

## Gowex continúa con su espectacular crecimiento

### Resultados Anuales 2012

Gowex ha vuelto a deslumbrar con sus resultados anuales. Las principales cifras y crecimientos experimentados en 2012 han sido espectaculares.

Las **ventas** crecen un 71% hasta los **114,3 millones de euros**, el **EBITDA** crece un 87% hasta los **30,8 millones de euros** y el **beneficio neto** crece un 136% hasta los **17 millones de euros**. Como vemos el crecimiento es elevadísimo en ventas pero lo más importante es que este crecimiento es aún mayor en beneficios ya que

Gowex	2010	2011	2012
Ventas	49,6 €	66,7 €	114,3 €
var %		34,4%	71,4%
EBITDA	9,4 €	16,5 €	30,8 €
var %		76,3%	86,8%
margen %	18,9%	24,8%	27,0%
EBIT	6,3 €	9,5 €	21,8 €
var %		51,9%	129,5%
margen %	12,6%	14,2%	19,1%
B° Neto	5,1 €	7,2 €	17,0 €
var %		40,7%	135,8%
margen %	10,3%	10,8%	14,9%

aumenta de manera muy notable sus márgenes. De aquí que un aumento del 71% en ventas se traduzca en un aumento de casi el doble en el beneficio neto (135,8%).

Todos los analistas de la compañía (los pocos que hay), los inversores y accionistas de la esperaban unos resultados muy buenos. De todas formas, estos resultados mejoran todas las excelentes previsiones que había sobre los beneficios que podía alcanzar Gowex en 2012. Estas previsiones tan buenas se están traduciendo en una subida de la cotización en bolsa estratosférica. Desde que **debutó en bolsa en marzo de 2010 a 0,70€** (precio ajustado con el split 1x5 realizado en el mes de marzo), la cotización ha subido un 578% hasta los 4,75€ (cierre 26 abril 2013). Además es que la subida se ha realizado con tres ampliaciones de capital durante este tiempo en el que ha captado más de 30 millones de euros lo cual hace que tenga aún más valor. La capitalización por tanto ha pasado de 40,3 millones de euros el día del debut en bolsa a 343,5 millones de euros este 26 de abril, lo que supone una subida del 752%. La pregunta obvia ante esta impresionante subida en 3 años de cotización en el MAB es si la cotización refleja unos precios de burbuja. Pienso que no, lejos de estar a precios de burbuja, la compañía a estos precios sigue estando atractiva para



invertir. En el apartado de valoración y precio objetivo justificaré por qué pienso que Gowex no está en precio de burbuja y por qué creo que todavía ofrece mucho potencial.

## Ingresos

Entrando en los ingresos, observamos que las dos principales líneas de negocio de Gowex crecen de manera más que relevante. Tenemos a Gowex Wireless (la principal) que crece en 2012 un 95% y luego está Gowex Telecom que ha crecido un 16%.

A día de hoy la línea de negocio protagonista en Gowex y con más futuro es sin duda **Gowex Wireless** (79% de los ingresos totales). Esta línea de negocio se centra en la creación de las llamadas “Wireless Smart Cities” (“Ciudades Inteligentes”). Se centran en el desarrollo, gestión y explotación de soluciones que permitan estar siempre y en todos los lugares conectados a Internet de manera inalámbrica, tanto en ciudades como en medios de transporte, utilizando varias plataformas con sus diferentes soluciones tecnológicas propietarias además de servicios de consultoría tecnológica, económica y regulatoria.

**Gowex Telecom** presenta un buen crecimiento aunque de esta línea de negocio se esperan unos crecimientos más estables dado el mercado al que se dirige (mercado maduro). Gowex Telecom se posiciona en el mercado como un gestor neutral para todos los servicios y soluciones de telecomunicaciones (negociación de ancho de banda, circuitos punto a punto, redes privadas – VPN’s, tráfico VoIP y co-ubicación).

