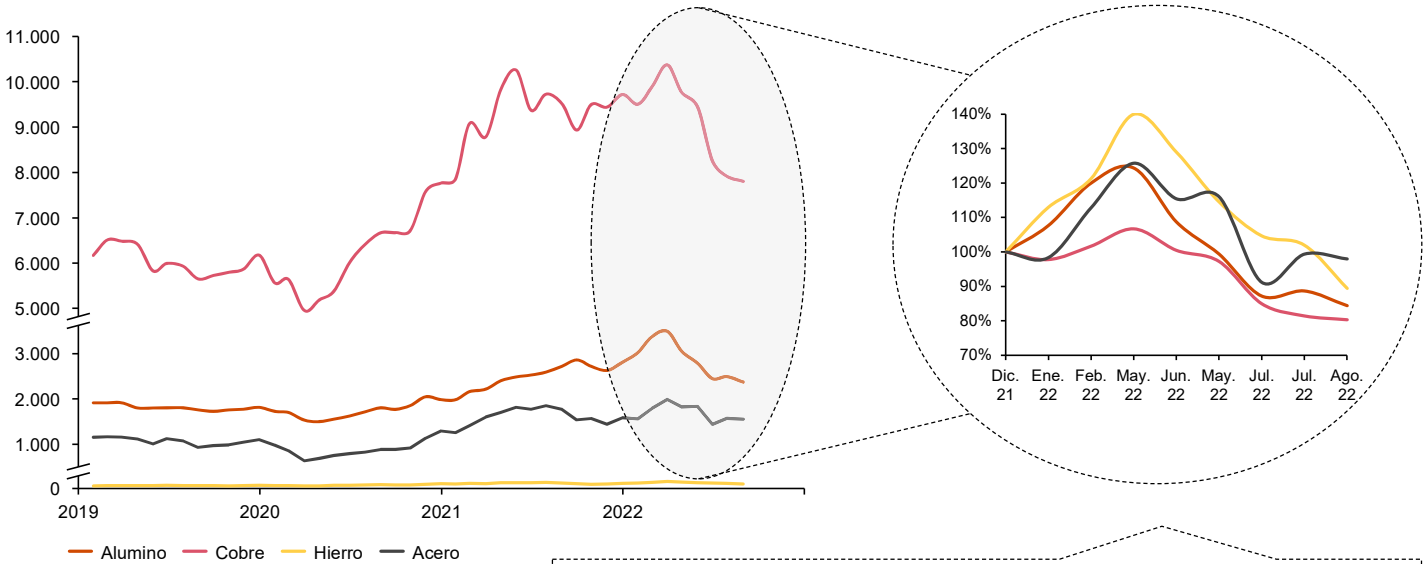
		Esc. 1	Esc. 2	Esc. 3
Valor actual BINs	€m	638	633	617
Valor actual diferencias temporarias	€m	654	(154)	(106)
Valor actual deducciones fiscales	€m	178	191	155
Total	€m	1.471	670	665

Fuente: CCAA Consolidadas, AID/PID y ventas por jurisdicción según la Compañía y análisis PwC

Anexo 5. Detalle de estimaciones macroeconómicas y del sector

Evolución histórica del precio de las materias primas

Evolución precio de las materias primas (\$/tonelada)

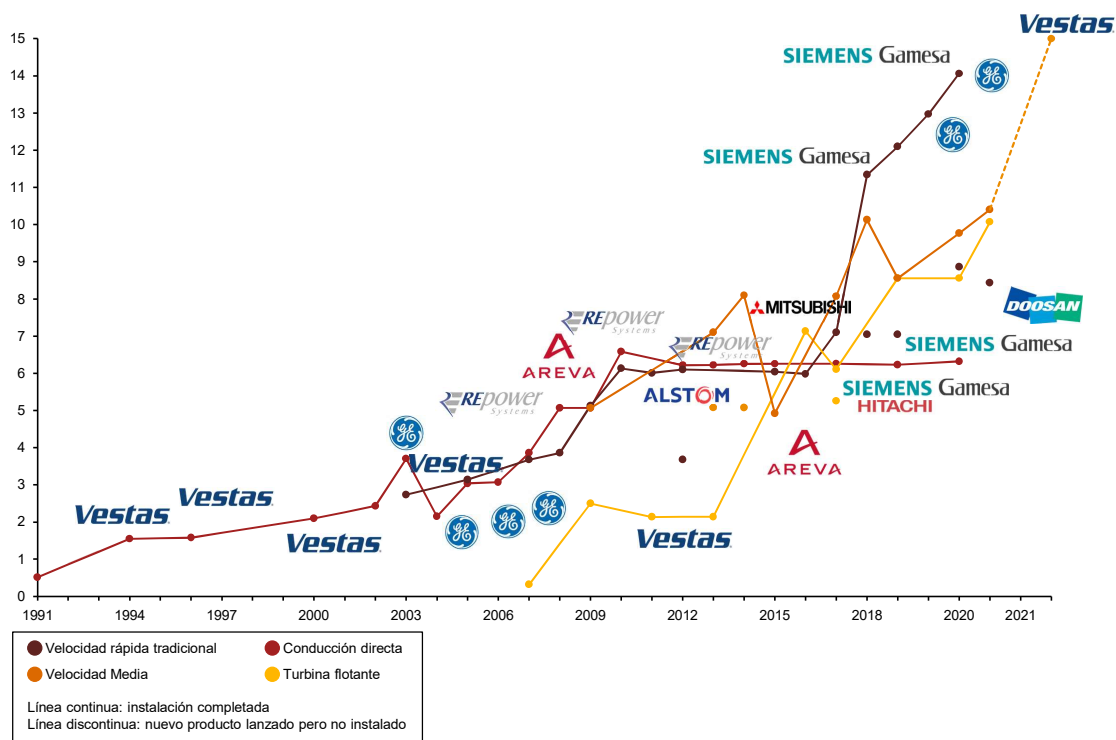


Fuente: Bloomberg

Desde 2019, los precios de las materias primas alcanzaron su pico en la primera mitad de 2022. Desde entonces, los precios han ido disminuyendo en los últimos meses, viéndose así cómo se van relajando las tensiones, debido a la disrupción entre la oferta y la demanda y la disminución de esta última.

Evolución del tamaño de los aerogeneradores *offshore* (1 de 2)

Evolución del tamaño de las turbinas en MW (excl. China)

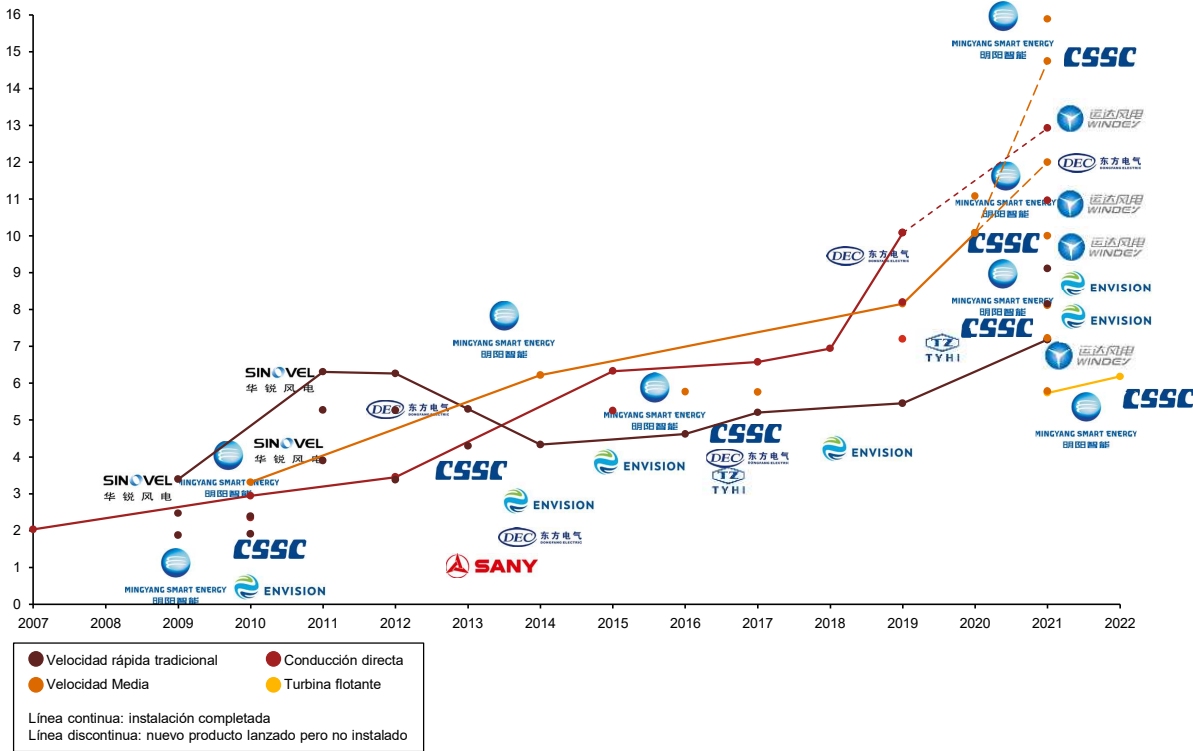


Fuente: Global Wind Energy Council 2022 y análisis PwC

Estrictamente privado y confidencial
PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

Evolución del tamaño de los aerogeneradores offshore (2 de 2)

Evolución del tamaño de las turbinas en MW (China)



Fuente: Global Wind Energy Council 2022 y análisis PwC

Contraste analistas – Margen EBIT⁽¹⁾

SGRE - Margen EBIT (% sobre ventas)

Analista	Fecha informe	2022	¹ 2023	2024	2025
² KEPLER CHEUVREUX	30/09/2022	-5,5%	-1,8%	5,4%	n.d.
CREDIT SUISSE	03/08/2022	-5,1%	-0,2%	6,7%	8,6%
² DEUTSCHE BANK	02/08/2022	-5,5%	-0,6%	3,4%	n.d.
UBS	02/08/2022	-4,1%	3,2%	5,2%	6,3%
JEFFERIES	27/07/2022	-4,8%	1,3%	4,6%	7,1%
HSBC	04/07/2022	-4,0%	0,2%	4,0%	n.d.
MORGAN STANLEY	06/05/2022	-4,1%	-0,1%	2,9%	5,5%
MORNINGSTAR	05/05/2022	-0,8%	5,0%	n.d.	n.d.
BOFA GLOBAL RESEARCH	21/04/2022	-4,0%	-1,0%	3,9%	n.d.
Promedio		-4,2%	0,7%	4,5%	6,9%
Max		-0,8%	5,0%	6,7%	8,6%
Min		-5,5%	-1,8%	2,9%	5,5%
PwC - Escenario 1		-10,6%	-4,2%	0,4%	4,0%
PwC - Escenario 2		-10,6%	-4,1%	0,5%	4,1%
PwC - Escenario 3		-10,6%	-6,7%	0,2%	3,2%

Vestas - Margen EBIT (% sobre ventas)

Analista	Fecha informe	2022	³ 2023	2024	2025
SOCIÉTÉ GENERALE	08/09/2022	-7,6%	2,7%	5,8%	n.d.
KEPLER CHEUVREUX	15/08/2022	-3,5%	2,7%	4,3%	n.d.
MORGAN STANLEY	11/08/2022	-4,0%	0,0%	5,5%	7,2%
NORDEA	29/07/2022	-2,5%	3,9%	6,8%	n.d.
UBS	10/08/2022	0,2%	5,6%	7,6%	10,0%
JP MORGAN	01/08/2022	-3,7%	2,1%	4,3%	n.d.
HSBC	29/07/2022	-4,2%	2,7%	7,0%	n.d.
CREDIT SUISSE	29/07/2022	2,2%	6,0%	8,3%	n.d.
JEFFERIES	19/07/2022	-4,1%	2,8%	6,2%	8,6%
SANTANDER	14/02/2022	-2,1%	3,7%	5,4%	n.d.
BOFA GLOBAL RESEARCH	03/05/2022	-1,0%	4,2%	0,0%	n.d.
SANTANDER	03/05/2022	-2,9%	3,4%	7,8%	0,9%
Promedio		-2,8%	3,3%	5,8%	8,6%
Max		2,2%	6,0%	8,3%	10,0%
Min		-7,6%	0,0%	0,0%	7,2%

Nota: (1) Los márgenes EBIT han sido ajustados para excluir el impacto de la amortización de PPA y de gastos de integración y restructuración.

Fuente: Informes de analistas, y análisis PwC

Por encima de la línea se muestran aquellos analistas que han publicado (actualizado) sus informes después de la presentación de resultados del 3T 2022 y de la comunicación de la nueva visión a largo plazo del día 2 de agosto de 2022.

¹ Dada la incertidumbre en el corto y medio plazo, los analistas de SGRE presentan una gran dispersión para FY23E y FY24E, lo cual limita su aplicabilidad como fuente de contraste.

² Cabe destacar que únicamente Deutsche Bank y Kepler Cheuvreux recogen en sus proyecciones para el FY22 el último *guidance* comunicado por SGRE de alcanzar en el FY22 un margen EBIT de -5,5%. Asimismo, Deutsche Bank actualiza sus proyecciones para el FY23 y FY24 siendo estas significativamente más bajas que las del resto de analistas.

Considerando la visión de largo plazo publicada por SGRE el 2 de agosto de 2022 (margen EBIT igual o mayor del 8% después del FY25), las estimaciones de los analistas para los años FY24 y FY25 no son factibles.

³ Siguiendo con la tendencia histórica, todos los analistas proyectan un margen superior para Vestas.

Contraste analistas – Capex

SGRE – Capex / ventas (%)

Analista	Fecha informe	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
KEPLER CHEUVREUX	30/09/2022						-8,0%	-6,5%	-6,0%
CREDIT SUISSE	03/08/2022						-9,6%	-7,2%	-5,7%
DEUTSCHE BANK	02/08/2022						-8,7%	-7,3%	-6,8%
HSBC	04/07/2022						-7,3%	-6,5%	-6,4%
JBCAPITAL	23/05/2022						-8,0%	-6,5%	-6,5%
JP MORGAN	05/05/2022						-8,0%	-6,7%	-6,4%
CITI RESEARCH	06/05/2022						-8,0%	-6,0%	-5,0%
MORGAN STANLEY	06/05/2022						-8,0%	-7,0%	-6,0%
MORNINGSTAR	05/05/2022						-8,0%	-6,0%	n.d.
Promedio		-6,5%	-4,5%	-4,9%	-6,3%	-6,6%	-8,2%	-6,6%	-6,1%
Máx							-7,3%	-6,0%	-5,0%
Min							-9,6%	-7,3%	-6,8%

Nos hemos basado en los planes de inversión de expansión del Plan de Negocio la Dirección los cuales son superiores a estas referencias y, por ello, las consideramos no válidas para el corto y medio plazo.

Las referencias seleccionadas son las disponibles a mayor plazo y solamente las hemos utilizado como contraste de valores normalizados de reposición a largo plazo, junto con otras referencias.

Vestas – Capex / ventas (%)

Analista	Fecha informe	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
KEPLER CHEUVREUX	15/08/2022						-6,0%	-5,5%	-5,2%
CREDIT SUISSE	29/07/2022						-6,6%	-5,8%	-4,6%
NORDEA	29/07/2022						-6,2%	-5,7%	-6,1%
HSBC	29/07/2022						-7,4%	-6,6%	-6,4%
JEFFERIES	19/07/2022						-6,4%	-5,9%	-5,7%
DEUTSCHE BANK	03/05/2022						-6,0%	-5,6%	-5,4%
BOFA GLOBAL RESEARCH	03/05/2022						-6,0%	-6,0%	-6,0%
SANTANDER	03/05/2022						-6,2%	-5,5%	-5,5%
SOCIÉTÉ GENERALE	22/03/2022						-6,3%	-5,4%	-4,9%
Promedio		-4,9%	-6,0%	-6,4%	-4,6%	-5,6%	-6,3%	-5,8%	-5,5%
Máx							-6,0%	-5,4%	-4,6%
Min							-7,4%	-6,6%	-6,4%

Fuente: informes de analistas, cuentas anuales de las compañías y análisis PwC

Contraste analistas – Capital circulante

SGRE – Capital circulante/Ventas (%)

Analista	Fecha de informe	2022	2023	2024	2025
SOCIÉTÉ GENERALE	08/09/2022	-33,3%	-29,9%	-26,5%	n.d.
KEPLER CHEUVREUX	30/09/2022	-34,2%	-26,8%	-21,0%	n.d.
CREDIT SUISSE	03/08/2022	-20,0%	-18,6%	-12,3%	-9,4%
DEUTSCHE BANK	02/08/2022	-22,0%	-20,5%	-17,5%	n.d.
JBCAPITAL	23/05/2022	-22,8%	-17,5%	-16,5%	n.d.
JP MORGAN	05/05/2022	-23,6%	-21,6%	-20,1%	n.d.
CITI RESEARCH	06/05/2022	-21,1%	-19,8%	-16,3%	n.d.
MORGAN STANLEY	06/05/2022	-24,1%	-15,8%	-15,1%	-14,6%
MORNINGSTAR	05/05/2022	-24,8%	-22,0%	n.d.	n.d.
Promedio		-25,1%	-21,4%	-18,1%	-12,0%
Max		-20,0%	-15,8%	-12,3%	-9,4%
Min		-34,2%	-29,9%	-26,5%	-14,6%
PwC - Escenario 1		-19,2%	-30,1%	-33,1%	-30,2%
PwC - Escenario 2		-18,8%	-24,7%	-24,7%	-20,7%
PwC - Escenario 3		-21,2%	-24,7%	-24,7%	-21,4%

Vestas – Capital circulante/Ventas (%)

Analista	Fecha informe	2022	2023	2024	2025
KEPLER CHEUVREUX	15/08/2022	28,4%	29,3%	27,5%	n.d.
SOCIÉTÉ GENERALE	08/09/2022	6,6%	2,1%	-2,4%	n.d.
NORDEA	29/07/2022	-6,6%	-6,6%	-6,6%	n.d.
CREDIT SUISSE	29/07/2022	-3,9%	-7,3%	-8,0%	n.d.
JEFFERIES	19/07/2022	-8,7%	-9,6%	-10,1%	-9,7%
DEUTSCHE BANK	03/05/2022	-3,9%	-2,8%	-1,8%	n.d.
BOFA GLOBAL RESEARCH	03/05/2022	-6,4%	-6,0%	-4,8%	n.d.
SANTANDER	03/05/2022	-5,0%	-6,0%	-7,0%	-7,0%
Promedio		-4,0%	-5,2%	-5,8%	-8,3%
Max		6,6%	2,1%	-1,8%	-7,0%
Min		-8,7%	-9,6%	-10,1%	-9,7%

Nota: La ratio de capital circulante que se muestra no incluye provisiones por garantías.

