



- GOWEX es una compañía que opera en el sector de las telecomunicaciones, que se ha posicionado como empresa líder del mercado español en la instalación y gestión de redes para puntos de acceso WiFi, y que cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) de la Bolsa Española. La compañía ha focalizado su modelo de negocio hacia la división de *Wireless*, que aporta el 86% del margen bruto de la compañía, frente a la actividad de bolsa de telecomunicaciones, negocio original de la empresa.
- Se trata de una empresa pionera, que hasta la actualidad no cuenta con competencia significativa en España, y cuya presencia internacional está creciendo paulatinamente. La principal amenaza para la compañía es la entrada en mercado de grandes operadoras.
- La compañía presenta beneficios recurrentes y crecientes desde 2008 a todos los niveles de la Cuenta de Resultados, y registró un importante crecimiento en 2011 (+34% en ingresos, +76% en EBITDA y +41% en beneficio neto). Los márgenes de negocio e indicadores de rentabilidad son elevados.
- Esta tendencia positiva ha continuado en el primer semestre de 2012, con fuertes crecimientos tanto en ingresos (+60% respecto al primer semestre de 2011) como en beneficios (+62% en EBITDA y +70% en beneficio neto).
- GOWEX presenta una situación financiera saneada, con un bajo endeudamiento (12,0 millones €) y una alta liquidez (31,4 millones €), por lo que la posición neta de tesorería se sitúa en 19,4 millones €.
- AFI ha realizado una valoración de GOWEX que proporciona un valor de 12,55 €/ acción, lo que supone una mejora del precio objetivo del 22% respecto a nuestro informe de mayo de 2012, y un potencial de revalorización del 12% desde el precio de cotización actual. Nuestras previsiones son, sin embargo, menos favorables que las publicadas por la compañía. Los múltiplos implícitos en la valoración (EV/ EBITDA 2012e x6,3 y PER 2012e x10,1) nos parecen atractivos para una empresa con el potencial de crecimiento de GOWEX.
- En definitiva, consideramos que GOWEX constituye una oportunidad atractiva de inversión, en base a su adecuado posicionamiento estratégico, su capacidad recurrente de generación de tesorería y la disponibilidad de liquidez para financiar su proceso de crecimiento a nivel internacional.
- La valoración de 12,55 €/ acción es el escenario central de una horquilla amplia, en base a la volatilidad que pueden experimentar los resultados de GOWEX por las características de su negocio. Los movimientos de la cotización en próximos meses pueden verse afectados por transacciones corporativas, ligadas a la ampliación de capital en curso y a su posicionamiento en el mercado americano mediante la emisión de ADR's.

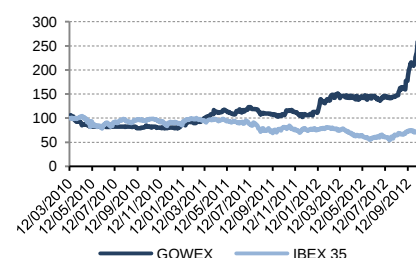
DATOS BÁSICOS DE COTIZACIÓN (22 de octubre de 2012)

TICKER	GOW
PRECIO (EUR)	11,23
SECTOR	TELECOMUNICACIONES
Nº DE ACCIONES EMITIDAS (Nº ACCIONES)	12.934.268
CAPITALIZACIÓN (EUR)	143.823.609
FREE FLOAT (%)	25,3%
VOLUMEN MEDIO DIARIO 2012 (Nº ACCIONES)	11.047
PRECIO MAX / MIN 12 MESES (EUR)	11,30 / 4,33

EVOLUCIÓN COMPARADA (GOWEX vs. IBEX 35)

	3M	6M	12M	YTD
ABSOLUTA	88,0%	84,0%	129,2%	135,9%
RELATIVA	68,7%	69,5%	139,3%	144,7%

Gowex vs IBEX 35 desde inicio cotización



DATOS FINANCIEROS CLAVE (EUR)

	2008	2009	2010	2011
VENTAS	24.191.422	35.179.613	49.640.989	66.697.902
EBITDA	2.307.690	5.518.174	9.371.277	16.517.015
BENEFICIO NETO	862.191	2.876.561	5.130.355	7.220.340
ROE	9,1%	23,0%	22,4%	20,5%