Distribución de Ventas consolidadas 2012 En Millones €, a 31 de Diciembre	% Variación		
	2012	2011	2012/2011
<b>GOWEX Telecom</b>	23,5	20,2	16,3 %
<b>GOWEX Wireless</b>	90,8	46,5	95,3 %
<b>Total Grupo GOWEX</b>	<b>114,3</b>	<b>66,7</b>	<b>71,4 %</b>

En lo que se refiere a la **distribución geográfica** de las ventas de Gowex tenemos que las ventas nacionales suponen el 43,5% de las totales en 2012 (vs 58% en 2011) y que las ventas internacionales significan ya el 56,5% (vs 42% en 2011). Por este lado creo que el potencial de crecimiento es elevadísimo dados los últimos acuerdos alcanzados a nivel internacional por la compañía. Que España a día de hoy esté todavía cerca de suponer la



mitad de las ventas de Gowex y por tanto que las ventas internacionales sean algo más de la otra mitad, hacen pensar que el potencial de crecimiento global en materia de ingresos continúe siendo bastante elevado. Por lo tanto, que la principal palanca del crecimiento venga por su expansión internacional y no por el crecimiento del mercado doméstico, es un punto muy positivo para el futuro de la empresa.

Por último, en cuanto a los ingresos recurrentes tenemos también buenas noticias. Éstos incrementan su porcentaje desde el 63% en 2011 hasta el 67,2% en 2012.

## Márgenes

Como he comentado al principio, Gowex está traduciendo el crecimiento en ventas en un mayor crecimiento de los beneficios. Esta situación tiene muchísimo valor ya que es frecuente encontrar en las empresas que crecen muy rápido que los márgenes sufran un poco durante las etapas iniciales para luego, una vez consolidado el crecimiento, aumenten éstos debido a que ya no se necesitan tantas inversiones en activos fijos (CAPEX). En el caso de Gowex, este crecimiento de la empresa no está provocando una reducción de márgenes como podía ser algo natural. Al revés, los márgenes están creciendo de manera importante año tras año.

Por ejemplo, en 2012 **el margen EBITDA sobre ventas se ha situado en el 27% desde el 24,8%** del año anterior. **El EBIT ha pasado del 14,2% al 19%** y **el beneficio neto ha subido del 10,8% en 2011 al 14,9% en 2012**. Es decir, que el control de costes a pesar del abultado crecimiento lo están llevando muy bien lo que se traduce en este aumento de los márgenes en la compañía.

## Modelo de negocio

El producto estrella de Gowex es ofrecer WiFi gratis. A partir de este producto, ha creado un modelo de negocio innovador con varias fuentes de ingresos importantísimas.

A continuación detallo **de dónde vienen los ingresos** de la compañía:

- **Instalación de las redes y su mantenimiento:** esto es facturado a los promotores del proyecto (ingresos no recurrentes)



- **Ingresos de usuarios Premium** que pagan un extra por más velocidad o por ausencia de publicidad al navegar por internet.
- **Ingresos que provienen de la explotación de la red**, bien por los ingresos de **roaming** o bien por los ingresos de **offloading** e **interconexión** (ingresos recurrentes).
- **Ingresos provenientes de la explotación de los servicios publicitarios, de comercio electrónico, así como servicios de valor añadido y geolocalización** (ingresos recurrentes).
- **Ingresos que provienen de servicios avanzados de gestión de servicios**, los llamados “smart services”, que proveen a los municipios, así como a las empresas de servicios que trabajan para ellos o sus ciudadanos (ingresos recurrentes).

Como vemos en la tercera vía de ingresos, la posible amenaza de que las grandes operadoras entren en el negocio del WiFi, se ha convertido en una gran oportunidad para Gowex gracias a los acuerdos de roaming y offloading alcanzados con varias de “estas grandes operadoras” durante 2012 y durante este 2013. Las “grandes” han visto que para dar un servicio de mejor calidad a sus usuarios cuando por ejemplo el 3G está saturado o cuando salen de su país de origen, les sale mucho más rentable aliarse con Gowex que empezar a crear su propia infraestructura. Su servicio lo mejoran y Gowex amplía su negocio, por lo tanto es un “gana – gana” para ambas compañías. De ahí el modelo de negocio tan innovador y bueno que ha creado Gowex a partir del WiFi gratis.

## **Acuerdos en 2012 y 2013**

2012 ha sido un año de grandes acuerdos pero los más importantes para el futuro son los que está consiguiendo Gowex en 2013 dada la envergadura de algunas ciudades en las que está entrando y los acuerdos con grandes operadoras que ha firmado en este primer trimestre de 2013.