Fuente: informes de analistas y análisis PwC

- En el informe de cobertura de SGRE de fecha 11 de febrero de 2022 elaborado por J.P. Morgan, se menciona que un capital circulante / ventas negativo es típico de la industria, con valores entre -10% y -15%.
- Tal como se observa en los cuadros, las estimaciones de analistas otorgan un nivel de capital circulante / ventas de c.-15% para SGRE y c.-10% Vestas.
- Estos niveles a largo plazo también están en línea con nuestras discusiones con la Dirección.

Anexo 6. Compañías cotizadas comparables

Crterios de comparabilidad de cotizadas

- 1 Modelo de negocio: tres divisiones de negocio principales: *onshore*, *offshore* y O&M con cuatro grados de comparabilidad:
 - Encaje óptimo: el negocio principal es la fabricación de turbinas y prestación de servicios de O&M y está presente en las tres divisiones principales de negocio.
 - Encaje bueno: la mayor parte de las ventas procede de la fabricación de turbinas y prestación de servicios de O&M y está presente en alguna de las principales divisiones de negocio.
 - Encaje limitado: entre un tercio y la mitad de las ventas proviene de la fabricación de turbinas y prestación de servicios de O&M energía renovable.
 - Encaje mínimo: menos de un tercio de las ventas proviene de la fabricación de turbinas y prestación de servicios de O&M energía renovable.
- 2 Presencia geográfica: las ventas en FY21 para SGRE están desglosadas entre EMEA con 43%, 26% América, 26% APAC, y 5% España. Consideramos cuatro grados de comparabilidad:
 - Encaje óptimo: presencia internacional con enfoque principal en América y EMEA.
 - Encaje bueno: presencia internacional.
 - Encaje limitado: principalmente EMEA y América.
 - Encaje mínimo: presencia regional.
- 3 Catálogo de productos: SGRE cuenta con tres productos principales: turbinas, palas y torres. Consideramos cuatro grados de comparabilidad para las compañías analizadas en función de los productos producidos:
 - Encaje óptimo: produce los tres productos principales de SGRE.
 - Encaje bueno: produce alguno de los tres productos principales de SGRE.
 - Encaje limitado: de los principales productos de la comparable ninguno se asemeja a los tres productos principales de SGRE.
 - Encaje mínimo: ninguno de los productos producidos por la comparable es igual a los principales productos de SGRE.
- 4 Magnitudes financieras: basándonos en las ventas de los últimos doce meses a 31 de marzo de 2022 de SGRE de EUR 9.573m y un margen promedio EBITDA FY18-FY19 antes de costes I&R, DPA y NIIF 16 de 11,1%, consideramos varios grados de comparabilidad:
 - Cuatro grados de comparabilidad (“óptimo”, “bueno”, “limitado”, “mínimo”) según ventas. El nivel de comparabilidad se estima en función de cómo compara el volumen de ventas recientes de cada comparable con los datos de SGRE
 - Cuatro grados de comparabilidad según el margen EBITDA medio histórico. El nivel de comparabilidad se estima en función de cómo compara el margen EBITDA reciente previo al impacto del COVID 19 (FY18 y FY19) de cada comparable con los datos de SGRE para ese mismo periodo.

Fuente: Análisis PwC

Estrictamente privado y confidencial

PwC | Valoración de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

25 octubre 2022

171

Resumen cotizadas comparables seleccionadas

Comparable	País	A Modelo de negocio				B Presencia geográfica	C Productos			D Magnitudes financieras ⁽³⁾		Comparabilidad				Posición global
		On ⁽¹⁾	Off ⁽²⁾	O&M	Otros		Turbinas	Palas	Torres	Ventas (€m)	Margen EBITDA ⁽⁴⁾	A	B	C	D	
SGRE		49%	32%	19%	0%	43% EMEA, 26% América, 26% APAC, 5% España	✓	✓	✓	9,573	11.1%					
		←84%→		16%	0%	19% EEUU, 17% UK, 5% Dinamarca, 59% Otros	✓	✓	✓	16,110	12.5%	●	●	●	●	●
		91%	0%	9%	0%	54% Europa, 22% América del Norte, 17% Latino América, 7% Otros	✓	✓	✓	5,444	1.8%	●	●	●	●	●
		95%	0%	0%	5%	32% Asia, 30% México, 22% EMEA, 11% EEUU, 5% India	✗	✓	✗	1,542	5.7%	●	●	●	●	●
		100%	0%	0%	0%	42% América, 34% Asia, 23% Corea del Sur, 1% África	✓	✓	✓	110	n.m.	●	●	●	●	●

Leyenda - Comparabilidad

●	Óptimo	●	Bueno	●	Limitado	●	Mínimo
---	--------	---	-------	---	----------	---	--------

Notas:
 (1) Onshore.
 (2) Offshore.
 (3) Las magnitudes financieras hacen referencia a los últimos datos disponibles previos al Anuncio [31/03/2022], aunque con los datos a 30/9/2022 no alteran los resultados.
 (4) El margen EBITDA hace referencia a la media de FY18 y FY19.
 Fuente: S&P Capital IQ, cuentas anuales y Análisis PwC

Anexo 7. Certificado Bolsa de Madrid

Certificado Bolsa de Madrid

Certificado de cotización media a 6 meses



DOÑA CRISTINA BAJO MARTÍNEZ, SECRETARIA DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE LA SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE MADRID, S.A.U.

CERTIFICA que, de los antecedentes que existen en esta Secretaría a su cargo y de los correspondientes a las restantes Bolsas españolas de Valores, resulta que, durante el período comprendido entre el día 20/11/2021 y el día 20/05/2022, ambos inclusive, la media aritmética de los cambios medios ponderados diarios de la contratación bursátil de las acciones de **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY** con código ISIN ES0143416115 y Ticker SGRÉ, fue de 18,0110 euros.

Lo que, a petición de D PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L., y para que surta los efectos oportunos, hace constar en Madrid, a 24 de mayo de 2022.

LA SECRETARIA



Cristina Bajo Martínez

Anexo 8. Glosario de términos y abreviaciones

Glosario (1 de 6)

Término	Definición
5.X	Plataforma eólica <i>onshore</i> de SGRE 5.X
\$	Dólares estadounidenses
% adq.	Porcentaje adquirido
AID	Activo por Impuesto Diferido
Anuncio Previo	Publicación del anuncio previo de la OPA realizado el 21 de mayo de 2022
APAC	Asia Pacífico
ASP	<i>Average Selling Price</i>
BCE	Banco Central Europeo
Beta / β	Coefficiente Beta
BIN	Base Imponible Negativa
BME	Bolsa y Mercados Españoles
bn	Miles de millones
BNEF	<i>Bloomberg New Energy Finance</i>
<i>break even</i>	Punto de equilibrio
BtB	<i>Book-to-Bill</i>
c.	Circa: palabra latina que significa "alrededor" o "cerca de"
Capex	Inversiones en activo fijo
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CCAA	Cuentas Anuales
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CMPC	Coste Medio Ponderado de Capital

Glosario (2 de 6)

Término	Definición
CNMV	Comisión Nacional de Mercados de Valores
Compañía / el Grupo / SGRE	Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.
cont.	Continuación
D	Valor de la deuda
D&A	Amortización (Depreciation and Amortisation)
D/EV	Proporción de mercado de la deuda sobre el EV
DFC	Descuento de Flujos de Caja
DPA	Distribución del Precio de Adquisición
E	Equity value
E/EV	Proporción de mercado del Equity value
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation</i>
EEUU	Estados Unidos
EIU	Economist Intelligence Unit
El Informe	Informe de experto independiente sobre el valor de las acciones de Siemens Gamesa, S.A.
El Oferente / Ustedes	Siemens Energy, AG
El Precio	Contrapresetación ofrecida a los accionistas de SGRE
EMEA	<i>Europe, Middle East and Africa</i>
Etc.	Etcétera
EUR / €	Euro
EV	Enterprise Value (Valor de negocio)

Glosario (3 de 6)

Término	Definición
Excl.	Excluye
FCL	Flujo de Caja Libre
Fecha de Valoración	30 de junio de 2022
Fecha del Informe	25 de octubre de 2022
FMI	Fondo Monetario Internacional
FY[XX]	Año fiscal correspondiente al año [XX]
FY[XX]E	Año fiscal correspondiente al año fiscal estimado [XX]
g	Tasa de crecimiento a perpetuidad
Gamesa	Gamesa Corporación Tecnológica, S.A.
GE	General Electric
Guidance FY22 E	Guías sobre variación de ingresos y margen EBIT para el FY22 de SGRE
GW	Gigavatio
Hechos Relevantes	Hechos relevantes, comunicaciones de información privilegiada y de otra información relevante
I+D	Investigación y Desarrollo
I&R	Costes de integración y reestructuración
Iberdrola	Iberdrola, S.A.
IBEX 35	Índice Bursátil Español
IEA	Informe <i>Offshore Wind Market Report 2021 Edition</i> del Departamento de Energía de EE.UU.
IHS	<i>IHS Markit Ltd.</i>
IPC	Índice de Precios de Consumo
IRENA 2021	Informe <i>Renewable Energy Statistics 2021</i> del <i>International Renewable Energy Agency</i> (IRENA 2021).

Glosario (4 de 6)

Término	Definición
Kd	Rentabilidad de mercado exigida por los recursos ajenos
Ke	Rentabilidad de mercado exigida por los accionistas
KPIs	<i>Key Performance Indicators</i>
La Dirección	La dirección general y financiera de SGRE
LCoE	<i>Levelized Cost of Energy</i>
Lp	Largo plazo
m	Millones
MW	Megavatio
MWe	Megavatio equivalente
n.d.	No disponible
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
O&M	Operación & Mantenimiento, Servicios
Off. / <i>Offshore</i>	Proyectos eólicos marinos
On. / <i>Onshore</i>	Proyectos eólicos terrestres
OPA / la Oferta	Oferta Pública de Adquisición
p.p.	Puntos porcentuales
PFN	Posición Financiera Neta
PIB	Producto Interior Bruto
PID	Pasivo por Impuesto Diferido
PMC	Periodo Medio de Cobro
PMP	Periodo Medio de Pago

Glosario (5 de 6)

Término	Definición
PMRE	Periodo Medio de Rotación de Existencias
PN	Patrimonio Neto
PPA	<i>Power Purchase Agreement</i>
Pre	Previo
PRM	Prima de Riesgo de Mercado
Proyecto Galileo	Acuerdo de venta de una cartera de 3,9 GW de proyectos eólicos terrestres en desarrollo
PTC	<i>Production Tax Credits</i>
publ.	Pública
QE	<i>Quantitative Easing</i>
PwC / Nosotros	PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocio, S.L.
R2	Coficiente de determinación
RD 1066/2007	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores
RF	Tasa Libre de Riesgo
S&P	Standard & Poor's
S.L.	Sociedad Limitada
S.A.	Sociedad Anónima
SCF Index	<i>Shanghai Containerized Freight Index</i>
Siemens Energy	Siemens Energy, AG
Siemens Wind Hold Co	Siemens Wind HoldCo, S.L
Spread	Diferencial
T	Tipo impositivo

Glosario (6 de 6)

Término	Definición
TACC	Tasa Anual de Crecimiento Compuesto
TPI	TPI Composites
UE	Unión Europea
Vol.	Volumen
VT	Valor Terminal
VTC	Valor Teórico Contable
WEO 2021	<i>World Energy Outlook</i>
WTG	Aerogeneradores, <i>Wind Turbine Generator</i>
[X]T [YYYY]	Trimestre [X] correspondiente al año [YYYY]
[X]S [YYYY]	Semestre [X] correspondiente al año [YYYY]

ANEXO 12.b

Certificado expedido por la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid sobre la cotización media ponderada de las acciones de Siemens Gamesa en el semestre anterior al anuncio previo de la Oferta.

DOÑA CRISTINA BAJO MARTÍNEZ, SECRETARIA DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE LA SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE MADRID, S.A.U.

CERTIFICA que, de los antecedentes que existen en esta Secretaría a su cargo y de los correspondientes a las restantes Bolsas españolas de Valores, resulta que, durante el período comprendido entre el día 20/11/2021 y el día 20/05/2022, ambos inclusive, la media aritmética de los cambios medios ponderados diarios de la contratación bursátil de las acciones de **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY** con código ISIN ES0143416115 y Ticker SGRE, fue de 18,0110 euros.

Lo que, a petición de D PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L., y para que surta los efectos oportunos, hace constar en Madrid, a 24 de mayo de 2022.

LA SECRETARIA



Cristina Bajo Martínez

ANEXO 13

Avales bancarios y el certificado emitido por Banco Santander, S.A. que acredita la constitución del Depósito de Efectivo.

BANCO SANTANDER, S.A., con domicilio en Paseo de Pereda, 9-12, Santander (España), con número de identificación fiscal español (N.I.F.) A-39000013 y, en su nombre y representación, D. Juan Antonio Tirado Rodríguez con documento nacional de identidad (D.N.I.) número [REDACTED] y D. Rafael Santamaría Barnola con documento nacional de identidad (D.N.I.) número [REDACTED] en calidad de apoderados según se desprende de (i) en relación con D. Juan Antonio Tirado Rodríguez, la escritura de apoderamiento otorgada el 17 de marzo de 2021 ante el Notario de Santander, D. Juan de Dios Valenzuela García, con el número 762 de orden de su protocolo; y (ii) en relación con D. Rafael Santamaría Barnola, la escritura de apoderamiento otorgada el 10 de junio de 2004 ante el Notario de Burgos, D. Jose María de Prada Díez, con el número 1.440 de orden de su protocolo:

CERTIFICA

Ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** que **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG** (el "Oferente") ha constituido con fecha 7 de octubre de 2022 en **BANCO SANTANDER, S.A.** (el "Depositario") un depósito de efectivo por importe de **DOS MIL CIENTO OCHO MILLONES CUATROCIENTOS SESENTA Y UN MIL QUINIENTOS CINCUENTA Y SEIS EUROS CON NOVENTA Y SEIS CÉNTIMOS DE EURO (€2.108.461.556,96)** (el "Depósito") a los efectos de garantizar, en los términos previstos en el artículo 15 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, el cumplimiento de las obligaciones del Oferente resultantes de (i) el pago de la contraprestación en efectivo correspondiente a la oferta pública de adquisición de acciones de **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la "Oferta") frente a la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A.U. (IBERCLEAR)**, el propio **BANCO SANTANDER, S.A.** (en su condición de entidad liquidadora de las operaciones de compra y de entidad encargada de coordinar la liquidación de la Oferta) (la "Entidad Liquidadora") y los aceptantes de la Oferta (los "Beneficiarios"); y (ii) el pago de la contraprestación en efectivo correspondiente a las compraventas forzosas que, de acuerdo con lo establecido en el referido Real Decreto, se pudieran llevar a cabo.



El Depósito está reflejado en la cuenta número **IBAN ES08 0049 1500 0020 1936 2996 (BIC: BSCHEMMXXX)**, de la que es titular el Oferente.

De conformidad con las instrucciones recibidas del Oferente, el Depositario ha aceptado el mandato irrevocable de atender con cargo a la cuenta especificada y hasta el importe del Depósito a los requerimientos de la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A.U. (IBERCLEAR)**, y el propio **BANCO SANTANDER, S.A.** (en su condición de Entidad Liquidadora), indistintamente, únicas entidades autorizadas para disponer del Depósito, al objeto de que su importe sea destinado exclusivamente a la liquidación del precio de adquisición de las acciones adquiridas por el Oferente en la Oferta, en los términos previstos en el correspondiente folleto explicativo y en la normativa aplicable.

El Oferente no podrá realizar disposiciones del Depósito. Únicamente se permitirán disposiciones sobre el saldo del Depósito en caso de que las solicitudes de disposición estén tramitadas por Banco Santander, S.A. o la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro,

Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U. (IBERCLEAR) y que en dichas solicitudes conste expresamente que el importe cuya disposición se solicita será utilizado exclusivamente para liquidar operaciones de compra de acciones de **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** que se realicen como consecuencia de la liquidación de la Oferta y, en su caso, de las compraventas forzosas.

Lo dispuesto anteriormente permanecerá en vigor hasta que (i) la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** haya declarado concluido el proceso de liquidación de la Oferta; o (ii) en su caso, se produzca el desistimiento de la misma o cualquier otra causa que la deje sin efecto.

También conforme a las instrucciones del Oferente, el mandato irrevocable ha sido aceptado por Banco Santander, S.A. como Entidad Liquidadora y Depositario.

En la medida en que el Depósito se constituye en garantía del cumplimiento por parte del Oferente de sus obligaciones de pago de la contraprestación de la Oferta en favor de los Beneficiarios, el Depósito tiene la consideración de garantía financiera a los efectos del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública (en lo sucesivo, el "RDL 5/2005"), quedando, por ende, sujeto al régimen jurídico previsto en la citada norma y, en particular, a lo previsto en el apartado cuarto del artículo decimoquinto del RDL 5/2005.

El Depósito no podrá, en ningún caso, utilizarse para fines distintos a los indicados anteriormente y no se devolverá al Oferente el sobrante, si existiera, hasta que se haya liquidado la Oferta o, en su caso, se haya producido el desistimiento de la misma o cualquier otra causa que la deje sin efecto.

Y para que así conste, se firma el presente certificado en Madrid, a 7 de octubre de 2022.

BANCO SANTANDER, S.A.

P.p.

A large black rectangular redaction box covering the signatures of the two individuals mentioned below.

