

Focus de l'Analyse

Télécoms

Let's Gowex

Acheter

4.6€

Cours au 27/03/13

5.1€ (vs 4.0€)

Objectif de cours

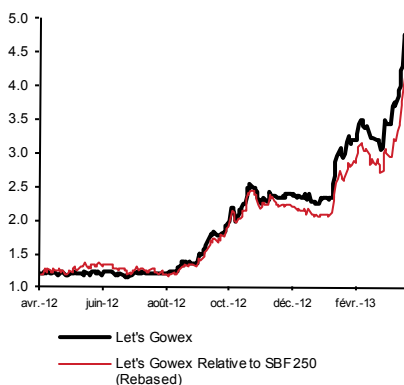
Informations boursières

Capitalisation	332.6 M€
Nb de titres	72.3 millions
Flottant (%)	37.9
Extrêmes 12 m	4.75 / 1.16 €

Données financières

Au 31/12	2011	2012E	2013E	2014E
(M€)				
CA	66.7	114.1	173.8	240.8
EBITDA	16.5	29.5	44.9	63.8
EBIT retraité	9.5	24.5	31.1	44.1
EBIT publié	9.5	24.5	31.1	44.1
RNpg publié	7.2	18.8	23.9	33.8
RNpg retraité	7.2	18.8	23.9	33.8
(€)				
BPA retraité	0.11	0.26	0.33	0.47
(X)				
VE/CA	0.55	0.56	1.61	1.08
VE/EBITDA	2.20	2.18	6.24	4.07
VE/EBIT retraité	3.83	2.62	9.01	5.89
PE publié	8.1	5.8	13.9	9.8
PE retraité	8.1	5.8	13.9	9.8
(%)				
Rendement	3.6	3.5	1.1	1.4
ROCE	54.8	73.6	61.8	70.2
Gearing	-63.0	-64.3	-58.0	-60.8

Performance du titre



Contact société : tous les voyants sont au vert pour 2013 et au-delà

News : Nous avons organisé un déjeuner investisseurs la semaine dernière avec le PDG fondateur de Gowex. Cette présentation a permis de faire un point sur les récents contrats et partenariats signés par le groupe et sur la vision du management pour 2013 et au-delà.

Des tendances favorables sur l'ensemble des sources de revenus de Gowex Wireless : Pour rappel, Gowex a publié le 13 mars dernier un CA 2012 de 90.7 M€ pour son activité Wireless, soit un chiffre sensiblement supérieur à nos attentes. Bien que la société ne donne pas précisément le détail du CA de son activité Wireless entre ses différentes sources de revenus, les indications données par le management se révèlent clairement positives : en effet, sur l'ensemble des segments de l'activité Wireless, les performances de Gowex sur 2012 ont été supérieures à ce que nous anticipions. Les perspectives pour 2013 semblent également meilleures qu'attendu.

- **Ingénierie :** les revenus récurrents de maintenance sont en forte croissance sur 2012, grâce à l'augmentation rapide du parc installé. Par ailleurs, la forte hausse du CA au T4 ne s'explique pas par une surperformance particulière des activités de conseil et d'installation, ce qui représentait un facteur d'inquiétude compte tenu du caractère non récurrent et de la moindre rentabilité de ces activités. Sur 2013, alors que nous étions très prudents concernant les revenus d'ingénierie au sens large (Installation et maintenance), en raison de l'intégration d'une part de plus en plus importante des capex par Gowex (impliquant moins de CA lié à l'installation pour compte de tiers), nous comprenons que la forte hausse des revenus de maintenance permettra à l'ensemble de croître à nouveau de façon très dynamique en 2013 : **nous anticipons désormais une hausse de +16% en 2013 vs. +3% précédemment.**
 - **Roaming/offloading :** Les revenus de roaming et d'offloading sont également en très forte croissance, tirés par 1/ l'extension du réseau de hotspots wifi géré par Gowex, 2/ l'augmentation de l'usage moyen par hotspot et 3/ l'augmentation du réseau global de partenaires de Gowex. Sur ce point, **nous maintenons inchangées nos estimations pour 2013, avec une croissance de +84%.**
 - **Publicité :** La croissance des revenus publicitaires s'accélère dramatiquement, avec une hausse de l'ordre de +200% en 2012 (vs +100 % y/y au S1 2011). Selon le CEO de Gowex, il n'y a aucune raison pour que la croissance des revenus publicitaire ralentisse en 2013 dans la mesure où le revenu par hotspot augmente fortement, grâce à la plus forte maturité de Gowex dans ce domaine et grâce à l'effet réseau, alors que le parc installé de hotspots croît également fortement. A ce stade, **nous tablons tout de même sur une légère décélération de la croissance pour 2013 vs 2012, à +158.9% (vs 89% dans nos précédentes estimations).**
- ➔ **Au global, nous relevons notre prévisions de croissance pour 2013 à +52% (vs +37% préc.), représentant un CA 2013 de 173.8 M€ (vs 156 M€ préc.).**

L'innovation est plus que jamais au cœur de la stratégie de Gowex : Gowex a lancé plusieurs innovations technologiques dans le mobile ou le Machine to Machine en 2012 ainsi que des partenariats novateurs. Ces initiatives connaissent d'ores et déjà un certain succès, ce qui permettra d'ajouter encore davantage de sources de revenus pour les exercices à venir.