Acuerdos importantes en 2012:

- Acuerdo con Skype (febrero)
- WiFi en el transporte público de Paris – RATP (junio)
- Dublín – ciudad WiFi (octubre)
- Acuerdo con el transporte público ferroviario en Francia – SNCF (octubre)



- Acuerdo con Transporte de Dubai (noviembre)
- Acuerdo con el transporte público en Marsella – RDT 13 (diciembre)

Acuerdos alcanzados en 2013:

- Acuerdo con Deutsche Telekom (enero)
- Acuerdo con AT&T Wireless (enero)
- Acuerdo con el operador belga Win (febrero)
- Nueva York – ciudad WiFi (marzo)
- Acuerdo con Bluewireless en Italia (abril)
- Acuerdo con PCCW en Hong Kong (abril)

Por lo tanto, el potencial de crecimiento de Gowex se mantiene intacto sobre todo por los acuerdos firmados este 2013, los cuales creo que son mucho más importantes que los de 2012. Evidentemente los ingresos de estos contratos todavía no se han reflejado en las cuentas de 2012 de ahí que mi visión para 2013 siga siendo espectacular.

Por ejemplo, con el acuerdo de AT&T Wireless, principal operador de Estados Unidos y uno de los más importantes del mundo, Gowex prestará WiFi gratis en redes muy enfocadas al sector servicios. Los puntos WiFi de AT&T Wireless se extienden por establecimientos de hostelería y franquicias como Starbucks o McDonalds, así como por oficinas de correos, edificios públicos, hoteles, etc. Recalco Starbucks y McDonalds. De esta manera, desde la firma del contrato con AT&T, los usuarios de Gowex dispondrán de conexión gratuita a Internet en ciudades tan importantes como Los Ángeles, Nueva York, San Francisco o Las Vegas. Del mismo modo, los clientes de AT&T Wireless podrán acceder a todas las ciudades WiFi de Gowex presentes en espacios públicos, medios de transporte, establecimientos comerciales o en la calle (Madrid, París, Buenos Aires, Dubái, Dublín, etc.). Esto da una visión del potencial de crecimiento que Gowex tiene en materia de ingresos con un contrato como el AT&T.

Dar WiFi en los Starbucks de EEUU o McDonalds, entrar en Nueva York y los nuevos contratos que están por llegar, pienso que auguran un 2013 de nuevo espectacular para los resultados de Gowex.



## **Endeudamiento de Gowex**

Otro punto muy importante para mí es la ausencia de endeudamiento en Gowex. El crecimiento que está registrando Gowex necesita como es lógico de bastante dinero en concepto de inversiones. La empresa podía buscar financiación bancaria o por el contrario acudir al mercado para financiarse a través de recursos propios. Gowex ha escogido la segunda opción y desde que salió a bolsa ha acometido tres ampliaciones de capital (2010, 2011 y 2012). Con estas tres ampliaciones de capital ha conseguido más de 30 millones de euros lo que muestra las ganas del mercado por financiar a Gowex. Si a día de hoy un pyme española puede captar en estos años 30 millones de euros (17,7 millones a finales de 2012), esta compañía es Gowex. El plan de negocio presentado es muy bueno y las previsiones por tanto también. De ahí la confianza de los inversores en la compañía para financiar su crecimiento.

Esta situación hace que el endeudamiento financiero de Gowex sea nulo en términos netos y que además posea bastante caja para poder utilizarla para continuar con sus ambiciosos planes de expansión a nivel internacional. La fortaleza financiera es de esta manera envidiable y por tanto, sitúa a la compañía en una situación muy cómoda para poder mantener el crecimiento que viene registrando año tras año.

## **Amenazas**

Está claro que todo no puede ser un camino de rosas y que Gowex se encontrará por el camino con ciertas amenazas y riesgos con los que tendrá que lidiar. Las nuevas tecnologías, como por ejemplo la irrupción del **4G**, puede ser un amenaza para Gowex si no sabe adaptarse a la nueva situación que pueda surgir en el mercado de las telecomunicaciones y concretamente en el mercado de conexión a internet. Pero es que Gowex no es sólo un prestador de servicios WiFi. Gowex utiliza a día de hoy el 3G y las tecnologías más rentables y adecuadas a cada lugar y situación para dar acceso a internet. Como bien se definen, son un operador neutral y utilizarán la tecnología necesaria y más eficiente para dar acceso a internet a sus clientes dependiendo del momento y el lugar. Por lo tanto, la flexibilidad y la adaptación a las nuevas tecnologías deberá ser una condición indispensable para la compañía para poder sobrevivir a largo plazo.