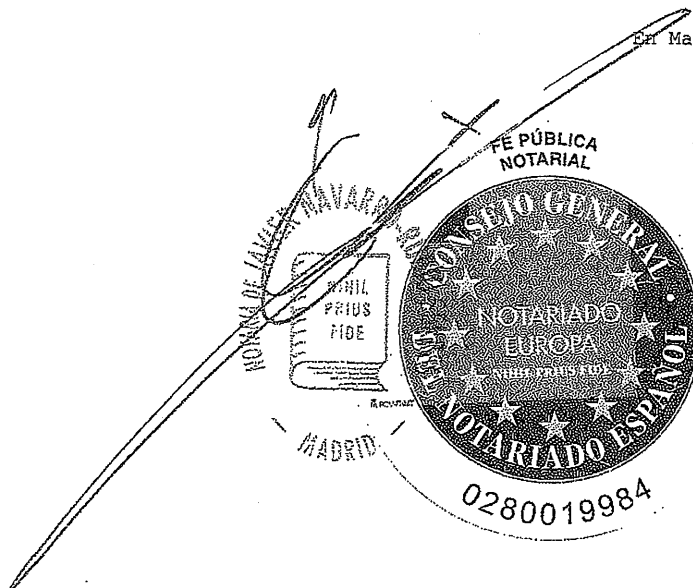
D. Juan Antonio Tirado Rodríguez

D. Rafael Santamaría Barnola

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación de los firmantes y consentimiento prestado al contenido del presente certificado por BANCO SANTANDER, S.A., sociedad válidamente constituida y existente conforme a las leyes del Reino de España, con domicilio social en Santander, Paseo de Pereda, 9-12, debidamente inscrita en el Registro Especial de Bancos y Banqueros del Banco de España con el número 0049, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) A39000013, haciendo constar expresamente que he identificado a los otorgantes, D. Juan Antonio Tirado Rodríguez, con D.N.I. número 50202773Y, y D. Rafael Santamaría Barnola, con D.N.I. número 5203949S, a quienes juzgo capaces y legitimados, los cuales han acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente certificado, en virtud de las escrituras de poder general otorgadas a su favor el día 17 de marzo de 2021, ante el notario de Santander, D. Juan de Dios Valenzuela García, con número 762 de su protocolo e inscrita en el Registro Mercantil de Cantabria al Tomo 1242 General, Folio 63, Hoja S-1960, Inscripción 4232ª, y el día 10 de junio de 2004, ante el notario de Burgos, D. Jose María de Prada Díez, con número 1.440 de su protocolo e inscrita en el Registro Mercantil de Cantabria al Tomo 770, Folio 164, Hoja S-1960, Inscripción 1261ª, respectivamente, cuyos originales me exhiben, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que la emisión del presente certificado se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada de los intervinientes. No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este certificado consta de dos folios los cuales rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 193

En Madrid, a 7 de octubre de 2022



SUCURSAL EN ESPAÑA

AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Sucursal en España (la *Entidad Avalista*), entidad de crédito debidamente inscrita en el Registro de entidades del Banco de España con el código 0154 y en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 5.258 General, 4.393 de la Sección 3ª del Libro de Sociedades, Folio 103, Hoja 41.727, Inscripción 1ª, con domicilio social en Paseo de la Castellana, 1, 28046 Madrid (España), con N.I.F. W0011043G y representada por D. Javier Álvarez-Rendueles Villar, mayor de edad, con D.N.I. número [REDACTED], con facultades suficientes para este acto en virtud de la escritura de poder general otorgada a su favor el 21 de enero de 2019 ante el notario de Madrid, D. José Manuel García-Lozano Zulueta, con número 53 de su protocolo, y por D. Gonzalo Corcostegui Crespo, mayor de edad, con D.N.I. número [REDACTED], con facultades suficientes para este acto en virtud de la escritura de poder general otorgada a su favor el 21 de enero de 2019 ante el notario de Madrid, D. José Manuel García-Lozano Zulueta, con número 57 de su protocolo,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO** (88.972.413,79€).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (*IBERCLEAR*) o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista a su domicilio en Paseo de la Castellana, 1, 28046 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

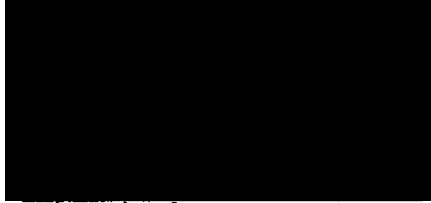
El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

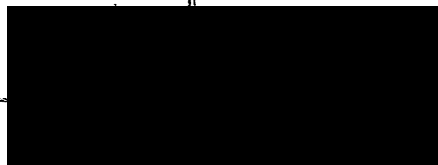
El presente aval ha sido inscrito en el registro interno de avales de la Entidad Avalista con el número CESGGU2200181.

**CRÉDIT AGRICOLE CORPORATE AND
INVESTMENT BANK, SUCURSAL EN ESPAÑA**

p.p.



D. Javier Álvarez-Rendueles Villar



D. Gonzalo Corcostegui Crespo



CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por **Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Sucursal en España**, sociedad válidamente constituida y existente conforme a las leyes del Reino de España, con domicilio social en Paseo de la Castellana, 1, 28046 Madrid (España), debidamente inscrita en el Registro de entidades del Banco de España con el código 0154 y en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 5.258 General, 4.393 de la Sección 3ª del Libro de Sociedades, Folio 103, Hoja 41.727, Inscripción 1ª, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) W0011043G, haciendo constar expresamente que he identificado a los otorgantes, D. Javier Álvarez-Rendueles Villar, con D.N.I. número 07230899K, y D. Gonzalo Corcostegui Crespo, con D.N.I. número 16084824G, a quienes juzgo capaces y legitimados, los cuales han acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud de las escrituras de poder general otorgadas a su favor el día 21 de enero de 2019, ante el notario de Madrid, D. José Manuel García-Lozano Zulueta, con número 53 de su protocolo e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 34590, Folio 110, Hoja M-41727, Inscripción 395ª, y el día 21 de enero de 2019, ante el notario de Madrid, D. José Manuel García-Lozano Zulueta, con número 57 de su protocolo e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 34590, Folio 116, Hoja M-41727, Inscripción 399ª, respectivamente, cuyos originales me exhiben, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada de los intervinientes.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 129.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022

AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

Société Générale, Sucursal en España (la *Entidad Avalista*), entidad de crédito debidamente inscrita en el Registro de entidades del Banco de España con el código 0108 y en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 10.215 General, 8.768 de la Sección 3ª del Libro de Sociedades, Folio 35, Hoja 18.909, Inscripción 480ª, con domicilio social en Plaza de Pablo Ruiz Picasso, 1, Torre Picasso, 28020 Madrid (España), con N.I.F. W0011682B y representada por D. Luis Gil-Casares Mesonero-Romanos, mayor de edad, con D.N.I. número [REDACTED] y por Dña. Leticia Rodríguez Anierte, mayor de edad, con D.N.I. número [REDACTED] ambos con facultades suficientes para este acto en virtud de la escritura de poder general otorgada a su favor el 21 de enero de 2021 ante el notario de Madrid, D. Cruz Gonzalo López-Muller Gómez, con número 119 de su protocolo,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO** (88.972.413,79€)

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista a su domicilio en Plaza de Pablo Ruiz Picasso, 1, Torre Picasso, 28020 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente aval ha sido inscrito en el registro interno de avales de la Entidad Avalista con el

número 2022/047/056.

SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, SUCURSAL EN ESPAÑA

p.p.

D. Luis Gil-Casares Mesonero-Romanos

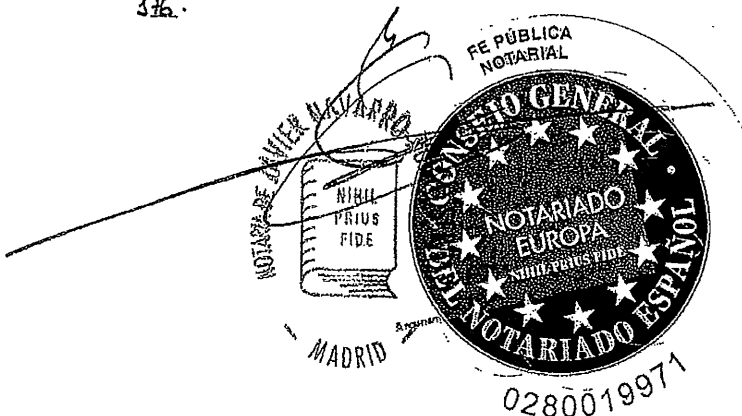
Dña. Leticia Rodríguez Aniorte

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por Société Générale, Sucursal en España, sociedad válidamente constituida y existente conforme a las leyes del Reino de España, con domicilio social en Plaza de Pablo Ruiz Picasso; 1, Torre Picasso, 28020 Madrid (España), debidamente inscrita en el Registro de entidades del Banco de España con el código 0108 y en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 10.215 General, 8.768 de la Sección 3ª del Libro de Sociedades, Folio 35, Hoja 18.909, Inscripción 480ª, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) W0011682B, haciendo constar expresamente que he identificado a los otorgantes, D. Luis Gil-Casares Mesonero-Romanos, con D.N.I. número 51064135H, y Dña. Leticia Rodríguez Aniorte, con D.N.I. número 50866812N, a quienes juzgo capaces y legitimados, los cuales han acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud de la escritura de poder general otorgada a su favor el día 21 de enero de 2021, ante el notario de Madrid, D. Gonzalo Cruz López-Muller Gómez, con número 119 de su protocolo, cuyo original me exhiben, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada de los intervinientes.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 436.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022



AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

La entidad **Mizuho Bank, Ltd. Filiale Düsseldorf** (la *Entidad Avalista*), sucursal válidamente constituida y existente de conformidad con la legislación de la República Federal de Alemania, con domicilio social en Benrather Straße 18-20, 40213 Düsseldorf, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Düsseldorf con el número de registro HRB 44688, con N.I.F. N2764239F y representada por D. Gonzalo Hernández López, mayor de edad, de nacionalidad española, con D.N.I. número [REDACTED], con facultades suficientes para este acto en virtud del poder especial otorgado a su favor en fecha 15 de junio de 2022 ante la notario de Fráncfort del Meno, Dña. Annette Böderer, debidamente notarizado y apostillado con la apostilla del Convenio de la Haya,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO** (88.972.413,79€).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido al siguiente domicilio de Mizuho Bank Europe N.V., Sucursal en España: Calle Orense 34, Planta 8, Edificio Iberia Mart II, 28020 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

Mizuho Bank, Ltd. Filiale Düsseldorf

p.p.



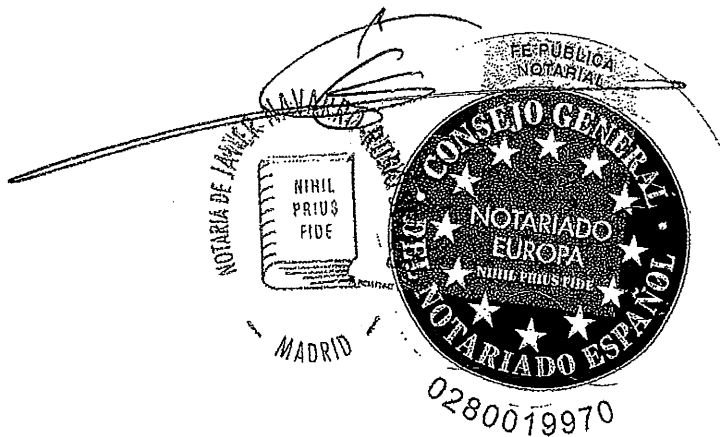
D. Gonzalo Hernández López

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por Mizuho Bank, Ltd. Filiale Düsseldorf, sucursal válidamente constituida y existente conforme a las leyes de la República Federal de Alemania, con domicilio social en Benrather Straße 18-20, 40213 Düsseldorf, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Düsseldorf con el número de registro HRB 44688, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) N2764239F, haciendo constar expresamente que he identificado al otorgante, D. Gonzalo Hernández López, con D.N.I. número 50889638E, que juzgo capaz y legitimado, el cual ha acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud del poder especial que le tiene conferido dicha sociedad, que asegura vigente, otorgado en Fráncfort del Meno, el día 15 de junio de 2022, notarizado ante la notario de Fráncfort del Meno, Dña. Annette Bödeker, cuyo original debidamente certificado y apostillado me exhibe, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada del interviniente.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 377.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022



AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

Commerzbank Aktiengesellschaft, Sucursal en España (la *Entidad Avalista*), entidad de crédito debidamente inscrita en el Registro de entidades del Banco de España con el código 0159 y en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 5.464 General, 4.553 de la Sección 3ª del Libro de Sociedades, Folio 110, Hoja 43.668, Inscripción 1ª, con domicilio social en Paseo de la Castellana, 259-C, Torre de Cristal, Planta 32, 28046 Madrid (España), con N.I.F. W0041282E y representada por D. Santiago Razquín Iracheta, mayor de edad, con D.N.I. número [REDACTED] con facultades suficientes para este acto en virtud de la escritura de poder general otorgada a su favor el 11 de noviembre de 2021 ante el notario de Madrid, D. Juan Álvarez-Sala Walther, con número 3.948 de su protocolo, y por Dña. Cristina Revuelta García, mayor de edad, con D.N.I. número [REDACTED], con facultades suficientes para este acto en virtud de la escritura de poder general otorgada a su favor el 6 de octubre de 2016 ante el notario de Madrid, D. Juan Álvarez-Sala Walther, con número 2.207 de su protocolo,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO (88.972.413,79€)**.

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista a su domicilio en Paseo de la Castellana, 259-C, Torre de Cristal, Planta 32, 28046 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

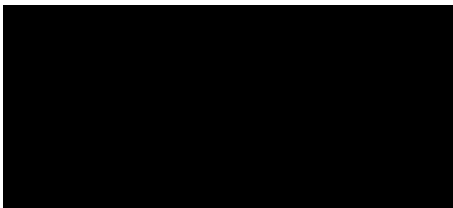
El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

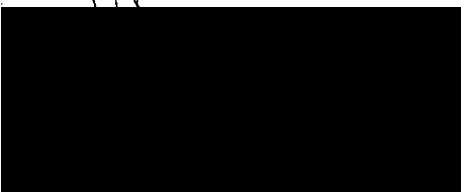
El presente aval ha sido inscrito en el registro interno de avales de la Entidad Avalista con el número 1702267828.

COMMERZBANK AKTIENGESELLSCHAFT, SUCURSAL EN ESPAÑA

p.p.



D. Santiago Razquín Iracheta



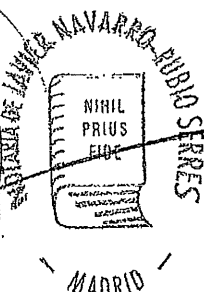
Dña. Cristina Revuelta García

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por **Commerzbank Aktiengesellschaft, Sucursal en España**, sociedad válidamente constituida y existente conforme a las leyes del Reino de España, con domicilio social en Paseo de la Castellana, 259-C, Torre de Cristal, Planta 32, 28046 Madrid (España), debidamente inscrita en el Registro de entidades del Banco de España con el código 0159 y en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 5.464 General, 4.553 de la Sección 3ª del Libro de Sociedades, Folio 110, Hoja 43.668, Inscripción 1ª, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) W0041282E, haciendo constar expresamente que he identificado a los otorgantes, D. Santiago Razquín Iracheta, con D.N.I. número 05339095J, y Dña. Cristina Revuelta García, con D.N.I. número 51061987D, a quienes juzgo capaces y legitimados, los cuales han acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud de las escrituras de poder general otorgadas a su favor el día 11 de noviembre de 2021, ante el notario de Madrid, D. Juan Álvarez-Sala Walter, con número 3.948 de su protocolo e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 33853, Libro 0, Folio 75, Sección 3, Hoja 43668, Inscripción 233ª, y el día 6 de octubre de 2016, ante el notario de Madrid, D. Juan Álvarez-Sala Walther, con número 2.207 de su protocolo e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 33853, Libro 9, Folio 50, Sección 3, Hoja 43668, Inscripción 196ª, respectivamente, cuyos originales me exhiben, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada de los intervinientes.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 498.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022



AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

La entidad **HSBC Continental Europe** (la *Entidad Avalista*), válidamente constituida y existente de conformidad con la legislación de la República Francesa, con domicilio social en el número 38 de Avenue Kléber, 75116 París, Francia, entidad debidamente inscrita en el Registro Mercantil de París con el número de registro 775 670 284 RCS Paris, con N.I.F. N0014939C y representada por D. Antonio Vilela Millán, mayor de edad, de nacionalidad española, con D.N.I. número [REDACTED] y por D. Sergio E. Rodríguez Mieres, mayor de edad, de nacionalidad española, con D.N.I. número [REDACTED] ambos con facultades suficientes para este acto en virtud de la escritura pública de subdelegación de facultades otorgada a su favor el 27 de julio de 2022 ante el notario de Madrid, D. Antonio-Luis Reina Gutiérrez, con número 7.048 de su protocolo,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO (88.972.413,79€)**.

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

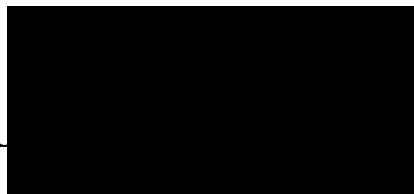
El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista al siguiente domicilio de HSBC Continental Europe, Sucursal en España: Plaza Pablo Ruiz Picasso, 1, Pl. 33, Torre Picasso, 28020 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

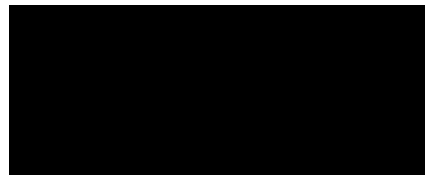
Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

HSBC Continental Europe

p.p.



D. Antonio Vilela Millán



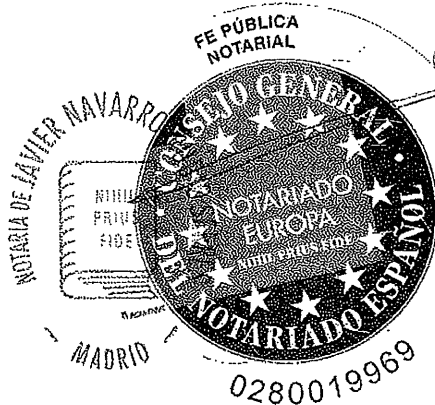
D. Sergio E. Rodríguez Mieres

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por **HSBC Continental Europe**, sociedad válidamente constituida y existente conforme a las leyes de la República Francesa, con domicilio social en el número 38 de Avenue Kléber, 75116 París, Francia, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de París con el número de registro 775 670 284 RCS Paris, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) N0014939C, haciendo constar expresamente que he identificado a los otorgantes, D. Antonio Vilela Millán, con D.N.I. número 07249461E, y D. Sergio E. Rodríguez Mieres, con D.N.I. 09801139B, a quienes juzgo capaces y legitimados, los cuales han acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud de la escritura pública de subdelegación de facultades otorgada a su favor el 27 de julio de 2022 ante el notario de Madrid, D. Antonio-Luis Reina Gutiérrez, con número 7.048 de su protocolo e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 42829, Folio 66, Hoja M-681702, Inscripción 46, cuyo original me exhiben, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada de los intervinientes.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 173.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022



AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

La entidad **Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale** (la *Entidad Avalista*), válidamente constituida y existente de conformidad con la legislación de la República Federal de Alemania, con domicilio social en 52-58 Neue Mainzer Strasse, 60311 Fráncfort del Meno, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Fráncfort del Meno con el número de registro HRA 29821, con N.I.F. N-0042674-B y representada por Dña. Isabel Garrido Kleinhaus, mayor de edad, de nacionalidad española, con D.N.I. número [REDACTED], con facultades suficientes para este acto en virtud del poder especial otorgado a su favor en fecha 14 de junio de 2022 ante el notario de Fráncfort del Meno, Dr. Franz-Joseph Kolb, debidamente notarizado y apostillado con la apostilla del Convenio de la Haya,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO (88.972.413,79€)**.