DATOS POR ACCIÓN (EUR)

	2009	2010	2011
DIVIDENDO POR ACCIÓN	0,0000	0,0784	0,0783
BENEFICIO POR ACCIÓN	0,29	0,45	0,57

RATIOS DE VALORACIÓN (VECES/ %)

	2010	2011	2012e
PER (PRECIO/ BENEFICIO)	13,5 x	10,1 x	10,1 x
EV/ EBITDA (CAPITALIZACIÓN + DEUDA NETA/ EBITDA)	3,1 x	2,6 x	6,3 x
PRECIO/ VALOR CONTABLE	3,0 x	2,1 x	3,2 x
RENTAB. POR DIVIDENDO	1,54%	3,31%	0,70%

Fuente: Factset

CONTENIDO

1.- Descripción de la compañía.....	3
2.- Análisis del negocio de GOWEX.....	4
2.1- GOWEX Wireless	4
2.2- GOWEX Telecom	8
3.- DAFO.....	10
4.- Análisis económico-financiero.....	11
4.1- Cuenta de resultados	11
4.2- Balance de situación	14
5.- Valoración.....	17
5.1- Hipotesis de valoración	17
5.2- Resultado de la valoración	21

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

GOWEX es una compañía que opera en el sector de las telecomunicaciones, dedicada a la gestión neutral de infraestructuras y a la prestación de servicios de interconexión de operadores, que se ha posicionado como empresa líder del mercado español en la instalación y gestión de redes para puntos de acceso WiFi. Además, Gowex gestiona una plataforma de *Roaming* inalámbrica y explota el negocio de la publicidad geolocalizada a través de redes *Wireless*, consistente en enviar a cada cliente la publicidad adecuada en función del lugar en el que se encuentre.

La compañía se constituyó en el año 1999 como Iber Band Exchange, S.A, cambiando su denominación social por la actual en 2007. El accionariado de GOWEX está compuesto principalmente por Jenaro García (CEO) y el resto del equipo directivo, que controlan el 70,3% del grupo, contando con un *free-float* en Bolsa del 25,3%. El 12,3% del *free-float* se corresponde con inversores institucionales.

Jenaro García inició su carrera profesional en la entidad financiera FA Smith Barney. Su carácter emprendedor le ha llevado a desarrollar su actividad en el área de las telecomunicaciones.

El 12 de marzo de 2010 la compañía se incorporó al Mercado Alternativo Bursátil (MaB), a través de una Oferta de Suscripción de acciones en la que captó fondos por importe de 6,0 millones €, con un precio de salida de 3,5 €/acción. El 15 de junio de 2010 se incorporó también al mercado alternativo francés Alternext, perteneciente a NYSE Euronext. En enero de 2012 GOWEX comenzó a cotizar en modo continuo en el MaB.

La compañía generó en 2011 ingresos consolidados por importe de 66,7 millones €, y en los 6 primeros meses de 2012 acumula 41,0 millones €. El resultado bruto de explotación (EBITDA) se situó en de 16,5 millones € en 2011, y a 30 de junio asciende a 10,6 millones €. El beneficio neto alcanzó los 7,2 millones € en 2011 y a 30 de junio asciende a 5,5 millones €.

El patrimonio neto de GOWEX a 30 de junio de 2012 alcanza los 40,1 millones €. La deuda financiera bruta se sitúa en 12,0 millones €, y el efectivo y activos líquidos en 31,4 millones €, por lo que la compañía cuenta con una posición financiera neta positiva de 19,4 millones €.

La compañía desarrolla su actividad en torno a dos grandes líneas de negocio:

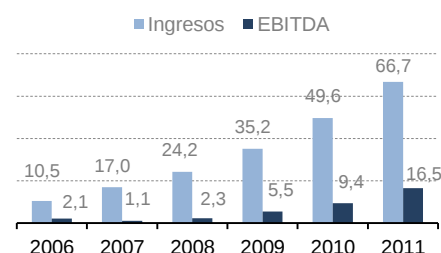
- GOWEX Wireless, está dedicada a la prestación de servicios relacionados con las telecomunicaciones inalámbricas. En concreto, comprende los servicios de gestión y explotación de redes WiFi, la plataforma de *Roaming* inalámbrica y 3G *Offloading*, y la explotación publicitaria electrónica y de comercio electrónico geolocalizado de las redes *Wireless*.
- GOWEX Telecom, se encarga de la gestión y explotación de una plataforma de intercambio comercial de productos y servicios del mercado de las telecomunicaciones B2B, junto con la prestación de servicios accesorios a empresas.