Muchos hablan del 4G pero no se habla tanto del “**Super WiFi**”, es decir, de la segunda “fase” del WiFi. Al igual que hoy conviven el 3G con el WiFi, creo que dentro de unos años convivirán el 4G con el que probablemente se pueda llamar “Super WiFi”.

Dejo constancia que no soy ningún experto en la materia y que por tanto las cuestiones técnicas se me escapan. Pero lo importante es que la directiva y la fuerza laboral de Gowex entienda estos cambios y sepa como he comentado antes, adaptarse a las nuevas tecnologías. Que la mitad de los que trabajan en Gowex sea ingenieros da cierta seguridad de que la compañía sabrá anticiparse y adecuarse a las nuevas tendencias y nuevas tecnologías que surjan.

Otras amenazas vendrán de los **competidores**. Lo bueno a día de hoy es que apenas hay competidores en el mundo que hagan lo que está realizando Gowex. Está claro que aparecerán y que las grandes operadoras podrán entrar con toda su artillería para hacer frente a empresas como Gowex. Lo importante es que en la actualidad la compañía está tomando una ventaja competitiva importante al ser la primera en llegar a muchos lugares ofreciendo servicios innovadores y firmando contratos de exclusividad durante varios años. Esta situación posiciona muy bien a Gowex de cara al futuro.

## **Valoración**

Con la acción a **4,75 euros** (cierre del 26 de abril), la **capitalización** de Gowex es de **343 millones de euros**. Al no tener deuda, más bien tiene una caja neta que estimo de 40 millones de euros, el **Valor Empresa de Gowex es de 303 millones de euros**.

Si nos fijamos ahora en los resultados de 2012, observamos unos ratios que podríamos pensar que son altos pero que para mí están más que justificados dado el crecimiento experimentado por la compañía en los últimos años. Por ejemplo en ventas pasar de facturar 24,2 millones de euros en 2008 y cuatro años más tarde facturar 114,3 millones es registrar un crecimiento elevadísimo (multiplicar casi por 5 las ventas) que evidentemente hay que tener en cuenta. Pero en términos de beneficios, el crecimiento es todavía más espectacular. El EBITDA lo ha multiplicado por 13, pasando en 2008 de 2,3 millones a 30,8 millones en 2012. Y en beneficio neto ha pasado de 0,9 millones en 2008 a 17 en 2012 (multiplica casi por 19). Con este historial, cotizar a 4,75 euros y tener un **Valor Empresa / EBITDA 2012 de 9,8 y un PER de 20x** creo que está más que justificado. Y lo creo porque



evidentemente este crecimiento no va a parar en seco en 2013 y 2014. Pienso que el crecimiento de 2013 puede mantener la tasa registrada en 2012. De todas formas, voy a tomar un crecimiento del EBITDA y del Beneficio Neto mucho menor al que creo que se va a dar. Aunque parezca muy elevado, voy a tomar un crecimiento en 2013 y en 2014 del 50%. De todas formas, insisto en que las cifras por ejemplo que pongo en el año 2014 creo que se pueden conseguir en 2013 o que Gowex se podrá quedar muy cerca de ellas este mismo año. Con esto de fondo, el **VE/EBITDA 2013e siendo "prudente" es de 6,5x y el PER 2013e de 13,4x**. Por su parte, para el año que viene tenemos un **VE/EBITDA 2014e de 4,3 y un PER 2014e de 9x**. Con estos ratios para 2014 lejos de decir que Gowex está cotizando a precios de burbuja, yo diría que está cotizando a unos precios bastante atractivos. Y más si consigue mejorar mis previsiones de 2013, lo cual estoy casi convencido dados los excelentes contratos que ha firmado en este primer trimestre del año.