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista al siguiente domicilio de su oficina de representación en España: Calle General Castaños 4, B-Dcha, 28004 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale

p.p.



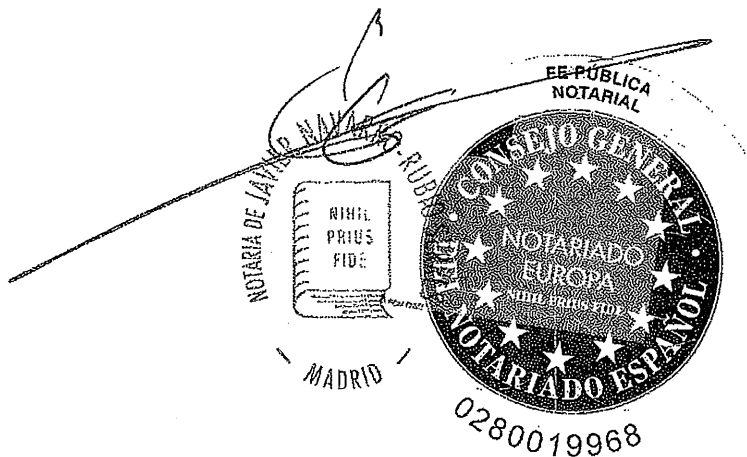
Dña. Isabel Garrido Kleinhaus

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale, entidad válidamente constituida y existente conforme a las leyes de la República Federal de Alemania, con domicilio social en 52-58 Neue Mainzer Strasse, 60311 Fráncfort del Meno, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Fráncfort del Meno con el número de registro HRA 29821, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) N-0042674-B, haciendo constar expresamente que he identificado a la otorgante, Dña. Isabel Garrido Kleinhaus, con D.N.I. número 51090241L, que juzgo capaz y legitimada, la cual ha acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud del poder especial que le tiene conferido dicha sociedad, que asegura vigente, otorgado en Fráncfort del Meno, el día 14 de junio de 2022, notarizado ante el notario de Fráncfort del Meno, Dr. Franz-Joseph Kolb, cuyo original debidamente certificado y apostillado me exhibe, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada de la interviniente.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 374.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022



AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

La entidad **J.P. MORGAN SE** (la *Entidad Avalista*), válidamente constituida y existente de conformidad con la legislación de Alemania, con domicilio social en TaunusTurm, Taunustor 1, 60310 Frankfurt, Alemania, entidad debidamente inscrita en el Registro Mercantil B (*Handelsregister B*) del Tribunal Local (*Amtsgericht*) de Frankfurt con el número de registro HRB 126056, con N.I.F. N-2765464-I y representada por D. Arturo Miranda Martín, mayor de edad, de nacionalidad española, con D.N.I. número [REDACTED], con facultades suficientes para este acto en virtud del poder especial otorgado a su favor en fecha 18 de mayo de 2022 ante el notario de Londres, D. Andrew James Macnab, debidamente notariado y apostillado con la apostilla del Convenio de la Haya,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **CIENTO SESENTA Y NUEVE MILLONES DOSCIENTOS CUARENTA Y OCHO MIL DOSCIENTOS SETENTA Y CINCO EUROS CON OCHENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO** (169.248.275,89€).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

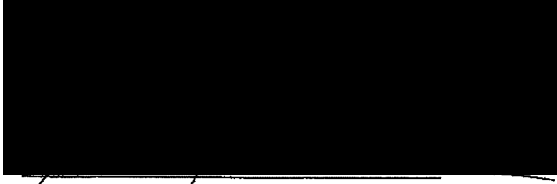
El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista al siguiente domicilio de J.P. Morgan SE, Sucursal en España: Edificio Pirámide, Paseo de la Castellana 31, 28046, Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

J.P. MORGAN SE

p.p.



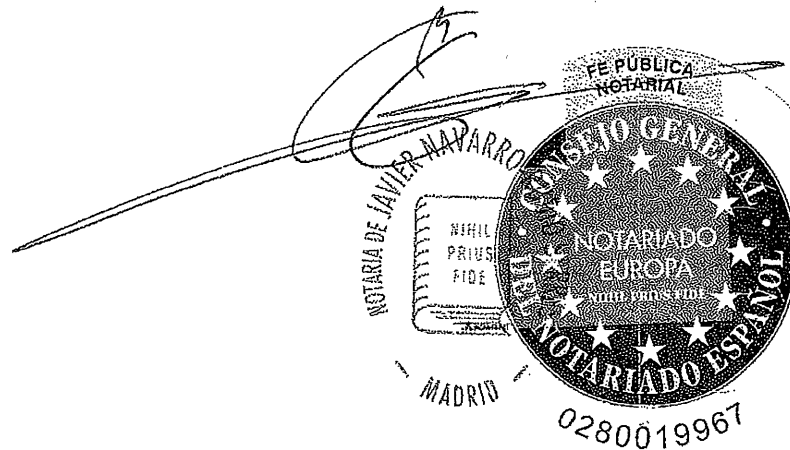
D. Arturo Miranda Martín

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por J.P. MORGAN SE, sociedad válidamente constituida y existente conforme a las leyes de Alemania, con domicilio social en TaunusTurm, Taunustor 1, 60310 Frankfurt, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil B (Handelsregister B) del Tribunal Local (Amtsgericht) de Frankfurt con el número de registro HRB 126056, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) N-2765464-I, haciendo constar expresamente que he identificado al otorgante, D. Arturo Miranda Martín, con D.N.I. número 30646726P, que juzgo capaz y legitimado, el cual ha acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud del poder especial que le tiene conferido dicha sociedad, que asegura vigente, otorgado en Londres, el día 18 de mayo de 2022, notarizado ante el notario de Londres D. Andrew James Macnab, cuyo original debidamente certificado y apostillado me exhibe, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada del interviniente.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 135.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022



AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

Banco Santander, S.A. (la *Entidad Avalista*), con domicilio social en Santander, Paseo de Pereda, 9-12, entidad debidamente registrada en el Registro Especial de Bancos y Banqueros del Banco de España con el número 0049, con N.I.F. A39000013 y representada por D. Juan Antonio Tirado Rodríguez, mayor de edad, con D.N.I. número [REDACTED] con facultades suficientes para este acto en virtud de la escritura de poder general otorgada a su favor el 17 de marzo de 2021 ante el notario de Santander, D. Juan de Dios Valenzuela García, con número 762 de su protocolo, y por D. Rafael Santamaría Barnola, mayor de edad, con D.N.I. número [REDACTED] con facultades suficientes para este acto en virtud de la escritura de poder general otorgada a su favor el 10 de junio de 2004 ante el notario de Burgos, D. Jose María de Prada Díez, con número 1.440 de su protocolo, tal y como ambas han sido complementadas en virtud de la certificación emitida por la Vicesecretaría del Consejo de Administración y del Comité Ejecutivo de Riesgos de la Entidad Avalista y visada por el Presidente del Comité Ejecutivo de Riesgos de la Entidad Avalista el 20 de junio de 2022, cuyas firmas fueron legitimadas ese mismo día por el notario de Madrid, D. Rafael Martínez Die, con número 782 de su libro indicador,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO** (88.972.413,79€).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista a su domicilio en Oficina Corporativa 1500 – Aavales, calle Abelías 1, 28042 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier

disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

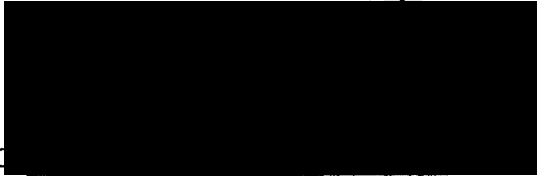
El presente aval ha sido inscrito en el registro interno de avales de la Entidad Avalista con el número IGT/1527/8109/22.

BANCO SANTANDER, S.A.

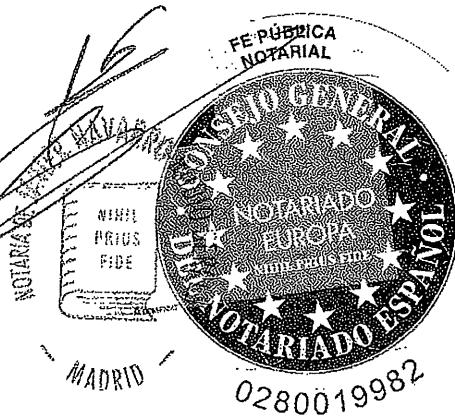
p.p.



D. Juan Antonio Tirado Rodríguez



D. Rafael Santamaría Barnola



CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por Banco Santander, S.A., sociedad válidamente constituida y existente conforme a las leyes del Reino de España, con domicilio social en Santander, Paseo de Pereda, 9-12, debidamente inscrita en el Registro Especial de Bancos y Banqueros del Banco de España con el número 0049, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) A39000013, haciendo constar expresamente que he identificado a los otorgantes, D. Juan Antonio Tirado Rodríguez, con D.N.I. número 50202773Y, y D. Rafael Santamaría Barnola, con D.N.I. número 5203949S, a quienes juzgo capaces y legitimados, los cuales han acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud de las escrituras de poder general otorgadas a su favor el día 17 de marzo de 2021, ante el notario de Santander, D. Juan de Dios Valenzuela García, con número 762 de su protocolo e inscrita en el Registro Mercantil de Cantabria al Tomo 1242 General, Folio 63, Hoja S-1960, Inscripción 4232ª, y el día 10 de junio de 2004, ante el notario de Burgos, D. Jose María de Prada Díez, con número 1.440 de su protocolo e inscrita en el Registro Mercantil de Cantabria al Tomo 770, Folio 164, Hoja S-1960, Inscripción 1261ª, respectivamente, tal y como ambas han sido complementadas en virtud de la certificación emitida por la Vicesecretaría del Consejo de Administración y del Comité Ejecutivo de Riesgos de Banco Santander, S.A. y visada por el Presidente del Comité Ejecutivo de Riesgos de Banco Santander, S.A. el 20 de junio de 2022, cuyas firmas fueron legitimadas ese mismo día por el notario de Madrid, D. Rafael Martínez Die, con número 782 de su libro indicador, cuyos originales me exhiben, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada de los intervinientes.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 192.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022

AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

La entidad **Deutsche Bank Luxembourg S.A.** (la *Entidad Avalista*), válidamente constituida y existente de conformidad con la legislación del Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio social en 2, Boulevard Konrad Adenauer, L-1115 Luxemburgo, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo, con el número de registro B 9164, con N.I.F. N1181169B y representada por D. Gregor Winkler Frank, mayor de edad, de nacionalidad alemana, titular del número de identificación de su nacionalidad L4WFRJVHW y con N.I.E. número [REDACTED], con facultades suficientes para este acto en virtud del poder especial otorgado a su favor en fecha 9 de junio de 2022 ante la notario de Luxemburgo, Dña. Léonie Grethen, debidamente notariado y apostillado con la apostilla del Convenio de la Haya,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO (88.972.413,79€)**.

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista al siguiente domicilio de Deutsche Bank A.G., Sucursal en España: Paseo de la Castellana 18, 28046 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

DEUTSCHE BANK LUXEMBOURG S.A.

p.p.



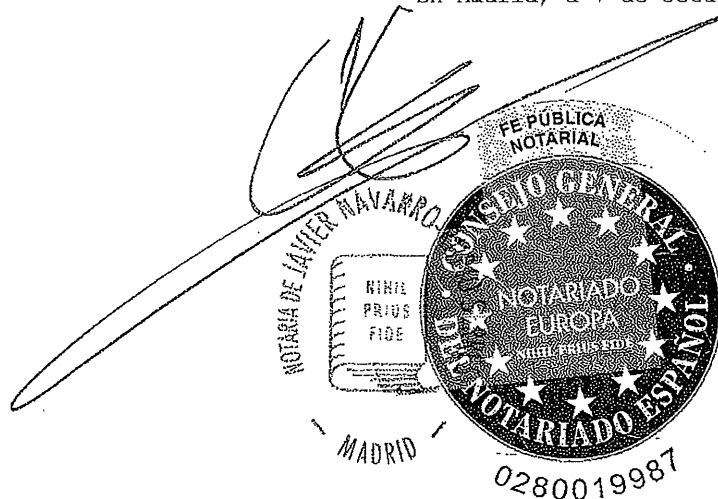
D. Gregor Winkler Frank

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por Deutsche Bank Luxembourg S.A., sociedad válidamente constituida y existente conforme a las leyes del Gran Ducado de Luxemburgo, con domicilio social en 2, Boulevard Konrad Adenauer, L-1115 Luxemburgo, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo, con el número de registro B 9164, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) N1181169B, haciendo constar expresamente que he identificado al otorgante, D. Gregor Winkler Frank, titular del número de identificación de su nacionalidad L4WFRJVHW y con N.I.E. número X2719927Q, que juzgo capaz y legitimado, el cual ha acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud del poder especial que le tiene conferido dicha sociedad, que asegura vigente, otorgado en Luxemburgo, el día 9 de junio de 2022, notarizado ante la notario de Luxemburgo, Dña. Léonie Grethen, cuyo original debidamente certificado y apostillado me exhibe, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada del interviniente.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 191

En Madrid, a 7 de octubre de 2022





AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

BNP Paribas S.A., Sucursal en España (la *Entidad Avalista*), entidad de crédito debidamente inscrita en el Registro de entidades del Banco de España con el código 0149 y en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 5.121 General, 4.271 de la Sección 3ª del Libro de Sociedades, Folio 120, Hoja 40.598, con domicilio social en calle Emilio Vargas 4, 28043 Madrid (España), con N.I.F. W00111171 y representada por D. Jaime Ignacio Rumeu de Armas Cruzat, mayor de edad, con D.N.I. número [REDACTED] con facultades suficientes para este acto en virtud de la escritura de poder general otorgada a su favor el 11 de octubre de 2018 ante el notario de Madrid, D. Javier Navarro-Rubio Serres, con número 2.475 de su protocolo, y por Dña. María Patricia Sendino Gómez, mayor de edad, con D.N.I. número [REDACTED] con facultades suficientes para este acto en virtud de la escritura de poder general otorgada a su favor el 11 de octubre de 2018 ante el notario de Madrid, D. Javier Navarro-Rubio Serres, con número 2.479 de su protocolo,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO** (88.972.413,79€).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista a su domicilio en Calle Emilio Vargas 4, 28043 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

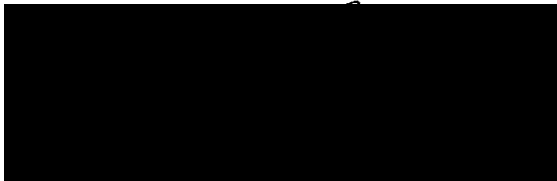
El presente aval ha sido inscrito en el registro interno de avales de la Entidad Avalista con el



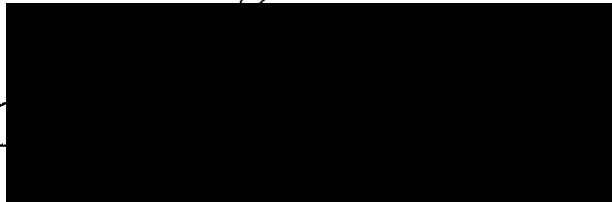
número 36.229/22.

BNP PARIBAS S.A., SUCURSAL EN ESPAÑA

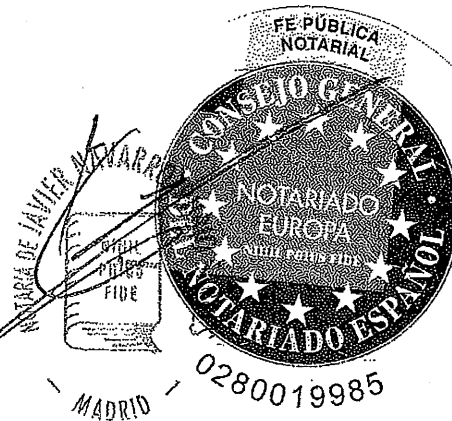
p.p.



D. Jaime Ignacio Rumeu de Armas Cruzat



Dña. María Patricia Sendino Gómez



CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por **BNP Paribas S.A., Sucursal en España**, sociedad válidamente constituida y existente conforme a las leyes del Reino de España, con domicilio social en calle Emilio Vargas 4, 28043 Madrid (España), debidamente inscrita en el Registro de entidades del Banco de España con el código 0149 y en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 5.121 General, 4.271 de la Sección 3ª del Libro de Sociedades, Folio 120, Hoja 40.598, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) W0011117I, haciendo constar expresamente que he identificado a los otorgantes, D. Jaime Ignacio Rumeu de Armas Cruzat, con D.N.I. número 00412372M, y Dña. María Patricia Sendino Gómez, con D.N.I. número 05410821W, a quienes juzgo capaces y legitimados, los cuales han acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud de las escrituras de poder general otorgadas a su favor el día 11 de octubre de 2018, ante el notario de Madrid, D. Javier Navarro-Rubio Serres, con número 2.475 de su protocolo e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 35534, Folio 215, Hoja M-40598, Inscripción 194ª, y el día 11 de octubre de 2018, ante el notario de Madrid, D. Javier Navarro-Rubio Serres, con número 2.479 de su protocolo e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 35534, Folio 217, Hoja M-40598, Inscripción 197ª, respectivamente, cuyos originales me exhiben, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada de los intervinientes.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 190.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022

AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

La entidad **UniCredit Bank AG** (la *Entidad Avalista*), válidamente constituida y existente de conformidad con la legislación de la República Federal de Alemania, con domicilio social en Arabellastrasse, 12, 81925, Múnich, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Múnich (*Amtsgericht*) con el número de registro HRB 42148, con N.I.F. N0048477D y representada por Dña. Silvia Madrid Corrales, mayor de edad, de nacionalidad española, con D.N.I. número [REDACTED] con facultades suficientes para este acto en virtud del poder especial otorgado a su favor en fecha 13 de junio de 2022 ante el notario de Múnich, D. Walter Singer, debidamente notariado y apostillado con la apostilla del Convenio de la Haya,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO** (88.972.413,79€).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista al siguiente domicilio de UniCredit, S.p.A., Sucursal en España: calle Miguel Ángel 11, 28010 Madrid, España. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

UniCredit Bank AG

p.p.