ACCIONARIADO		
ACCIONISTA	Nº ACCIONES	%
JENARO GARCÍA MARTÍN	7.718.285	59,7%
RESTO EQUIPO DIRECTIVO	1.377.176	10,6%
SHIN HEE CHO	572.649	4,4%
FREE-FLOAT	3.266.158	25,3%
	12.934.268	100,0%

Fuente: FactSet

INGRESOS Y EBITDA 2006-2011

Importes en millones €

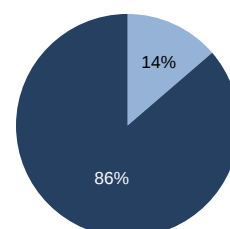


Fuente: GOWEX

DESGLOSE MARGEN BRUTO jun-12

Importes en %

■ Margen bruto Telecom ■ Margen bruto Wireless



Fuente: GOWEX

➤ ANÁLISIS DEL NEGOCIO DE GOWEX

Inicialmente la compañía centró su actividad en la línea de negocio Telecom. En los últimos años, dado el potencial de crecimiento del *Wireless* la compañía ha reorientando su negocio, produciéndose un crecimiento significativo de esta división. Así, a junio de 2012 el 86% del margen bruto fue generado por GOWEX Wireless y el 14% por GOWEX Telecom.

GOWEX WIRELESS

Es la división que engloba las tres líneas de negocio de mayor crecimiento de la compañía: la plataforma de *Roaming* y 3G *Offloading*, los servicios de ingeniería y consultoría de redes WiFi, y GOWEX Media y Mobile. A junio de 2012, esta división aporta el 78% de los ingresos consolidados y el 86% del margen bruto.

El crecimiento de GOWEX en este negocio se apalancará en parte en la alianza con un gran operador del sector media con el que esperan introducirse en las 300 mayores ciudades del mundo, en un plazo de 3 años.

Actualmente Google, en colaboración con Boingo, ha empezado a desarrollar el mismo modelo de negocio de GOWEX Wireless en la ciudad de San Francisco y en el Aeropuerto de Nueva York, lo que confirma la fortaleza del modelo de negocio de GOWEX Wireless.

Plataforma de *Roaming* y 3G *Offloading*

Con motivo del crecimiento exponencial que experimentó el mercado de las telecomunicaciones inalámbricas, GOWEX decidió redirigir la estrategia de la compañía, potenciando esta línea de negocio a partir de 2004.

La plataforma de *Roaming* permite la interconexión entre los distintos operadores de fijo, móvil y *wireless*, compartiendo estos sus infraestructuras y sus puntos de acceso, consiguiendo así ampliar el área de cobertura de internet para sus clientes, tanto a nivel nacional como internacional. GOWEX cobra por la conexión a la plataforma y por cada una de las transacciones realizadas.

Se trata de un modelo de negocio poco intensivo en capital, con amplios márgenes, ya que se desarrolla a través de Internet y no requiere circuitos físicos interconectados, por lo que las inversiones requeridas son limitadas. La plataforma actúa de forma transparente y neutral, sin competir con los operadores, ya que no requiere licencia y no se pone en contacto con los usuarios finales o clientes de los mismos.

La plataforma cuenta con una estructura similar que ofrece a los proveedores de servicios de Internet inalámbricos (WISPs). En la actualidad, 106 operadores de diferentes países utilizan la plataforma, creando una red que dispone de más de 450.000 puntos de acceso. Así, todos los clientes de estos operadores son potenciales consumidores del servicio de *Roaming* de GOWEX.