<b>Grupo Gowex</b>	<b>2012</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>
Precio acción	4,75 €	4,75 €	6,00 €
Nº Acciones	72,31	72,31	72,31
Capitalización	343,49 €	343,49 €	433,88 €
Deuda Neta	-40,00 €	-40,00 €	-40,00 €
<b>Valor Empresa (VE)</b>	<b>303,49 €</b>	<b>303,49 €</b>	<b>393,88 €</b>
EBITDA	30,80 €	46,20 €	69,30 €
BN	17,03 €	25,54 €	38,31 €
<b>VE / EBITDA</b>	<b>9,85</b>	<b>6,57</b>	<b>5,68</b>
<b>PER</b>	<b>20,17</b>	<b>13,45</b>	<b>11,33</b>

## Precio objetivo

¿Cuál podría ser un precio objetivo para Gowex? La pregunta es bastante complicada ya no porque el crecimiento está siendo muy elevado, si no porque veo casi imposible por mi parte valorar y cuantificar qué supondrán los nuevos contratos firmados por ejemplo con AT&T en EEUU y con Deutsche Telekom en Europa, además de intentar conocer cuál puede ser el nivel de ingresos y beneficios generados en ciudades como Nueva York en la que ya está instalada la compañía. Lo que tengo claro es que el crecimiento va a seguir registrando tasas altísimas.

Con esto de fondo, **fijaría un precio mínimo de 6 euros por acción**. Este precio como digo es un mínimo. Cotizar por debajo de 6 lo veo como una oportunidad de comprar acciones de





una gran empresa a un muy buen precio. Y todo esto recordemos que se enmarca dentro de un historial de subida de la acción del 578% desde su salida a bolsa hace 3 años.

¿Qué significa que Gowex cotice a 6 euros? Esta cotización nos da unos ratios de un **VE/EBITDA 2014e de 5,6x** (como mucho ya que creo que la compañía va a batir sin problemas mis previsiones) y un **PER de 11,3x**.

A continuación dejo un **análisis de sensibilidad** en el que obtengo la cotización esperada de Gowex dependiendo del posible EBITDA que pueda conseguir la compañía (primera fila) y el múltiplo VE/EBITDA que queramos tomar (primera columna).

	50	55	60	65	70	75
4	3,3	3,6	3,9	4,1	4,4	4,7
5	4,0	4,4	4,7	5,0	5,4	5,7
6	4,7	5,1	5,5	5,9	6,4	6,8
7	5,4	5,9	6,4	6,8	7,3	7,8
8	6,1	6,6	7,2	7,7	8,3	8,9
9	6,8	7,4	8,0	8,6	9,3	9,9

De esta manera tenemos que si Gowex obtiene un EBITDA de 65 millones de euros y tomamos un múltiplo de 6 veces el EBITDA, la cotización que nos sale es de 5,9 euros por acción. Destaco los valores donde creo que deberíamos encuadrar la cotización de Gowex. Como veis, van desde los 5,9€ hasta los 8,9 euros. Esta franja sería por tanto el rango en el que yo encuadraría a Gowex. Después habrá que ir viendo los resultados que va presentando la compañía para aumentar o disminuir este rango. Sinceramente, creo que el rango una vez conozcamos los resultados de 2013, lo volveré a aumentar. Pero para ir paso a paso, sin irnos a 5 años vista y sin meter en la valoración un crecimiento demasiado “exigente” dado el potencial de Gowex, el rango 5,9 € - 8,9 € creo que es una referencia buena para tenerla en cuenta. Repito que el crecimiento que he estimado pienso que la compañía lo va a superar sin problema. De todas formas, a partir de mis previsiones, deciros que aunque vea la acción a 6 euros no es para mí un nivel de venta, al contrario, es un nivel mínimo de cotización de Gowex a partir del cuál todavía entiendo que ofrece valor. El entorno de los 8 euros ya sí que podría ser un nivel de posible venta. Dependerá de cuándo llegue a dicho nivel y de los resultados que vayamos conociendo durante ese tiempo.



## **NOTAS**

### *Nota 1:*

- *Este documento lo ha realizado juanst.com con fines meramente informativos, no pudiendo considerarse como una recomendación para comprar o vender acciones de una determinada compañía. La información puede ser errónea e incompleta.*
- *Las opiniones y estimaciones dadas son bajo el juicio y análisis de juanst.com en la fecha referida y pueden variar sin previo aviso.*
- *Es importante aclarar que todas las opiniones contenidas en este documento se han realizado con carácter general, sin tener en cuenta los objetivos específicos de inversión, la situación financiera o las necesidades particulares de cada persona. Por lo tanto, juanst.com no se hace responsable de cualquier perjuicio que pueda proceder, directa o indirectamente, del uso de la información contenida en este documento.*

### *Nota 2:*

- *Juan ST tiene acciones de Gowex.*