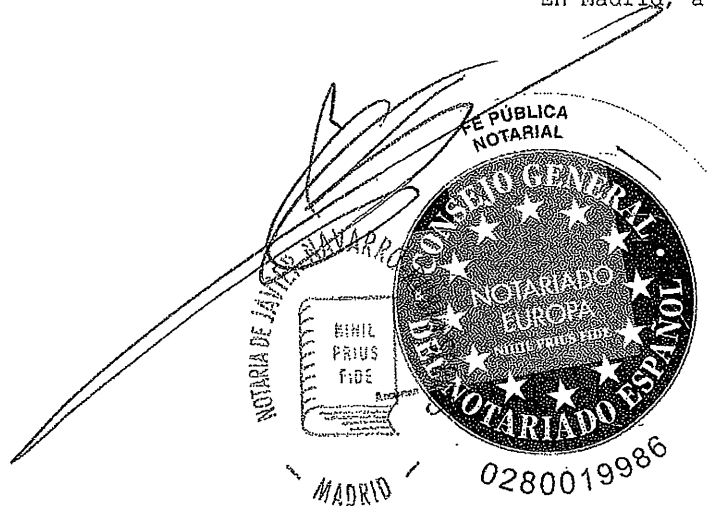
Dña. Silvia Madrid Corrales

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por UniCredit Bank AG, entidad válidamente constituida y existente de conformidad con la legislación de la República Federal de Alemania, con domicilio social en Arabellastrasse, 12, 81925, Múnich, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Múnich (Amtsgericht) con el número de registro HRB 42148, con N.I.F. N0048477D, haciendo constar expresamente que he identificado a la otorgante, Dña. Silvia Madrid Corrales, con D.N.I. número 07496125B, que juzgo capaz y legitimada, la cual ha acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud del poder especial que le tiene conferido dicha sociedad, que asegura vigente, otorgado en Múnich, el día 13 de junio de 2022, notarizado ante el notario de Múnich, D. Walter Singer, cuyo original debidamente certificado y apostillado me exhibe, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada de la interviniente.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 189.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022



AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

La entidad **Citibank Europe Plc** (la *Entidad Avalista*), válidamente constituida y existente de conformidad con la legislación de la República de Irlanda, con domicilio social en 1 North Wall Quay, Dublin 1, Irlanda, debidamente inscrita en el Registro Mercantil (*Companies Register*) de Irlanda, con el número de registro 132781, con N.I.F. N0073065E y representada por D. Jesús Casas Cardenal, mayor de edad, de nacionalidad española, con D.N.I. número [REDACTED] con facultades suficientes para este acto en virtud del poder especial otorgado a su favor en fecha 28 de septiembre de 2015 ante el notario de Dublín, D. Tom O'Connor, debidamente notariado y apostillado con la apostilla del Convenio de la Haya,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO** (88.972.413,79€).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista al siguiente domicilio de su sucursal en España: calle de José Ortega y Gasset 29, Edificio Beatriz, 28006 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

CITIBANK EUROPE PLC

n.d.

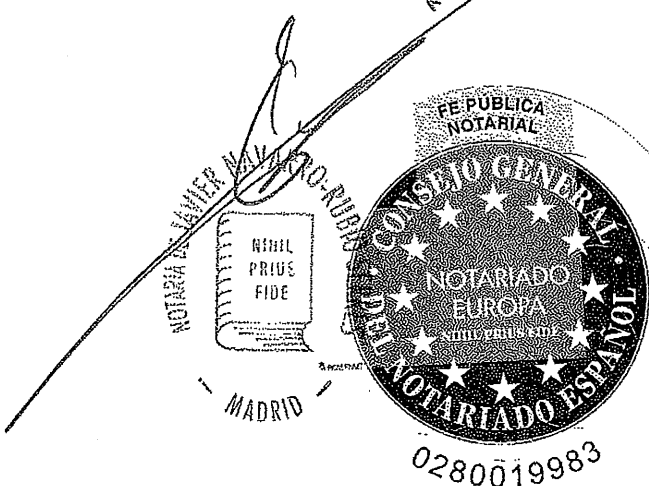
D. Jesús Casas Cardenal

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por Citibank Europe Plc, sociedad válidamente constituida y existente conforme a las leyes de la República de Irlanda, con domicilio social en 1 North Wall Quay, Dublin 1, Irlanda, debidamente inscrita en el Registro Mercantil (*Companies Register*) de Irlanda, con el número de registro 132781, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) N0073065E, haciendo constar expresamente que he identificado al otorgante, D. Jesús Casas Cardenal, con D.N.I. número 810653H, que juzgo capaz y legitimado, el cual ha acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud del poder especial que le tiene conferido dicha sociedad, que asegura vigente, otorgado en Dublín, el día 28 de septiembre de 2015, notarizado ante el notario de Dublín, D. Tom O'Connor, cuyo original debidamente certificado y apostillado me exhibe, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada del interviniente.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 487.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022





Paseo de la Castellana 189
28046 Madrid -ES
BIC: CAIXESBXXX
ID.102602 2931.33.001786-51

AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

CaixaBank, S.A. (la *Entidad Avalista*), entidad de crédito debidamente inscrita en el Registro de entidades del Banco de España con el código 2100 y en el Registro Mercantil de Valencia, Tomo 10.370, Folio 1, Hoja V-178351, con domicilio social en calle Pintor Sorolla 2-4, 46002 Valencia (España), con N.I.F. A08663619 y representada por D. Álvaro Fernández Díez, mayor de edad, con D.N.I. número [REDACTED], con facultades suficientes para este acto en virtud de la escritura de poder especial otorgada a su favor el 17 de junio de 2022 ante la notario de Barcelona, Dña. María Dolores Giménez Arbona, con número 1.590 de su protocolo,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO** (88.972.413,79€).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (*IBERCLEAR*) o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista a su domicilio en Paseo de la Castellana, 189, 28046 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

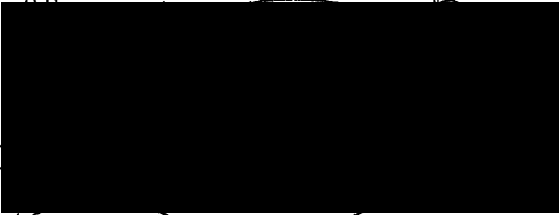
El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente aval ha sido inscrito en el registro interno de avales de la Entidad Avalista con el número 9340.03.2540391-45.

CAIXABANK, S.A.

nn



D. Álvaro Fernández Díez

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por **CaixaBank, S.A.**, sociedad válidamente constituida y existente conforme a las leyes del Reino de España, con domicilio social en calle Pintor Sorolla 2-4, 46002 Valencia (España), debidamente inscrita en el Registro de entidades del Banco de España con el código 2100 y en el Registro Mercantil de Valencia, Tomo 10.370, Folio 1, Hoja V-178351, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) A08663619, haciendo constar expresamente que he identificado al otorgante, D. Álvaro Fernández Díez, con D.N.I. número 07242872B, que juzgo capaz y legitimado, el cual ha acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud del poder especial que le tiene conferido dicha sociedad, que asegura vigente, otorgado en Barcelona, el día 17 de junio de 2022, notariado ante la notario de Barcelona, Dña. María Dolores Giménez Arbona, cuyo original me ha sido remitido por vía de la plataforma notarial SIGNO, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada del interviniente.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 487.



AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

La entidad **SMBC Bank EU AG** (la *Entidad Avalista*), válidamente constituida y existente de conformidad con la legislación de la República Federal de Alemania, con domicilio social en Neue Mainzer Straße 52-58, 60311 Frankfurt, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil del Tribunal Local (Amtsgericht) de Frankfurt, Alemania, con el número de registro HRB 110214, con N.I.F. N2765825A y representada por D. Álvaro Lecona Laborda, mayor de edad, con D.N.I. número 4 [REDACTED] y por D. Santiago Puente Pérez-Villamil, mayor de edad, con D.N.I. número [REDACTED] ambos con facultades suficientes para este acto en virtud del poder especial otorgado a su favor en fecha 28 de septiembre de 2022, ante la notario de Frankfurt, Dña. Annette Bödeker, debidamente notariado y apostillado con la apostilla del Convenio de la Haya,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO** (88.972.413,79€).

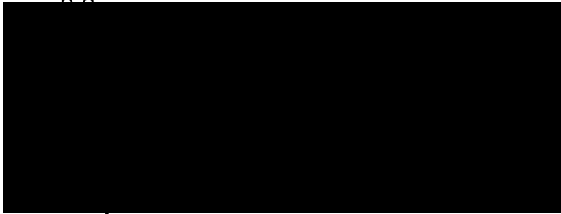
El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista al siguiente domicilio de su sucursal en España: calle Pedro Teixeira, 8, planta 4, Edificio Iberia Mart I, 28020, Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

SMBC BANK EU AG



D. Álvaro Lecona Laborda



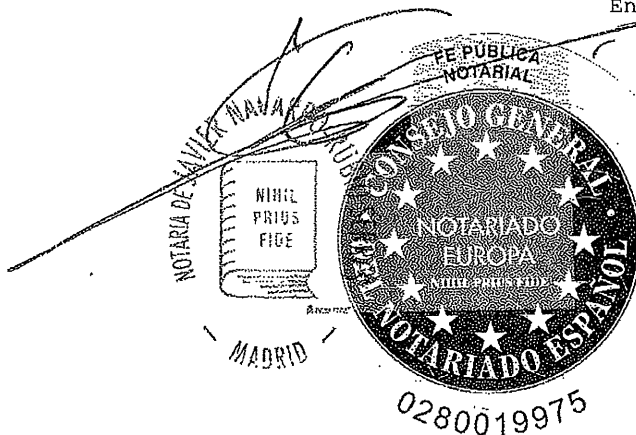
D. Santiago Puente Pérez-Villamil

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por SMBC Bank EU AG, sociedad válidamente constituida y existente conforme a las leyes de la República Federal de Alemania, con domicilio social en Neue Mainzer Straße 52-58, 60311 Frankfurt, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil del Tribunal Local (Amtsgericht) de Frankfurt, Alemania, con el número de registro HRB 110214, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) N2765825A, haciendo constar expresamente que he identificado a los otorgantes, D. Álvaro Lecona Laborda, con D.N.I. número 44142126C, y D. Santiago Puente Pérez-Villamil, con D.N.I. número 02526366T, a quienes juzgo capaces y legitimados, los cuales han acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud del poder especial que les tiene conferido dicha sociedad, que aseguran vigente, otorgado en Frankfurt, el día 28 de septiembre de 2022, notarizado ante la notario de Frankfurt, Dña. Annette Bödeker, cuyo original debidamente certificado y apostillado me exhiben, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada de los intervinientes.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 486.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022



AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

La entidad **BANK OF AMERICA, NATIONAL ASSOCIATION, FRANKFURT BRANCH / FILIALE FRANKFURT AM MAIN** (la *Entidad Avalista*), sucursal válidamente constituida y existente de conformidad con la legislación de Alemania, con domicilio social en Taunusanlage 9-10, 60329 Frankfurt, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil B (*Handelsregister B*) del Tribunal Local (*Amtsgericht*) de Frankfurt con el número de registro HRB 10311, con N.I.F. N-0243535-B y representada por D. Joaquín Monje Arroyo, mayor de edad, de nacionalidad española, con D.N.I. número [REDACTED] con facultades suficientes para este acto en virtud del poder especial otorgado a su favor en fecha 18 de mayo de 2022 ante la notario de Frankfurt, D^a. Annette Bödeker, debidamente notariado y apostillado con la apostilla del Convenio de la Haya,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **CIENTO SESENTA Y NUEVE MILLONES DOSCIENTOS CUARENTA Y OCHO MIL DOSCIENTOS SETENTA Y CINCO EUROS CON OCHENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO** (169.248.275,89€).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista al siguiente domicilio de Bank of America Europe DAC, Sucursal en España: Calle Marqués de Villamagna, 3, 28001 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier

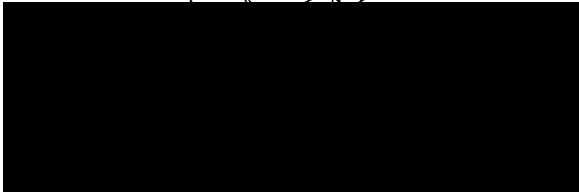
6572 GT025941/22

Bank of America, N.A., Frankfurt Branch
9-10 Taunusanlage, D-60329 Frankfurt/Main, Germany
Tel: +49 (0)69-5899-10 · Fax: +49 (0)69-58991-262
Amtsgericht, Frankfurt/Main HRB 10311
BLZ 500 109 00 · BIC BOFADEFF · V.A.T. DE 114103872

disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

**BANK OF AMERICA, NATIONAL ASSOCIATION, FRANKFURT BRANCH /
FILIALE FRANKFURT AM MAIN**

p.p.



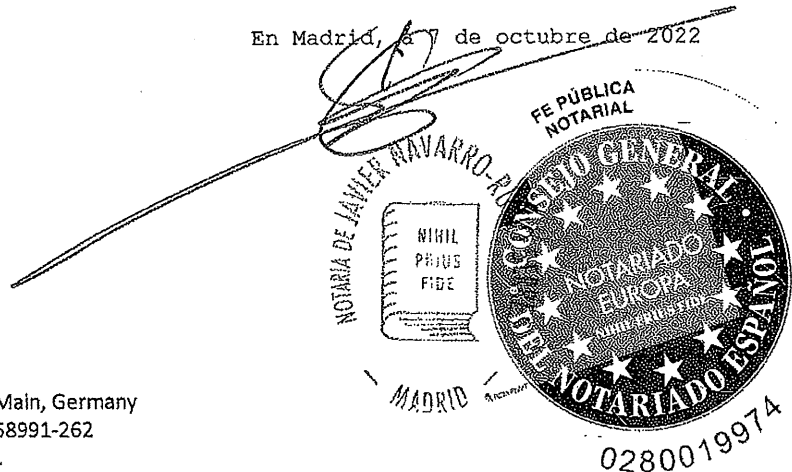
D. Joaquín Monje Arroyo

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por **BANK OF AMERICA, NATIONAL ASSOCIATION, FRANKFURT BRANCH/FILIALE FRANKFURT AM MAIN**, sucursal válidamente constituida y existente conforme a las leyes de Alemania, con domicilio social en Taunusanlage 9-10, 60329 Frankfurt, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil B (*Handelsregister B*) del Tribunal Local (*Amtsgericht*) de Frankfurt con el número de registro HRB 10311, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) N-0243535-B, haciendo constar expresamente que he identificado al otorgante, D. Joaquín Monje Arroyo, con documento nacional de identidad (DNI) número 51669422Z, que juzgo capaz y legitimado, el cual ha acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud del poder especial que le tiene conferido dicha sociedad, que asegura vigente, otorgado en Frankfurt, el día 18 de mayo de 2022, notarizado ante el notario de Frankfurt, Dña. Annette Bödeker, cuyo original debidamente certificado y apostillado me exhibe, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada del interviniente.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 485.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022



6572 GT025941/22

Bank of America, N.A., Frankfurt Branch
9-10 Taunusanlage, D-60329 Frankfurt/Main, Germany
Tel: +49 (0)69-5899-10 · Fax: +49 (0)69-58991-262
Amtsgericht, Frankfurt/Main HRB 10311
BLZ 500 109 00 · BIC BOFADEFF · V.A.T. DE 114103872

AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (la *Entidad Avalista*), entidad de crédito debidamente inscrita en el Registro de entidades del Banco de España con el código 0182 y en el Registro Mercantil de Vizcaya, Tomo 2.083, Folio 1, Hoja BI-17-A, inscripción 1ª, con domicilio social en Plaza San Nicolás 4, 48005 Bilbao (España), con N.I.F. A48265169 y representada por D. Álvaro García-Riestra Rodríguez-Marina, mayor de edad, con D.N.I. número [REDACTED], con facultades suficientes para este acto en virtud de la escritura de elevación a público de acuerdos sociales otorgada el 22 de diciembre de 2014 ante el notario de Madrid, D. Carlos Rives Gracia, con número 2.992 de su protocolo, y por Dña. Eugenia Isabel Rubio Basarrate, mayor de edad, con D.N.I. número [REDACTED], con facultades suficientes para este acto en virtud de la escritura de elevación a público de acuerdos sociales otorgada el 11 de octubre de 2019 ante el notario de Madrid, D. Rodrigo Tena Arregui, con número 1.901 de su protocolo,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO (88.972.413,79€)**.

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista a su domicilio en Paseo de Recoletos 10, Ala Sur, Pl. Sótano, 28001 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier

disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente aval ha sido inscrito en el registro interno de avales de la Entidad Avalista con el número 0182001057180.

BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.

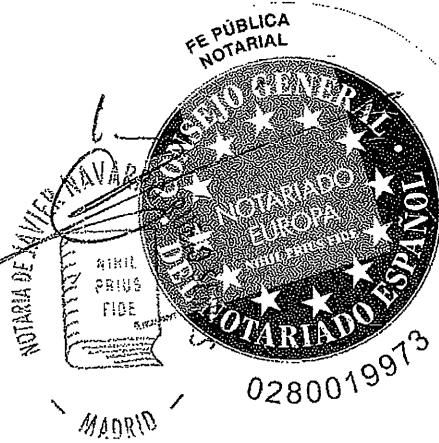
p.p.

[Redacted signature area]

D. Álvaro García-Riestra Rodríguez-Marina

[Redacted signature area]

Dña. Eugenia Isabel Rubio Basarrate



CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por **Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.**, sociedad válidamente constituida y existente conforme a las leyes del Reino de España, con domicilio social en Plaza San Nicolás 4, 48005 Bilbao (España), debidamente inscrita en el Registro de entidades del Banco de España con el código 0182 y en el Registro Mercantil de Vizcaya, Tomo 2.083, Folio 1, Hoja BI-17-A, inscripción 1ª, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) A48265169, haciendo constar expresamente que he identificado a los otorgantes, D. Álvaro García-Riestra Rodríguez-Marina, con D.N.I. número 51110848H, y Dña. Eugenia Isabel Rubio Basarrate, con D.N.I. número 16080843W, a quienes juzgo capaces y legitimados, los cuales han acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud de las escrituras de poder general otorgadas a su favor el día 22 de diciembre de 2014, ante el notario de Madrid, D. Carlos Rives Gracia, con número 2.992 de su protocolo e inscrita en el Registro Mercantil de Vizcaya al Tomo 5488, Folio 55, Hoja BI-17-A Inscripción 3226ª, y el día 11 de octubre de 2019, ante el notario de Madrid, D. Rodrigo Tena Arregui, con número 1.901 de su protocolo e inscrita en el Registro Mercantil de Vizcaya al Tomo 5853, Folio 123, Hoja BI-17-A, Inscripción 3998ª, respectivamente, cuyos originales me exhiben, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada de los intervinientes.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 184.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022

AVAL N° LG5147722000109

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

La entidad **BANK OF CHINA LIMITED Zweigniederlassung Frankfurt am Main Frankfurt Branch** (la *Entidad Avalista*), sucursal válidamente constituida y existente de conformidad con la legislación de la República Federal Alemana, con domicilio social en Bockenheimer Landstraße 24, 60323 Fráncfort del Meno, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Fráncfort del Meno con el número de registro HRB 30131, con N.I.F. N0180200H y representada por D. Santiago Torrejón Luna, mayor de edad, de nacionalidad española, con D.N.I. número [REDACTED], con facultades suficientes para este acto en virtud del poder especial otorgado a su favor en fecha 15 de junio de 2022 ante la notario de Fráncfort del Meno, Dña. Annette Bödeker, debidamente notariado y apostillado con la apostilla del Convenio de la Haya,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO** (88.972.413,79€).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista y remitido al siguiente domicilio de su representante legal en España a estos efectos, Afiens Legal, S.L.P.: Calle de Maldonado, 4, Bajo D, 28006 Madrid, España. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

BANK OF CHINA LIMITED Zweigniederlassung Frankfurt am Main Frankfurt Branch
p.p.