Adicionalmente la plataforma se explota en modo de 3G *Offloading*. El 3G es una de las tecnologías más utilizadas por parte de las empresas de telecomunicaciones móviles, por lo que su uso intensivo para conexión de datos por los usuarios de *smartphones* está generando una saturación de las mencionadas redes. Actualmente, las operadoras están desplegando tecnología de nueva generación, 4G, que permite aumentar la capacidad de transmisión de datos y atajar la situación temporalmente, pero que no soluciona el problema en el medio y largo plazo. En este sentido la solución al problema pasa por el uso de redes WiFi, con un doble objetivo, descolapsar las redes móviles para que puedan seguir prestando el servicio de voz para el que fueron diseñadas, y permitir el tránsito de datos más rápido y de mejor calidad que con las redes 3G saturadas. Por ello dado que la red WiFi de GOWEX es una red neutral no excluyente, la compañía está planteando que los distintos operadores utilicen su red, cobrando una comisión por el uso de la misma, en lugar de realizar un despliegue masivo de antenas (una por cada operador en cada semáforo o farola).



De este modo todos los participantes salen beneficiados:

- Las operadoras pueden descolapsar sus redes 3G y ampliar el plazo de amortización de las costosas inversiones que realizaron en su día en el despliegue de las redes 3G, retrasando el despliegue de las nuevas redes 4G. Además dan a sus usuarios un servicio de mayor calidad, al conectarse a una red que no se encuentra saturada.
- Los Ayuntamientos prefieren que se despliegue una única red neutral a la que puedan acceder todos los operadores, evitando el impacto ambiental y visual que conllevaría que cada operador instalase su propia red de antenas.
- GOWEX aumentaría sus ingresos al actuar como intermediario obteniendo una comisión por la intermediación

Por otra parte, GOWEX permite el acceso a la red a usuarios que no son clientes de un operador miembro, para lo que es necesario abrir una cuenta con GOWEX, existiendo dos opciones: modalidad gratuita, con velocidad de conexión limitada, restricción a ciertos contenidos y publicidad, y la modalidad *Premium* o de pago, que permite aprovechar todo el ancho de banda y sin publicidad. La compañía cuenta con más de 950.000 usuarios registrados entre ambas modalidades.

Los ingresos de la plataforma de *Roaming* y *3G Offloading* proceden de:

- Cuota única de instalación (*no recurrente*): cargo a los nuevos clientes que se conectan a la plataforma.
- Cuotas mensuales de suscripción (*recurrente*): los operadores realizan un pago mensual variable en función de su tamaño, por mantener la conexión a la plataforma y aprovecharse de los servicios de apoyo que ofrece.
- Comisiones por *Roaming* (*recurrente*): por cada transacción de *Roaming* que se realiza entre diferentes operadores, GOWEX cobra una comisión.
- Comisiones por *3G Offloading* (*recurrente*): comisiones por el uso de la red por parte de los operadores, para evitar la saturación de sus redes 3G.

Esta línea de negocio representa un 32% de los ingresos de la división de *Wireless*.

Ingeniería y consultoría

GOWEX ofrece servicios de consultoría, instalación y mantenimiento para puntos de acceso a redes WiFi. Esta línea de negocio está dirigida a todo tipo de agentes interesados en desarrollar una red de puntos de acceso WiFi, como administraciones públicas, empresas de transporte público, universidades o empresas privadas.

La empresa divide el proceso en tres partes diferenciadas: diseño del proyecto (consultoría), supervisión del desarrollo (instalación) y mantenimiento de la red (gestión). En este sentido, la empresa se centra en las actividades de alto valor añadido, desarrollando por completo la fase de consultoría, externalizando la instalación y la gestión. Para la actividad de instalación cuenta con acuerdos con empresas como Indra o la china CRSCS, y el mantenimiento físico es subcontratado a especialistas.

Los ingresos de ingeniería y consultoría proceden de:

- Comisión de consultoría y de estudio previa instalación de la red (*no recurrente*): el montante de estas operaciones depende del tamaño y la complejidad del proyecto en cuestión.
- Ingresos por ejecución de la instalación (*no recurrente*), cuyo importe depende del número de accesos y el plazo de desarrollo de los mismos. Estos ingresos son facturados principalmente por las empresas encargadas de la instalación física y GOWEX se lleva una parte reducida en concepto de gestión técnica del proyecto.
- Cuotas por mantenimiento de red (*recurrente*): GOWEX recibe una cuota anual en concepto de mantenimiento de la red, estimada como un porcentaje del pago inicial de instalación. El mantenimiento remoto vía Internet lo lleva a cabo GOWEX, mientras que las reparaciones sobre las instalaciones físicas se subcontratan.