Les objectifs ambitieux de déploiement et de capex sur les 18 prochains mois sont réitérés : Gowex vise 20 nouvelles villes en 2013 et 15 villes supplémentaires au S1 2014 pour un montant de co-investissement total compris entre 65 et 80 M€, dont Gowex prendrait la moitié à son compte. Nous anticipons bien 20 nouvelles villes en 2013 mais, de façon prudente, nous anticipons également 20 nouvelles villes en 2014 (vs 30 selon le trend annoncé par Gowex sur le S1 2014). Gowex réitère également son

objectif d'équiper 300 grandes villes avec son offre de Wifi gratuit à horizon 2017. Une nouvelle fois, de façon prudente, nous ne visons que 140 villes équipées à cet horizon, compte tenu du manque de visibilité au-delà de 18 mois.

OC revu en hausse à 5.1 € (vs 4.0 € post split). Opinion Acheter réitérée

Dans l'attente des résultats 2012, qui seront publiés le 24 avril prochain, nous maintenons inchangées nos prévisions pour 2012. Après mise à jour de notre prévision de CA pour 2013, notre EBITDA 2013 ressort à 44.9 M€ (vs 41.0 M€ préc.) et notre ROC 2013 ressort désormais à 30.9 M€ (vs 27.5 M€ préc.). **Notre OC ressort à 5.1 € par action (vs 4.0 € préc. - ou 20€ pré-split)** après mise à jour de notre modèle de valorisation par les DCF (Wacc de 13%, prévisions très prudentes sur le nombre net de nouvelles villes déployées à partir de 2016 et croissance à l'infini de +1.5%). Cet OC offre un potentiel d'upside de +11% par rapport au dernier cours de 4.6€ à Paris.

Sur la base de cet OC et de nos nouvelles prévisions, Gowex serait valorisé 10.2x VE/EBIT 2013 (vs 9.0x au cours actuel et toujours par rapport à nos nouvelles prévisions). Par ailleurs, au cours actuel, Gowex est déjà valorisé 10x VE/EBIT 2013 par rapport aux attentes du consensus (ROC 2013 de 27 M€ proche de nos anciennes prévisions), attentes que nous jugeons trop prudentes. Nous estimons donc que le marché est parfaitement susceptible de payer à court terme un multiple de 10x VE/EBIT 2013 pour une société comme Gowex, affichant de tels niveaux de croissance et bénéficiant de plus de 60% de CA pouvant être considéré comme récurrent.

Par ailleurs, le newsflow devrait rester très positif pour Gowex au cours des prochains mois, avec notamment un potentiel significatif aux Etats-Unis qui devrait être appuyé par le récent partenariat signé avec AT&T. De plus, le groupe devrait publier d'excellents résultats pour 2012 et il devrait continuer à afficher une forte progression de ses résultats au cours de prochains semestres. L'ensemble de ces éléments nous conforte dans notre opinion Acheter sur la valeur, malgré la performance boursière déjà réalisée.

Détail de nos nouvelles prévisions

M€	anciennes prév.		nouvelles prév.		var.	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
CA Gowex Telecom	26.9	30.9	26.9	30.9	+0.0%	+0.0%
% var	14.7%	14.8%	14.7%	14.8%	-	-
CA Gowex Wifi	129.1	174.7	147.0	209.9	+13.8%	+20.2%
% var	42.4%	35.3%	62.1%	42.9%	-	-
<i>dt CA Ingénierie</i>	48.5	52.6	51.1	61.8	+5.4%	+17.4%
% var	2.8%	8.5%	16.1%	20.8%	-	-
<i>dt CA Roaming et Offloading</i>	61.5	90.5	61.5	91.2	+0.0%	+0.8%
% var	84.3%	47.0%	84.3%	48.2%	-	-
<i>dt CA Plateforme Media</i>	19.1	31.6	34.3	57.0	+79.3%	+80.0%
% var	88.6%	65.4%	158.9%	66.1%	-	-
CA total	156.0	205.6	173.8	240.8	+11.4%	+17.1%
% var	36.7%	31.7%	52.4%	38.5%	-	-
Ebitda	41.0	56.4	44.9	63.8	+9.5%	+13.1%
% CA	26.3%	27.4%	25.8%	26.5%	-	-
Rop	27.5	37.5	31.1	44.1	+13.2%	+17.4%
% CA	17.6%	18.3%	17.9%	18.3%	-	-
RN	21.2	28.7	23.9	33.8	+12.9%	+17.6%

Analyse des multiples de valorisation de Gowex

Multiples sur la base du cours actuel	2012e	2013e	2014e	2015e
Capitalisation boursière (cours de 4.6 €)	162.0	332.6	332.6	332.6
Valeur d'Entreprise	117.1	280.4	259.6	227.9
PE	8.6	13.9	9.8	8.1
VE/EBITDA	4.0	6.2	4.1	2.9
VE/EBIT	4.8	9.0	5.9	4.3
Multiples sur la base de notre OC	2012e	2013e	2014e	2015e
Capitalisation boursière (OC de 5.1€)	-	370.9	370.9	370.9
Valeur d'Entreprise	-	318.7	297.9	266.2
PE	-	15.5	11.0	9.0
VE/EBITDA	-	7.1	4.7	3.4
VE/EBIT	-	10.2	6.8	5.0