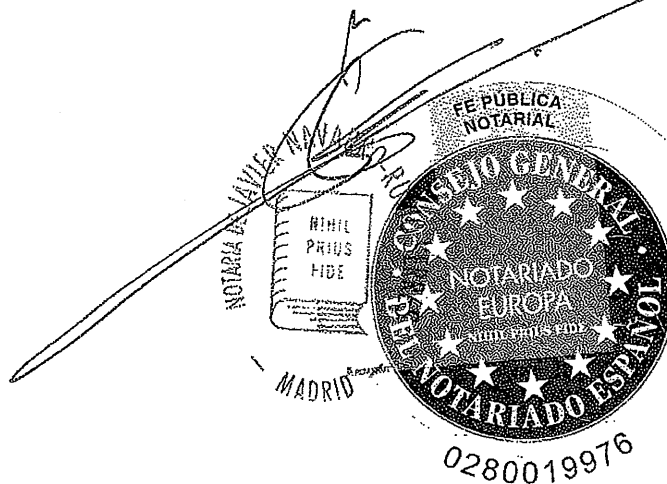
D. Santiago Torrejón Luna

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por BANK OF CHINA LIMITED Zweigniederlassung Frankfurt am Main Frankfurt Branch, sucursal válidamente constituida y existente conforme a las leyes de la República Federal de Alemania, con domicilio social en Bockenheimer Landstraße 24, 60323 Fráncfort del Meno, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Fráncfort del Meno con el número de registro HRB 30131, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) N0180200H, haciendo constar expresamente que he identificado al otorgante, D. Santiago Torrejón Luna, con D.N.I. número 05317829E, que juzgo capaz y legitimado, el cual ha acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud del poder especial que le tiene conferido dicha sociedad, que asegura vigente, otorgado en Fráncfort del Meno, el día 15 de junio de 2022, notarizado ante la notario de Fráncfort del Meno, Dña. Annette Bödeker, cuyo original debidamente certificado y apostillado me exhibe, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada del interviniente.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 183.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022



AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

La entidad **Credit Suisse (Deutschland) AG** (la *Entidad Avalista*), válidamente constituida y existente de conformidad con la legislación de la República Federal de Alemania; con domicilio social en Taunustor 1, 60310 Fráncfort del Meno, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Fráncfort del Meno con el número de registro 44312, con N.I.F. N2766004B y representada por Dña. Sabela Losada Sánchez, mayor de edad, de nacionalidad española, con D.N.I. número [REDACTED], con facultades suficientes para este acto en virtud del poder especial otorgado a su favor en fecha 17 de junio de 2022 ante el notario de Fráncfort del Meno, Dr. Jochen Scheel, debidamente notariado y apostillado con la apostilla del Convenio de la Haya,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO** (88.972.413,79€).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

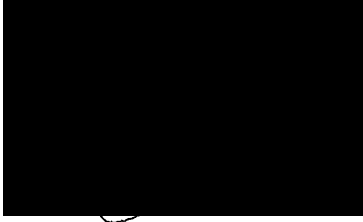
El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista al siguiente domicilio de Credit Suisse AG, Sucursal en España: Calle Ayala 42, 3ª Planta, 28001 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

Credit Suisse (Deutschland) AG

p.p.



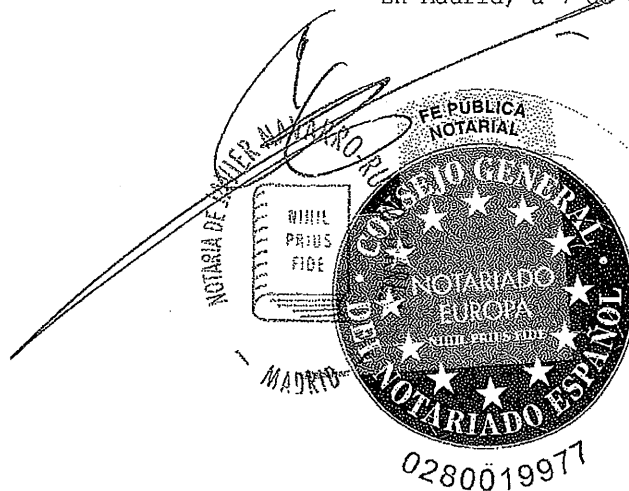
Dña. Sabela Losada Sánchez

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por Credit Suisse (Deutschland) AG, entidad válidamente constituida y existente conforme a las leyes de la República Federal de Alemania, con domicilio social en Taunustor 1, 60310 Fráncfort del Meno, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Fráncfort del Meno con el número de registro 44312, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) N2766004B, haciendo constar expresamente que he identificado a la otorgante, Dña. Sabela Losada Sánchez, con D.N.I. número 34275693N, que juzgo capaz y legitimada, la cual ha acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud del poder especial que le tiene conferido dicha sociedad, que asegura vigente, otorgado en Fráncfort del Meno, el día 17 de junio de 2022, notarizado ante el notario de Fráncfort del Meno, Dr. Jochen Scheel, cuyo original debidamente certificado y apostillado me exhibe, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada de la interviniente.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 182.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022



AVAL N° OGT5062SWE

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

La entidad **Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ)** (la *Entidad Avalista*), válidamente constituida y existente de conformidad con la legislación del Reino de Suecia, con domicilio social en Kungsträdgårdsgatan 8, SE-106 40 Estocolmo, Suecia, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Bolagsverket con el número de registro 502032-9081, con N.I.F. N0302155G y representada por D. Guillermo Rafael Llamas Camacho, mayor de edad, de nacionalidad española, con D.N.I. número [REDACTED], con facultades suficientes para este acto en virtud del poder especial otorgado a su favor en fecha 15 de junio de 2022 ante el notario de Estocolmo, D. Rickard Grönstedt, debidamente notarizado y apostillado con la apostilla del Convenio de la Haya,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO** (88.972.413,79€).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista y remitido al siguiente domicilio de su representante legal en España a estos efectos, Afiens Legal, S.L.P.: Calle de Maldonado, 4, Bajo D, 28006 Madrid, España. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ)

p.p.



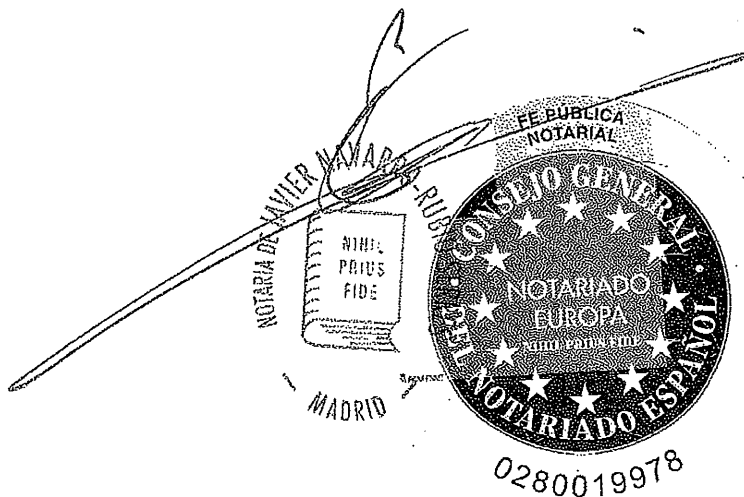
D. Guillermo Rafael Llamas Camacho

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por **Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ)**, sociedad válidamente constituida y existente conforme a las leyes del Reino de Suecia, con domicilio social en Kungsträdgårdsgatan 8, SE-106 40 Estocolmo, Suecia, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Bolagsverket con el número de registro 502032-9081, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) N0302155G, haciendo constar expresamente que he identificado al otorgante, D. Guillermo Rafael Llamas Camacho, con D.N.I. número 05455908D, que juzgo capaz y legitimado, el cual ha acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud del poder especial que le tiene conferido dicha sociedad, que asegura vigente, otorgado en Estocolmo, el día 15 de junio de 2022, notariado ante el notario de Estocolmo, D. Rickard Grönstedt, cuyo original debidamente certificado y apostillado me exhibe, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada del interviniente.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 131.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022



AVAL

En Madrid, a 7 de octubre de 2022.

La entidad **Standard Chartered Bank AG** (la *Entidad Avalista*), válidamente constituida y existente de conformidad con la legislación de la República Federal de Alemania, con domicilio social en Taunusanlage 16, 60325 Fráncfort del Meno, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil B del Tribunal Local (*Amtsgericht*) con el número de registro HRB 108109, con N.I.F. N0117610F y representada por D. Alberto Conesa Alonso, mayor de edad, de nacionalidad española, con D.N.I. número [REDACTED] con facultades suficientes para este acto en virtud del poder especial otorgado a su favor en fecha 14 de junio de 2022 ante el notario de Fráncfort del Meno, Dña. Sabine Funke, debidamente notarizado y apostillado con la apostilla del Convenio de la Haya,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (la *CNMV*), y en beneficio de los accionistas de la sociedad **SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.** (la *Compañía*) que acepten la oferta pública de adquisición (la *Oferta*) formulada por la sociedad **SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG**, con domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania, e inscrita en el Registro Mercantil de Múnich con el número de registro HRA 111200 (el *Oferente*), las obligaciones de pago en efectivo asumidas por el Oferente en la Oferta, cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la CNMV, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **OCHENTA Y OCHO MILLONES NOVECIENTOS SETENTA Y DOS MIL CUATROCIENTOS TRECE EUROS CON SETENTA Y NUEVE CÉNTIMOS DE EURO** (88.972.413,79€).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la CNMV, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista y remitido al siguiente domicilio de su representante legal en España a estos efectos, Afiens Legal, S.L.P.: Calle de Maldonado, 4, Bajo D, 28006 Madrid, España. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

Standard Chartered Bank AG



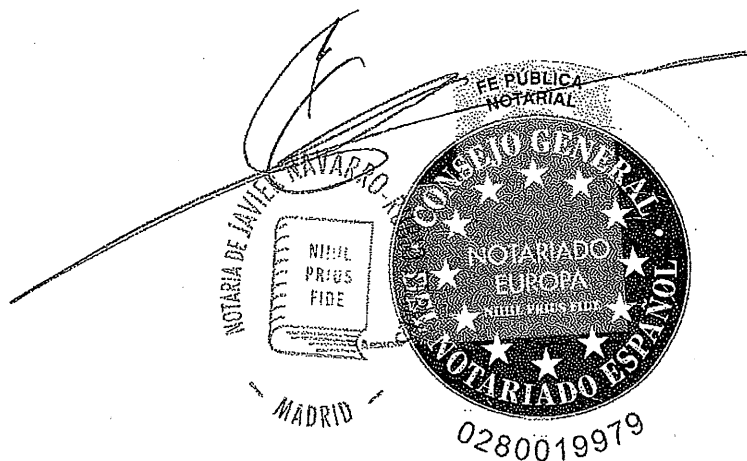
D. Alberto Conesa Alonso

CON MI INTERVENCIÓN, yo Javier Navarro-Rubio Serres, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en esta capital, con el alcance del Artículo 197 quater del Reglamento Notarial y, en consecuencia, en cuanto a la identidad, capacidad, legitimación del firmante y consentimiento prestado al contenido del presente aval por **Standard Chartered Bank AG**, sociedad válidamente constituida y existente conforme a las leyes de la República Federal de Alemania, con domicilio social en Taunusanlage 16, 60325 Fráncfort del Meno, Alemania, debidamente inscrita en el Registro Mercantil B del Tribunal Local (*Amtsgericht*) con el número de registro HRB 108109, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) N0117610F, haciendo constar expresamente que he identificado al otorgante, D. Alberto Conesa Alonso, con D.N.I. número 02309343M, que juzgo capaz y legitimado, el cual ha acreditado a mi juicio facultades representativas suficientes para el presente aval, en virtud del poder especial que le tiene conferido dicha sociedad, que asegura vigente, otorgado en Fráncfort del Meno, el día 14 de junio de 2022, notarizado ante la notario de Fráncfort del Meno, Dña. Sabine Funke, cuyo original debidamente certificado y apostillado me exhibe, dejando constancia expresa asimismo yo, el Notario, de que el consentimiento ha sido libremente prestado y que el otorgamiento del aval se adecua a la legalidad y a la voluntad debidamente informada del interviniente.

No se procede a la identificación de titular real por tratarse de una entidad financiera.

Este documento de aval consta de un folio el cual rubrico y sello con el de mi Notaría y queda registrado en la Sección B de mi Libro Registro, asiento 180.

En Madrid, a 7 de octubre de 2022



ANEXO 14

Modelo del anuncio de la Oferta.

ANUNCIO DE LA OFERTA PÚBLICA VOLUNTARIA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES QUE FORMULA SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG SOBRE LA TOTALIDAD DE LAS ACCIONES REPRESENTATIVAS DEL CAPITAL SOCIAL DE SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (la *CNMV*) ha autorizado con fecha [●] de [●] de 2022 la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones formulada por Siemens Energy Global GmbH & Co.KG (el *Oferente* o *Siemens Energy Global*), una filial íntegramente participada por Siemens Energy AG (*Siemens Energy*, y junto con sus filiales, el *Grupo Siemens Energy*), sobre todas las acciones representativas del capital social de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A. (la *Sociedad Afectada* o *Siemens Gamesa*) (la *Oferta*).

La referida Oferta se rige por la Ley del Mercado de Valores, cuyo texto refundido fue aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (la *Ley del Mercado de Valores*), por el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el *Real Decreto 1066/2007*) y demás legislación aplicable.

A continuación, de acuerdo con lo establecido en el artículo 22 del Real Decreto 1066/2007, se incluyen los datos esenciales de la Oferta que constan en el folleto explicativo de la misma (el *Folleto Explicativo*).

El Folleto Explicativo y la documentación que lo acompaña estarán a disposición de los interesados en las siguientes direcciones a más tardar desde el día siguiente a la publicación del primero de los anuncios a que se refiere el artículo 22.1 del Real Decreto 1066/2007:

Entidad	Dirección
Comisión Nacional del Mercado de Valores	
CNMV Madrid	Calle Edison 4, Madrid
CNMV Barcelona	Calle Bolivia 56, 08018, Barcelona
Sociedades Rectoras de las Bolsas de los Valores	
Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid	Plaza de la Lealtad 1, Madrid
Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona	Paseo de Gracia 19, Barcelona
Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Bilbao	Calle José María Olabarri, Bilbao
Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia	Calle del Pintor Sorolla 23, Valencia
Siemens Energy Global y Siemens Gamesa	
Siemens Energy Global	Otto-Hahn-Ring 6, Munich, Alemania
Siemens Gamesa	Parque Tecnológico de Bizkaia, Edificio 222, Zamudio, Vizcaya, España

Asimismo, el Folleto Explicativo y sus Anexos estarán disponibles en las páginas web de Siemens Gamesa y Siemens Energy, y en la de la CNMV al menos a partir del día siguiente al de la publicación del primero de los anuncios de la Oferta a que se refiere el artículo 22.1 del Real Decreto 1066/2007.

1. SOCIEDAD AFECTADA

La Sociedad Afectada es Siemens Gamesa, sociedad anónima de nacionalidad española, con domicilio social en el Parque Tecnológico de Bizkaia, Edificio 222, Zamudio, Vizcaya (España), con número de identificación fiscal (N.I.F.) A-01011253.

Siemens Gamesa es una filial del Grupo Siemens Energy.

El capital social de Siemens Gamesa es de 115.794.374,94 euros, representado por 681.143.382 acciones ordinarias, de 0,17 euros de valor nominal cada una de ellas, pertenecientes a una misma y única clase y serie, con idénticos derechos políticos y económicos, totalmente suscritas y desembolsadas y representadas mediante anotaciones en cuenta. Las acciones de Siemens Gamesa están admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, a través del SIBE y Siemens Gamesa forma parte del índice Ibex 35.

Para más información sobre la Sociedad Afectada, véase el apartado 1.3 del Folleto Explicativo.

2. OFERENTE

El Oferente es Siemens Energy Global, una sociedad limitada alemana (*Kommanditgesellschaft*) constituida bajo derecho alemán. Está inscrita en el registro mercantil (*Handelsregister*) del tribunal local (*Amtsgericht*) de Múnich con el número de registro HRA 111200 y tiene su domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania. Las acciones de Siemens Energy Global no cotizan en ningún mercado de valores

El Oferente está íntegramente participado por Siemens Energy, una sociedad anónima alemana (*Aktiengesellschaft*) constituida bajo derecho alemán. Está inscrita en el registro mercantil del tribunal local de Múnich con el número de registro HRB 252581 y tiene su domicilio social en Otto-Hahn-Ring 6, 81739 Múnich, Alemania. Siemens Energy, a través de sus filiales, opera a lo largo de toda la cadena de valor de la tecnología y los servicios energéticos, con una oferta de productos, soluciones y servicios completa y diferenciada.

A los efectos de los artículos 5 y 131 de la Ley del Mercado de Valores y del artículo 42 del Código de Comercio, Siemens Gamesa está controlada por Siemens Energy a través de su filial Siemens Energy Global. Asimismo, a los efectos del artículo 4 del Real Decreto 1066/2007, Siemens Energy tiene, a través de Siemens Energy Global, una participación de control en Siemens Gamesa. Para más información sobre el Oferente, véase el apartado 1.4 del Folleto Explicativo.

3. ACCIONES DE SIEMENS GAMESA PERTENECIENTES AL GRUPO SIEMENS ENERGY

Siemens Energy Global, que está controlada por Siemens Energy, es titular de 456.851.883 acciones de Siemens Gamesa, representativas del 67,07% de su capital social y del 67,10% de sus derechos de voto, excluyendo las acciones en autocartera. Siemens Gamesa dispone de 320.602 acciones en autocartera, que representan el 0,05% de su capital social. Ninguna otra compañía perteneciente al Grupo Siemens Energy es titular, directa o indirectamente, de acciones de Siemens Gamesa.

Adicionalmente, el Oferente, y en última instancia Siemens Energy, se atribuye bajo los criterios de cómputo del artículo 5.1.a) del Real Decreto 1066/2007, los derechos de voto de las

167.302 acciones de Siemens Gamesa, representativas del 0,02% de los derechos de voto de Siemens Gamesa, titularidad de 65 miembros de los órganos de administración de las sociedades del Grupo Siemens Energy, incluyendo la propia Siemens Gamesa y sus filiales, con el detalle que figura en el Anexo 9 del Folleto Explicativo.