GOWEX gestiona actualmente 32.000 puntos de acceso de los más de 450.000 que forman su red global. Consideramos que el número de puntos de acceso es una de las variables clave del negocio. Estos puntos de acceso son utilizados por casi un millón de usuarios.



La compañía se ha posicionado como líder en asesoramiento y gestión de redes municipales WiFi, destacando proyectos como “La Vida WiFi” o “Mantente WiFi Ciudad” desarrollados en Madrid, Málaga, Burgos, Avilés y Ávila, para la creación de redes WiFi de ámbito municipal.

Esta línea de negocio representa un 59% de los ingresos de la división de *Wireless*.

La tecnología utilizada por GOWEX dispone de patentes, que junto con el secreto industrial constituyen los principales instrumentos de protección de la propiedad industrial. También el efecto red proporciona a la compañía una cierta ventaja competitiva, pero la existencia de redes de redes a las que es posible interconectarse, limita el impacto de este tipo de defensa.

GOWEX Media y GOWEX Mobile

GOWEX Media es una plataforma de contenidos publicitarios y de comercio electrónico geolocalizado, que permite a GOWEX rentabilizar el número de usuarios finales que utilizan sus puntos de acceso a la red. A través de esta plataforma, se introducen anuncios publicitarios en función de la localización del usuario final, facilitando la práctica del geomarketing para las empresas. Esta línea de negocio genera ingresos recurrentes.

Actualmente la plataforma de publicidad geolocalizada alcanza 32.000 puntos de conexión gestionados por GOWEX, aunque la compañía está negociando su introducción en todos los miembros de su plataforma de *Roaming*, compartiendo los beneficios que genere.

Esta área de la compañía también realiza eventos de *street-marketing* combinados con marketing virtual a través de la plataforma.

GOWEX Mobile es la filial de GOWEX creada para ofrecer servicios innovadores a través de dispositivos móviles, como *smartphones* o *tablets*. Algunos de los servicios prestados son:

- Desarrollo de aplicaciones móviles: GOWEX puede desarrollar, para cualquier cliente, aplicaciones personalizadas para todos los sistemas operativos.
- Mobile ticketing: el usuario adquirir y recibir en el móvil las entradas para un evento, almacenándolas en la cartera digital (e-wallet), y presentándolas en la entrada al evento, sin necesidad de imprimirlas en papel.
- Mobile couponing: envío de cupones electrónicos con descuentos personalizados, que se almacenan en un apartado destinado a este tipo de títulos, sin necesidad de imprimírselos.
- Tarjetas de fidelización Mobile: GOWEX ofrece la posibilidad de hacerse tarjetas de fidelización o socio de un club sin necesidad de llevar la tarjeta de plástico, utilizando la cartera digital (e-wallet).
- Comunicación segmentada a los móviles: un canal dedicado de “push” con mensajes segmentados en función de las preferencias y comportamientos. La comunicación se establece en base a la geolocalización del cliente.

Esta línea de negocio representa un 9% de los ingresos de la división de *Wireless*.

Cabe destacar el hecho de que aunque la plataforma global WiFi tiene el equivalente a 450.000 puntos de acceso, GOWEX solamente gestiona 32.000 y el resto son gestionados por los operadores que se encuentran vinculados a la misma, lo que reduce significativamente el coste que supondría la creación de una nueva red, pero crea una dependencia respecto a la vinculación de los mismos.

El rápido desarrollo de redes WiFi en municipios españoles, ha permitido a GOWEX alcanzar el volumen crítico dentro del país, permitiéndole generar un efecto red. Las ciudades con redes WiFi gestionadas por GOWEX en todo el mundo representan más de 70 millones de habitantes que se convierten así en potenciales usuarios de sus diferentes plataformas. Esto concede a GOWEX el atractivo comercial suficiente para que nuevos operadores pasen a formar parte de sus redes WiFi, así como para que su red de publicidad geolocalizada tenga el alcance suficiente para que las empresas consideren la contratación de publicidad en la misma.



Las concesiones municipales, a nivel nacional e internacional, para la explotación de las redes WiFi desarrolladas por GOWEX tienen una duración de 3-5 años para las grandes ciudades y de 5-10 años para las de menor tamaño. Por ello, aunque GOWEX haya alcanzado la masa crítica de usuarios en España para generar un efecto red lo suficientemente atractivo, el mantenimiento de este efecto dependerá en gran medida de la renovación de los contratos de gestión con estos municipios una vez finalicen. La compañía no revela las fechas exactas de vencimiento de cada contrato con las autoridades públicas, por lo que no es posible estimar con precisión hasta qué plazo tiene asegurada la compañía esta fuente recurrente de ingresos.

Parte de los ingresos de GOWEX proceden de los ayuntamientos españoles, y pese a que según información proporcionada por la compañía no se ha producido ningún impago, podría suponer un riesgo para la compañía en un futuro, dada la limitada solvencia de gran parte de los mismos.

La amplia experiencia obtenida con el desarrollo de redes WiFi en diferentes municipios españoles y el beneficio reputacional asociado está facilitando la expansión internacional de GOWEX. En concreto, la compañía se encuentra desarrollando proyectos en el mercado sudamericano, donde destacan los contratos obtenidos para la instalación de una red de puntos de acceso WiFi en Buenos Aires, Costa Rica o Panamá. Adicionalmente la compañía ha firmado una alianza estratégica con la compañía china CRSCS para el desarrollo de proyectos conjuntos en el país asiático; en la primera colaboración resultado del acuerdo se ha procedido a la instalación de WiFi en las líneas ferroviarias de alta velocidad que unen Shangai con Pekín. GOWEX se encuentra asimismo en proceso de despliegue de red en la ciudad de Nanjing, primera ciudad china en su cartera, donde está trabajando con operadores locales.

Así mismo, en el primer semestre de 2012 GOWEX consiguió la concesión para instalar la red WiFi gratuita en el transporte público de París, que comenzarán a explotar el año que viene, y llegó a un acuerdo con SNCF (Sociedad Nacional de Ferrocarriles Franceses), para dar WiFi gratis en sus estaciones.

También en los seis primeros meses de 2012 la compañía ha cerrado un contrato con Skype, que permitirá a los usuarios de Skype conectarse a internet a través de redes WiFi promovidas por GOWEX.

GOWEX contempla los servicios anteriormente expuestos en su negocio de wireless dentro del concepto estratégico GOWEX Wireless Smart Cities 2.0

GOWEX ofrece a las ciudades la posibilidad de crear *Wireless Smart Cities* (Ciudades WiFi inteligentes) que ofrezcan internet inalámbrico gratuito a los ciudadanos y mejoren los servicios prestados a través de la conectividad *Wireless*. La *Smart City* es una herramienta que permite conseguir sistemas más eficientes para la administración electrónica, un mejor transporte y una buena comunicación entre los ciudadanos, una mejora en los sistemas de gestión de la energía, sistemas de seguridad más eficaces, mejores infraestructuras públicas y privadas del transporte, así como otras muchas aplicaciones.

Los beneficios o mejoras que aporta una *Smart City* son:

- La plataforma de *Roaming* y *3G Offloading* de *Wireless* que permite a los ciudadanos que habitan en el municipio, acceder gratuitamente a las decenas de ciudades WiFi que tienen el sistema *Wireless Smart Cities*, fomentando con ello, el turismo de destino a la ciudad y la movilidad de sus ciudadanos. Además, los ciudadanos podrán acceder también a las redes de los operadores que están interconectados a dicha plataforma, con acceso a países en los cinco continentes.
- La plataforma propietaria de geolocalización de contenidos y de publicidad, que permite segmentar los contenidos en función de las diferentes zonas WiFi (*Smart Zones*) en las que el ciudadano se conecte en cada momento. Con ello se consigue un modelo de negocio que genera ingresos recurrentes, por la venta de los servicios de publicidad y de contenidos geolocalizados.
- La neutralidad de la solución tecnológica y del posicionamiento que ocupa GOWEX, respecto a los demás operadores, permite optimizar las redes de transmisión de datos sobre tecnologías de radio en la ciudad. Ello permite unificar el uso de las antenas, reduciendo de forma drástica tanto la inversión como la polución visual y acústica de estas infraestructuras en la vía pública. Una sola antena en cada mobiliario público permite el uso de la misma por varios operadores, dado que GOWEX tiene la tecnología necesaria, así como el posicionamiento de operador neutral.
- La integración con los diferentes sistemas de *e-Government* o *e-Administración*