Por lo tanto, el porcentaje de derechos de voto atribuibles al Oferente, y en última instancia a Siemens Energy, a los efectos del artículo 5 del Real Decreto 1066/2007 es 67,13% (excluyendo las acciones en autocartera) correspondiente a 457.019.185 acciones de Siemens Gamesa.

4. OPERACIONES CON ACCIONES DE SIEMENS GAMESA

Según el leal saber y entender de Siemens Energy Global tras haber realizado las comprobaciones oportunas, en los 12 meses anteriores a la fecha del anuncio previo de la Oferta el 21 de mayo 2022 y hasta la fecha del Folleto Explicativo, 15 miembros de los órganos de dirección, administración y gestión del Grupo Siemens Energy adquirieron en mercado un total de 20.263 acciones de Siemens Gamesa representativas del 0,003% del capital social. Los precios de adquisición oscilaron entre un mínimo de 12,67 euros y un máximo de 23,53 euros por acción. Asimismo, 15 miembros transmitieron en el mercado un total de 56.424 acciones de Siemens Gamesa representativas del 0,008% del capital social. De dichas operaciones, las adquisiciones y transmisiones de acciones de Siemens Gamesa a precio superior al de la Oferta ascienden a 7.381 y 40.642 acciones, respectivamente.

Al margen de lo anterior y de las operaciones con acciones de Siemens Gamesa derivadas de los planes de incentivos que se enumeran en las partes B y C del Anexo 10 del Folleto Explicativo, en los 12 meses anteriores a la fecha del anuncio previo del 21 de mayo de 2022 y hasta la fecha del Folleto Explicativo, ni Siemens Energy ni ninguna sociedad de su grupo, incluyendo a Siemens Gamesa y sus filiales, ni conforme al leal saber y entender del Oferente y hechas las oportunas comprobaciones, ninguna persona que pudiera considerarse que actúa de forma concertada con cualquiera de ellas o cuyos derechos de voto se atribuyan a Siemens Energy a los efectos del Real Decreto 1066/2007, han realizado ni acordado realizar directa o indirectamente, ninguna operación con acciones de Siemens Gamesa ni con valores o instrumentos financieros que den derecho a la compraventa o suscripción de acciones de Siemens Gamesa.

5. VALORES A LOS QUE SE DIRIGE LA OFERTA

La Oferta es de tipo voluntario y se dirige a todas las acciones de Siemens Gamesa, salvo las 456.851.883 acciones titularidad de Siemens Energy Global, representativas de un 67,07% del capital social de Siemens Gamesa, que se encuentran inmovilizadas.

Por lo tanto, la Oferta se dirige de manera efectiva a la adquisición de 224.291.499 acciones de Siemens Gamesa, representativas del 32,93% de su capital social, que, sumadas a las ostendidas por Siemens Energy Global, representan el 100% del capital social de Siemens Gamesa.

6. CONTRAPRESTACIÓN OFRECIDA

La Oferta se formula como una compraventa de acciones. La contraprestación ofrecida por Siemens Energy Global a los titulares de acciones de Siemens Gamesa es de 18,05 euros en efectivo por cada acción de Siemens Gamesa (el *Precio de la Oferta*). En consecuencia, el

importe total máximo a desembolsar por Siemens Energy Global asciende a 4.048.461.556,95 euros.

El Precio de la Oferta se abonará íntegramente en efectivo.

Siemens Energy Global considera que la contraprestación ofrecida reúne las condiciones de precio equitativo, de conformidad con las normas previstas en los artículos 130 de la Ley del Mercado de Valores y 9 del Real Decreto 1066/2007, y que cumple, asimismo, lo dispuesto en los apartados 5 y 6 del artículo 10 del Real Decreto 1066/2007.

Siemens Energy Global aporta un informe de valoración emitido por PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocio, S.L. como experto independiente en el que ha aplicado los métodos de valoración del artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 (el *Informe de Valoración*).

El Precio de la Oferta se encuentra dentro del rango de valores de la conclusión de dicho Informe de Valoración, por lo que el Oferente considera que se encuentra justificado a los efectos del procedimiento de exclusión con excepción de oferta de exclusión del artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007.

Con respecto al artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, el Oferente hace constar que en los 12 meses previos a la fecha del anuncio previo de la Oferta publicado el 21 de mayo 2022 y hasta la fecha del Folleto Explicativo, las únicas operaciones con acciones de Siemens Gamesa han sido realizadas por las personas a las que se refiere el apartado 1.7 del Folleto Explicativo.

Respecto a las operaciones con acciones de Siemens Gamesa realizadas en el mercado por consejeros de varias filiales del Grupo Siemens Energy a precios superiores al de la Oferta que se detallan en el mencionado apartado 1.7 del Folleto Explicativo, el Oferente manifiesta que no ha tenido en cuenta los precios de estas operaciones para la determinación del Precio de la Oferta por tratarse de adquisiciones privadas (no vinculadas en modo alguno con el Oferente) realizadas por personas que no actúan en concierto con el Oferente.

Por los motivos indicados en el Folleto Explicativo, el Oferente considera que se trata de operaciones por un volumen no significativo en términos relativos y realizadas en el mercado abierto al precio de la acción correspondiente en ese momento, por lo que resulta de aplicación lo previsto en el artículo 9.4.d) del Real Decreto 1066/2007.

Para más información, véase el apartado 2.2 del Folleto Explicativo.

7. CONDICIONES A LAS QUE ESTÁ SUJETA LA OFERTA

La Oferta no está sujeta a condición alguna.

8. GARANTÍAS Y FINANCIACIÓN DE LA OFERTA

8.1 Garantías constituidas por el Oferente

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 15 del Real Decreto 1066/2007, y con el objetivo de garantizar el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la Oferta, Siemens Energy Global ha presentado a la CNMV la documentación acreditativa de la constitución de las siguientes garantías: (i) veinte (20) avales emitidos por un importe agregado de 1.940.000.000 de euros (los *Avales*); y (ii) un depósito de efectivo indisponible en Banco Santander, S.A. por

un importe de 2.108.461.556,96 euros, procedente de fondos propios previamente disponibles (1.148.461.556,96 euros) y de fondos procedentes de una emisión de bonos obligatoriamente convertibles realizada el 6 de septiembre de 2022 por Siemens Energy Finance B.V. por un importe total de 960.000.000 euros que fue colocada entre inversores institucionales (los **Bonos Convertibles**) (el **Depósito en Efectivo**).

El Depósito de Efectivo tiene la consideración de garantía financiera a los efectos del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, quedando, por ende, sujetos al régimen jurídico previsto en la citada norma y, en particular, a lo previsto en el apartado cuarto del artículo decimoquinto del citado Real Decreto-ley.

El importe conjunto de los Avaes y del Depósito de Efectivo cubre la totalidad de la contraprestación en efectivo de la Oferta que asciende a 4.048.461.556,95 euros.

8.2 Financiación de la Oferta

Siemens Energy Global atenderá al pago de parte de la contraprestación de la Oferta en la fecha de liquidación, en primer lugar, con los fondos propios previamente disponibles y los fondos procedentes de la emisión de los Bonos Convertibles, ya disponibles y depositados en el Depósito de Efectivo, y el resto con financiación externa con un contrato de financiación puente por un importe de 1.940.000.000 de euros.

La financiación de la Oferta se describe con mayor detalle en los apartados 2.5.2 y 2.5.3 del Folleto Explicativo.

9. FINALIDAD DE LA OPERACIÓN

9.1 INTENCIONES DEL OFERENTE EN RELACIÓN CON LA OPERACIÓN

El objetivo de Siemens Energy al formular la Oferta a través de Siemens Energy Global es la adquisición de la totalidad de las acciones de Siemens Gamesa que no sean propiedad del Oferente, con la intención de excluir las acciones de Siemens Gamesa de cotización tras la liquidación de la Oferta siempre que se alcance una participación de al menos el 75% del capital social.

Tras la Oferta y cualquiera que sea su resultado, el Oferente tiene la intención de conseguir una mayor alineación estratégica entre el Grupo Siemens Gamesa y el Grupo Siemens Energy, al que pertenece Siemens Gamesa, con el fin de mejorar la gestión general de sus operaciones mediante la consecución de los objetivos y la implementación de las medidas que se detallan en el Folleto Explicativo. Más información sobre dichos objetivos, medidas y sinergias estimadas pueden encontrarse en el apartado 4.1 del Folleto Explicativo.

9.2 PLANES ESTRATÉGICOS E INTENCIONES RESPECTO DE LAS ACTIVIDADES FUTURAS DE SIEMENS GAMESA Y LA LOCALIZACIÓN DE SUS CENTROS DE ACTIVIDAD

El Oferente tiene previsto mantener la estrategia actual de Siemens Gamesa en el marco de la estrategia global del Grupo Siemens Energy al que ya pertenece con las adaptaciones que en su caso sean necesarias para adaptarla a un entorno macroeconómico y de mercado rápidamente cambiante así como las que se deriven de la integración descrita en el apartado 4.1 del Folleto

Explicativo, incluyendo en particular las iniciativas relativas a la aproximación conjunta a clientes y proveedores, alineación de presupuestos de IT y digitalización, integración de redes de servicios y logísticas y una gestión de capital más eficiente. Además, Siemens Gamesa seguirá con la ejecución y el desarrollo del anunciado programa “Mistral”, cuyo objetivo es, entre otros, revisar el actual modelo operativo, simplificando y aligerando la organización. Las medidas adoptadas en el marco del programa “Mistral” podrían dar lugar a cambios en las actividades futuras derivados de las potenciales desinversiones de activos no estratégicos a las que se refiere el apartado 4.4.1 del Folleto Explicativo o en la localización y/o cierre de los centros de actividad a medida que Siemens Gamesa ajuste su presencia y la capacidad de fabricación a las demandas del mercado.

Todo lo anterior y la evolución del negocio podría dar lugar a cambios en las actividades futuras de Siemens Gamesa y en la localización de sus centros de actividad.

9.3 PLANES ESTRATÉGICOS E INTENCIONES RESPECTO AL PERSONAL Y DIRECTIVOS DE SIEMENS GAMESA

Siemens Energy analizará las condiciones de trabajo en Siemens Gamesa y considerará alternativas para alinear la política de recursos humanos de Siemens Gamesa con la de Siemens Energy, lo que podría dar lugar a cambios en las condiciones laborales de empleados y directivos de Siemens Gamesa.

En relación con el mantenimiento de los puestos de trabajo de empleados y directivos de Siemens Gamesa y sus filiales, el Oferente hace constar que contempla la posibilidad de realizar algún ajuste a la plantilla del Grupo Siemens Gamesa como parte de la integración referida en el apartado 4.1 anterior, adicional al ajuste anunciado por Siemens Gamesa el pasado 29 de septiembre de 2022 en el marco del programa estratégico Mistral, que contempla una serie de iniciativas para mejorar el rendimiento de Siemens Gamesa como resultado de las cuales unas 2.900 posiciones se verán afectadas en todo el mundo quedando el detalle de los países afectados pendiente de definición en las negociaciones con los comités de empresa. Siemens Gamesa colaborará con los representantes de los trabajadores para minimizar el impacto del ajuste priorizando las salidas voluntarias y recolocaciones. El período de negociación ha comenzado en octubre de 2022. Los cambios en la plantilla se ejecutarán en función del resultado de las negociaciones con los comités de empresa, a más tardar antes del ejercicio 2025.

9.4 PLANES RELATIVOS A LA UTILIZACIÓN O DISPOSICIÓN DE ACTIVOS DE SIEMENS GAMESA; VARIACIONES PREVISTAS EN SU ENDEUDAMIENTO FINANCIERO NETO

Siemens Energy Global tiene la intención de mantener la cartera de activos de Siemens Gamesa en el largo plazo, si bien la evaluación de dicha cartera realizada por Siemens Gamesa como parte del programa estratégico Mistral podría dar lugar a potenciales desinversiones de ciertos activos que se consideren no estratégicos.

La deuda financiera neta de Siemens Gamesa (incluidos los pasivos por arrendamiento) a fecha de cierre del ejercicio 2021/2022 finalizado el 30 de septiembre de 2021 asciende a 207 millones de euros. La deuda financiera neta a 31 de marzo de 2022, según sus estados financieros intermedios, asciende a 2.275 millones de euros.

La posición de deuda financiera neta a 30 de junio de 2022 se debe a las necesidades de financiación derivadas del contexto actual de pérdidas en Siemens Gamesa. No obstante, el Oferente prevé que, una vez se normalice la situación a largo plazo, la posición financiera neta será nuevamente positiva (esto es, que la compañía tenga más caja que deuda financiera), tal como venía ocurriendo en ejercicios anteriores y es habitual en el sector en el que opera Siemens Gamesa. En el corto plazo, tras la Oferta, Siemens Energy considera que el actual endeudamiento podría requerir fortalecer el balance de Siemens Gamesa, y tiene previsto la revisión de los contratos de financiación actuales de Siemens Gamesa y la evaluación de medidas de integración de las actuales estructuras de gestión de tesorería de Siemens Energy y Siemens Gamesa con el fin de mejorar la asignación de capital y la eficiencia financiera dentro del grupo y aliviar vía financiación intragrupo posibles tensiones de tesorería a las que las sociedades del grupo (incluida Siemens Gamesa) puedan verse expuestas como consecuencia de la evolución de su negocio.

Siemens Energy sigue comprometido en mantener a nivel del grupo consolidado una calificación crediticia de *investment grade*.

9.5 REESTRUCTURACIONES SOCIETARIAS

El Oferente analizará la viabilidad y conveniencia de llevar a cabo la integración jurídica de Siemens Gamesa y Siemens Energy acometiendo reestructuraciones societarias (fusiones, escisiones, modificaciones estructurales, ampliaciones o reducciones de capital) que afecten a ambas compañías y que contribuyan a simplificar la estructura organizativa del Grupo Siemens Energy.

No existe ninguna decisión tomada sobre una operación de esa naturaleza y, en cualquier caso, podría mantenerse la estructura actual tras la Oferta, en particular, en el supuesto en que no se produzca la exclusión de negociación de las acciones de Siemens Gamesa y en el supuesto de que el Oferente adquiera la totalidad del capital social de dicha sociedad.

9.6 POLÍTICA DE DIVIDENDOS Y RETRIBUCIÓN DEL ACCIONISTA DE SIEMENS GAMESA

Siemens Gamesa cuenta con una política de remuneración al accionista aprobada por su consejo de administración el 25 de septiembre de 2019 y de acuerdo con el folleto de Siemens Energy publicado con fecha 7 de septiembre de 2020, Siemens Gamesa ha manifestado su intención de proponer el pago de dividendos por importe de al menos el 25% de su beneficio neto. No obstante, Siemens Gamesa no ha pagado dividendos desde el 30 de julio de 2020.

Siemens Energy Global tiene la intención de retener las ganancias de Siemens Gamesa en la empresa para apoyar el crecimiento y la rentabilidad de Siemens Gamesa, por lo que el Oferente no prevé mantener el reparto de dividendos realizado hasta 2020, ni ningún otro tipo de remuneración a los accionistas, con independencia de que se produzca o no la exclusión de Siemens Gamesa tras la liquidación de la Oferta.

El Oferente, asimismo, no tiene previsto implementar en Siemens Gamesa, tanto si ésta se mantiene como una sociedad cotizada como si se excluye de cotización, la política de dividendos de Siemens Energy, que consiste, tal y como consta en el folleto de admisión a cotización de sus acciones de fecha 7 de septiembre de 2020, en repartir entre el 40% y el 60%

del beneficio neto atribuible a sus accionistas calculado de acuerdo con las cuentas anuales consolidadas.

9.7 PLANES SOBRE LOS ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE SIEMENS GAMESA

Mientras Siemens Gamesa tenga la condición de sociedad cotizada, Siemens Energy velará por que siga cumpliendo con la legislación aplicable en materia de composición y funcionamiento del consejo de administración y las comisiones de las sociedades cotizadas previstas en la Ley de Sociedades de Capital, tomando en consideración las recomendaciones de buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, si bien considerará la posibilidad de reducir el número de consejeros (tanto dominicales como independientes) manteniendo una representación mayoritaria como la actual.

En el supuesto de que se produzca la exclusión de la negociación de las acciones de Siemens Gamesa, el Oferente tiene previsto (i) reducir el número de consejeros que integran su consejo de administración, incluido el número de consejeros independientes y manteniendo una representación mayoritaria, y reducir el número de, o eliminar las, comisiones del consejo, o alternativamente (ii) sustituir el órgano de administración de Siemens Gamesa por un administrador único, administradores solidarios o administradores mancomunados designados a propuesta del Oferente. Lo anterior con el propósito de simplificar la estructura de gobierno corporativo y racionalizar el proceso de toma de decisiones corporativas, con independencia de la participación alcanzada por el Oferente en Siemens Gamesa tras la Oferta y del número de accionistas de Siemens Gamesa distintos del Oferente que continúen siendo titulares de acciones después de la exclusión y de la participación que éstos mantengan.

Finalmente, si el Oferente deviniera socio único de Siemens Gamesa como consecuencia de la Oferta o con motivo del ejercicio del derecho de venta forzosa, su intención es bien mantener un consejo de administración más reducido formado únicamente por consejeros ejecutivos y dominicales o bien sustituir el órgano de administración de Siemens Gamesa por un administrador único, administradores solidarios o administradores mancomunados.

9.8 INTENCIONES CON RESPECTO A LA COTIZACIÓN DE LAS ACCIONES DE SIEMENS GAMESA

Siemens Energy Global ejercerá el derecho de venta forzosa de los artículos 136 de la Ley del Mercado de Valores y 47 del Real Decreto 1066/2007 si se cumplen los umbrales establecidos para ello, lo que conllevaría la exclusión de negociación de las acciones de Siemens Gamesa en las Bolsas de Valores.

Si dichos umbrales no se alcanzan y, por ende, no es posible el ejercicio del derecho de venta forzosa, pero Siemens Energy alcanza en la fecha de liquidación de la Oferta, una participación mínima del 75% del capital con derecho a voto de Siemens Gamesa, la exclusión de negociación será promovida por Siemens Energy Global mediante el procedimiento de excepción de oferta de exclusión previsto en el artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007, que deberá ser sometida a la junta general de accionistas de Siemens Gamesa a propuesta de su consejo de administración.

Si Siemens Energy no alcanza el 75% del capital con derecho a voto de Siemens Gamesa en la fecha de liquidación de la Oferta y/o la CNMV considera en la autorización de la Oferta que la

contraprestación ofrecida no está justificada conforme a los apartados 5 y 6 del artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, y Siemens Energy mantiene su intención de promover la exclusión de negociación de las acciones de Siemens Gamesa en las Bolsas de Valores, será preciso la formulación de una oferta de exclusión en los términos del artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores cuyo precio cumpla con los apartados 5 y 6 del artículo 10 del Real Decreto 1066/2007.

10. PROCEDIMIENTO DE ACEPTACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LA OFERTA

10.1 Plazo de aceptación de la Oferta

El plazo de aceptación de la Oferta es de 36 días naturales contados a partir del día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del primero de los anuncios a los que se refiere el artículo 22 del Real Decreto 1066/2007. Se tomará como fecha de publicación de los anuncios en los boletines de cotización la fecha de la sesión bursátil a la que estos se refieran.

Siemens Energy Global podrá ampliar el plazo de aceptación de la Oferta una o más veces de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 23 del Real Decreto 1066/2007, siempre que no se rebase el límite máximo de 70 días naturales y que la prórroga se comuniqué a la CNMV con carácter previo. La ampliación del plazo de aceptación, en su caso, deberá anunciarse en los mismos medios en que hubiera sido publicada la Oferta, con una antelación de, al menos, tres días naturales a la fecha de terminación del plazo inicial o de la correspondiente prórroga, indicándose las circunstancias que la motivan.

10.2 Formalidades que deben cumplir los destinatarios de la Oferta para manifestar su aceptación, así como la forma y plazo en que recibirán la contraprestación

(a) Declaraciones de aceptación de la Oferta

Las declaraciones de aceptación de la Oferta por parte de los accionistas de Siemens Gamesa se realizarán de acuerdo con el procedimiento señalado en el Folleto Explicativo.

Las declaraciones de aceptación remitidas por los destinatarios de la Oferta con posterioridad al último día del plazo de aceptación no serán válidas por lo que no se computarán en el resultado de la Oferta. Las declaraciones de aceptación serán revocables en cualquier momento antes del último día de dicho plazo y carecerán de validez si se someten a condición, de conformidad con lo previsto en el artículo 34.3 del Real Decreto 1066/2007. Asimismo, carecerán de validez las declaraciones de aceptación referidas a acciones cuyas fechas de contratación sean posteriores al último día del plazo de aceptación de la Oferta y aquellas declaraciones de aceptación remitidas por los destinatarios de la Oferta fuera de dicho plazo.

(b) Procedimiento de aceptación de la Oferta

Los accionistas de Siemens Gamesa que deseen aceptar la Oferta deberán dirigirse a la entidad en la que tengan depositadas sus acciones y manifestar ante esta última su declaración de aceptación por escrito de forma presencial, por medios electrónicos, o por cualesquiera otros medios admitidos por las entidades depositarias. Los destinatarios de la Oferta podrán aceptarla, respecto de la totalidad o parte de las acciones de Siemens Gamesa de las que sean titulares, desde el primer día del plazo de aceptación hasta el último, ambos incluidos. Toda declaración de aceptación deberá comprender, al menos, una acción de Siemens Gamesa.

Las acciones respecto de las que se acepte la Oferta deberán comprender todos los derechos económicos y no económicos, cualquiera que sea su naturaleza, que pudieran corresponder a aquellas. Las acciones deberán ser transmitidas (i) con todos los derechos económicos y no económicos que les correspondan, (ii) libres de cargas y gravámenes y de derechos de terceros que limiten sus derechos económicos o no económicos o su libre transmisibilidad, y (iii) por persona legitimada para transmitir las según los asientos del correspondiente registro contable, de forma que Siemens Energy Global adquiera la propiedad irrevocable sobre las acciones de acuerdo con lo establecido en el artículo 11 de la Ley del Mercado de Valores.

De conformidad con lo establecido en el artículo 34.2 del Real Decreto 1066/2007, durante el plazo de aceptación de la Oferta, las entidades financieras que reciban las declaraciones de aceptación de los destinatarios de la Oferta remitirán diariamente al Oferente, a través del representante designado a estos efectos que se indica a continuación, y a las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores, de forma globalizada, los datos relativos al número de acciones comprendidas en las declaraciones de aceptación presentadas, tanto si se trata de aceptaciones que los interesados les hayan hecho llegar directamente, como si se refieren a aceptaciones cursadas a través de una entidad participante en Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (*Iberclear*).

Las entidades que hubieran comunicado declaraciones globales de aceptación de destinatarios de la Oferta que, con posterioridad, revoquen sus aceptaciones deberán presentar nuevas declaraciones globales que modifiquen y sustituyan a las anteriores. Las declaraciones de aceptación remitidas por los destinatarios de la Oferta con posterioridad al último día del plazo de aceptación no serán válidas por lo que se rechazarán y no se computarán como aceptación ni por lo tanto en el resultado de la Oferta.

Una vez finalizado el plazo de aceptación y dentro del plazo establecido en la instrucción operativa emitida y publicada por las Bolsas de Valores, las aceptaciones válidas de la Oferta serán cursadas a las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores, a través de las entidades depositarias participantes en Iberclear en las que se encuentren depositadas las acciones correspondientes, quienes se encargarán de recoger dichas aceptaciones por escrito de forma presencial, por medios electrónicos, o por cualesquiera otros medios admitidos por las entidades depositarias y responderán, de acuerdo con sus registros de detalle, de la titularidad y tenencia de las acciones a las que se refieran las aceptaciones, así como de la inexistencia de cargas y gravámenes o derechos de terceros que limiten los derechos económicos y no económicos de dichas acciones o su libre transmisibilidad.

Las declaraciones de aceptación de los titulares de acciones de Siemens Gamesa se acompañarán de la documentación suficiente para que se pueda proceder a la transmisión de las acciones y deberán incluir todos los datos identificativos exigidos por la normativa aplicable para este tipo de operaciones que, a título enunciativo y no limitativo, serán: (i) nombre completo o denominación social; (ii) domicilio; y (iii) número de identificación fiscal o, en caso de accionistas que no sean residentes en España y no tengan un número de identificación fiscal español, su número de pasaporte o identificación, nacionalidad y lugar de residencia.

El representante de Siemens Energy Global a los efectos de las comunicaciones de dichas declaraciones de aceptación es la siguiente entidad:

Entidad: Banco Santander, S.A.

Dirección: C/ Juan Ignacio Luca de Tena, 11, 28027 Madrid

A: Carlos López Villa y Carlos Sanz Bautista

Email: emisores.madrid@gruposantander.com

Siemens Energy Global y las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores facilitarán a la CNMV, cuando ésta lo solicite, información sobre el número de aceptaciones presentadas y no revocadas de las que tuvieran conocimiento.

En ningún caso el Oferente aceptará acciones cuya fecha de contratación sea posterior al último día del plazo de aceptación de la Oferta ni declaraciones de aceptación remitidas por los destinatarios de la Oferta fuera de dicho plazo. Es decir, la fecha de contratación de aquellas acciones que se ofrezcan en venta deberá haber tenido lugar no más tarde del último día del plazo de aceptación de la Oferta y las declaraciones de aceptación deberán ser remitidas por los destinatarios de la Oferta, asimismo, en dicho plazo como máximo.

Todo lo anterior se refiere a las aceptaciones de los titulares de los valores y al papel de las entidades depositarias y entidades de servicios de inversión que las reciben en primer lugar. No afecta, por tanto, a los flujos de información subsiguientes entre las entidades que las reciben, los custodios, los participantes de Iberclear y las infraestructuras del mercado para realizar los procesos necesarios para la comunicación a las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores del detalle de las aceptaciones que resulten de las declaraciones u órdenes de aceptación.

La información sobre el número de aceptaciones presentadas, según lo dispuesto en el artículo 35.2 del Real Decreto 1066/2007, podrá ser obtenida por los interesados durante el plazo de aceptación de la Oferta, previa solicitud e identificación completa del solicitante, incluyendo la información sobre su participación en el capital de Siemens Gamesa bien en el domicilio social del Oferente, bien en el de su representante, Banco Santander, S.A.

Se recuerda a los miembros del mercado que intervengan en la operación por cuenta de los accionistas aceptantes y de Siemens Energy Global, así como a las entidades depositarias de los títulos, la obligación de remitir a las respectivas sociedades rectoras y a Siemens Energy Global (a través de su representante, Banco Santander, S.A.), de forma diaria las aceptaciones que se vayan produciendo durante el plazo de aceptación de conformidad con lo establecido en el artículo 34.2 del Real Decreto 1066/2007.

Los accionistas de Siemens Gamesa podrán aceptar la Oferta por la totalidad o por una parte de las acciones de las que fueran titulares. Toda declaración que formulen deberá comprender al menos una acción de Siemens Gamesa.

(c) Publicación del resultado de la Oferta

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 36 del Real Decreto 1066/2007, transcurrido el plazo de aceptación previsto en el apartado 3.1.1 anterior, o el que resulte en caso de prórroga o modificación, y en un plazo que no excederá los siete días hábiles desde dicha fecha, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores publicarán el resultado de la Oferta en los Boletines Oficiales de Cotización en los términos y en la sesión que indique la CNMV.

Se entenderá por fecha de publicación del resultado de la Oferta, la fecha de la sesión a la que se refieran los mencionados Boletines Oficiales de Cotización de las Bolsas de Valores que publiquen el resultado de la Oferta.

(d) Intervención, liquidación y pago de la contraprestación de la Oferta

La adquisición de las acciones objeto de la Oferta se intermediará y será liquidada por Banco Santander, S.A., en su condición de miembro de las Bolsas de Valores y como entidad participante en Iberclear e intermediario de la operación por cuenta de Siemens Energy Global.

La liquidación y el pago del precio de la acción se realizarán de conformidad con lo dispuesto en el artículo 37 del Real Decreto 1066/2007, siguiendo el procedimiento establecido al efecto por Iberclear, considerándose como fecha de contratación de la correspondiente operación bursátil la de la sesión a que se refieran los Boletines Oficiales de Cotización de las Bolsas de Valores que publiquen el resultado de la Oferta.

(e) Gastos de aceptación y liquidación de la Oferta

Los titulares de las acciones de Siemens Gamesa que acepten la Oferta a través de Banco Santander, S.A. no soportarán los gastos de corretaje derivados de la intervención de un miembro del mercado en la compraventa, ni los cánones de liquidación de Iberclear, ni los de contratación de las Bolsas de Valores, que serán satisfechos íntegramente por Siemens Energy Global.

En el supuesto de que intervengan por cuenta del accionista aceptante de la Oferta otros miembros del mercado distintos de Banco Santander, S.A., los gastos de corretaje y demás gastos de la parte vendedora en la operación, entre los que se incluyen los cánones de liquidación de Iberclear y los de contratación de las Bolsas de Valores, serán a cargo del accionista aceptante.

Los gastos en los que incurra Siemens Energy Global para la adquisición de las acciones y su liquidación serán satisfechos por Siemens Energy Global.

Siemens Energy Global no se hará cargo, en ningún caso, de las eventuales comisiones y gastos que las entidades depositarias y administradoras de las acciones carguen a sus clientes por la tramitación de órdenes de aceptación de la Oferta y el mantenimiento de los saldos.

Cualesquiera otros gastos distintos de los anteriormente reseñados serán asumidos por quien incurra en ellos.

10.3 Intermediario financiero que actúa por cuenta del Oferente en el procedimiento de aceptación y liquidación de la Oferta

Siemens Energy Global ha designado a Banco Santander, S.A., como entidad encargada de la intervención y liquidación de las operaciones de adquisición de las acciones de Siemens

Gamesa que pudieran resultar de la Oferta, y, en su caso, de las operaciones de compraventa forzosas en los términos que se describen en el Folleto Explicativo.

10.4 Información relativa a las compraventas forzosas

El Oferente ejercerá su derecho de venta forzosa conforme al procedimiento establecido en el apartado 3.2 del Folleto Explicativo si se alcanzan los umbrales mínimos establecidos a tal efecto.

11. AUTORIZACIONES EN MATERIA DE DERECHO DE LA COMPETENCIA Y ADMINISTRATIVAS

La Oferta no constituye una concentración económica y, en consecuencia, no está sujeta a notificación a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) ni de la Comisión Europea en virtud de lo dispuesto en la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, y en el Reglamento (CE) 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas, respectivamente, o en otras jurisdicciones.

El Oferente declara que, tras realizar las comprobaciones oportunas, no tiene obligación de notificar a ninguna autoridad española o extranjera distinta de la CNMV, ni de obtener autorización adicional de ninguna autoridad española o extranjera distinta de la CNMV.

En Múnich, Alemania a [●] de [●] de 2022.

Siemens Energy Global GmbH & Co. KG

P.p.

Dr. Karin Flesch

Dr. Christian Zentner

ANEXO 15

Certificación acreditativa de otras formas de publicidad o difusión por cualquier medio de la Oferta.

Comisión Nacional del Mercado de Valores
Dirección General de Mercados
Edison, 4
28006 Madrid

Múnich, 2 de noviembre de 2022

Re: Carta relativa a la publicidad de la oferta pública voluntaria de adquisición formulada por Siemens Energy Global GmbH & Co. KG sobre la totalidad de las acciones emitidas de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.

Muy Sres. nuestros:

En relación con la publicidad de la oferta pública voluntaria de adquisición (la *Oferta*) formulada por Siemens Energy Global GmbH & Co. KG (*Siemens Energy Global*) sobre la totalidad de las acciones emitidas de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A. (*Siemens Gamesa*), les manifestamos que, al margen de los preceptivos anuncios a los que se refiere el artículo 22 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, tras la autorización de la Oferta por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la CNMV), Siemens Energy Global tiene previsto realizar las siguientes actividades de publicidad, promoción y difusión de la Oferta:

- (i) solicitará a Siemens Gamesa que remita a sus accionistas, tras la publicación de los preceptivos anuncios, la carta informativa en español que se adjunta a la presente como **Anexo I**, con el objeto de comunicar de manera individualizada la existencia y los principales términos de la Oferta;
- (ii) publicará una nota de prensa en castellano, alemán e inglés en la que se informe a los accionistas e inversores de la autorización de la Oferta por la CNMV, de las características principales de la Oferta y de la duración del plazo de aceptación de la Oferta. Se adjunta la nota de prensa como **Anexo II** a la presente carta;
- (iii) habilitará un *call center* operado por un tercero para informar a los accionistas de Siemens Gamesa sobre la Oferta siguiendo un guion y un documento de preguntas y respuestas en español e inglés que serán empleados en llamadas con inversores institucionales e inversores minoristas. Se adjuntan como **Anexo III** a la presente carta el guion y el documento de preguntas y respuestas;
- (iv) realizará una campaña de publicidad en prensa escrita y medios digitales en España que se desarrollará durante el período de aceptación de la Oferta. Se adjuntan como **Anexo IV** a la presente carta los documentos y materiales que serán utilizados en la campaña de publicidad. En la campaña se señalarán las características básicas de la Oferta y los canales a través de los cuales se puede

obtener información sobre la misma, y se informará sobre la publicación del folleto explicativo de la Oferta (el **Folleto**) y cómo obtenerlo.

- (v) Publicará en la página web que ha habilitado Siemens Energy a estos efectos (www.siemens-energy.com/sgre) documentación y otra información distribuida o publicada en relación con la Oferta en español e inglés, incluyendo el anuncio previo y la solicitud de autorización de la Oferta, el Folleto y sus anexos, el anuncio de la Oferta y una serie de preguntas frecuentes sobre esta, así como las correspondientes respuestas. Se adjunta a la presente carta como **Anexo V** el documento que contiene tales preguntas y respuestas.
- (vi) Asimismo, tiene previsto publicar una traducción no oficial del Folleto al inglés sin sus anexos a efectos meramente informativos, que estará disponible en la página web a la que se ha hecho referencia en el apartado (v) anterior y en la página web de la CNMV. La traducción no ha sido revisada ni aprobada por la CNMV y en caso de discrepancias prevalecerá la versión original en español.

Al margen de lo anterior, Siemens Energy Global manifiesta que no tiene previsto desarrollar ningún otro tipo de difusión ni publicidad de cualquier otra forma en relación con la Oferta. Si, tras la fecha de la presente carta, Siemens Energy Global decide llevar a cabo cualquier otro tipo de actividad de publicidad, promoción y difusión adicional en relación con la Oferta, informará a la CNMV a la mayor brevedad posible y enviará los documentos y materiales que en su caso tenga previsto utilizar a la CNMV con antelación suficiente para su revisión con carácter previo a su difusión.

Todas las actuaciones descritas anteriormente cumplirán con lo previsto en la Orden EHA/1717/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión y la Circular 2/2020, de 28 de octubre, de la CNMV, sobre publicidad de los productos y servicios de inversión.

Los anexos mencionados en la presente carta serán enviados a la CNMV con antelación suficiente para su revisión con carácter previo a su difusión. El contenido de dichos anexos no será puesto a disposición de ninguna entidad o persona distinta de la CNMV.

Atentamente,

Siemens Energy Global GmbH & Co. KG

P.p.

Dra. Karin Flesch

Dr. Christian Zentner

ANEXO 16

Carta de aceptación de Banco Santander, S.A. como entidad encargada de la intermediación y liquidación de la Oferta y, en su caso, de las compraventas forzosas.

Siemens Energy Global GmbH & Co. KG

Otto-Hahn-Ring 6

81739 Múnich

Alemania

Madrid, 25 de mayo de 2022

Estimados Señores:

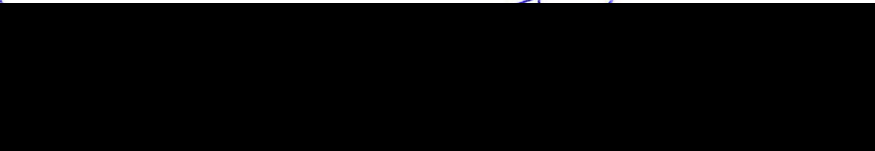
En relación con la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de la sociedad SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A. (la "**Oferta**") formulada por SIEMENS ENERGY GLOBAL GMBH & CO. KG, (la "**Sociedad Oferente**"), por la presente ponemos en su conocimiento que Banco Santander, S.A., con domicilio social en Paseo de Pereda nº 9-12, Santander (Cantabria), acepta desempeñar las funciones de entidad encargada de intervenir y liquidar las operaciones de compra de acciones a las que se dirige la Oferta, por cuenta de la Sociedad Oferente, en los términos previstos en el folleto explicativo de la Oferta, una vez que el mismo haya sido registrado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, incluyendo, en su caso, la ejecución y liquidación de las operaciones de adquisición de acciones que pudieran realizarse como consecuencia del ejercicio de los derechos de compra o venta forzosa en los términos previstos en el folleto explicativo de la Oferta y en los artículos 47 y 48 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Atentamente,

Banco Santander, S.A.

P.p.


D. Joaquín González-Tarrío Polo


D. Luis Antonio Pérez Rodríguez