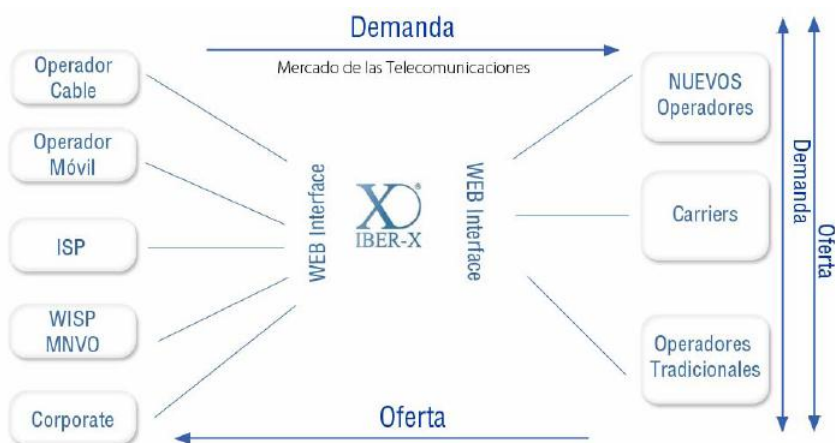
La plataforma GOWEX *Smart Cities 2.0* (en proceso de patente) es un conjunto de sistemas y subsistemas pensados para facilitar la implantación e integración de todo tipo de *Smart Services* dentro de un entorno innovador de *Smart City*.

GOWEX TELECOM

GOWEX Telecom es la línea de negocio en la cual la compañía centró su actividad en sus inicios. Comprende la gestión y explotación de una plataforma o bolsa neutral de intercambio de diversos productos y servicios del mercado de las telecomunicaciones, denominada "Iber-X" o "La Bolsa de las Telecomunicaciones", así como la prestación de ciertos servicios complementarios.

El intercambio se produce entre oferentes (operadores, *carriers*) y demandantes (otros operadores, ISP, ASP y compañías del sector de las telecomunicaciones), que principalmente compran y venden ancho de banda de Internet, líneas de comunicaciones, servicios de voz (tradicional y VoIP) o redes privadas virtuales.

FUNCIONAMIENTO BOLSA DE LAS TELECOMUNICACIONES (IBER-X)



Fuente: GOWEX

Entre las soluciones de conectividad B2B y los servicios y prestaciones que ofrece la plataforma destacan:

- Ancho de banda: permite la compra y venta de ancho de banda entre operadores, siendo posible seleccionar la calidad del ancho de banda para atender a los requisitos particulares de los operadores.
- Circuitos punto a punto: permite la compra y venta de circuitos de transmisión de datos, lo que posibilita la realización de grandes intercambios privados de datos.
- Redes virtuales privadas (VPN): ofrece un servicio de asesoramiento en la creación de redes VPN óptimas, mediante la agregación y organización de componentes VPN de diferentes operadores, comercializados a través de la Bolsa de las Telecomunicaciones. Este tipo de VPN permite la extensión de la red de área local de una empresa a una red pública, como internet.
- Paneles de gestión y seguimiento: proporciona un sistema de gestión y seguimiento denominado *Telecom Service Manager* (TSM), que permite a los operadores acceder a un índice de precios de transacción u obtener información sobre la cantidad y calidad del ancho de banda disponible, entre otras opciones, permitiendo además la realización de búsquedas multicriterio (origen del circuito, distancia disponible, capacidad o precio).
- Panel de control de redes VPN de acceso remoto: permite a los clientes gestionar de forma autónoma su red VPN remota.
- Compensación y liquidación de transacciones: ha desarrollado un sistema de transacción entre operadores que permite que todas las operaciones se reserven y facturen y que el pago se realice de forma electrónica.

Adicionalmente GOWEX Telecom presta servicios complementarios a sus clientes, tales como asistencia técnica, alojamiento de infraestructuras (*housing*) o asesoramiento en aspectos como la planificación estratégica, el crecimiento internacional o el entorno regulatorio.



A través de la plataforma Iber-X, Gowex se sitúa como el único operador neutral en el centro del mercado español de las telecomunicaciones, siendo el nexo de unión entre todos los agentes interconectados y centralizando las transacciones de forma más eficiente. De esta forma, permite a los miembros que acuden a Iber-X realizar transacciones en tiempo real, con el consecuente ahorro de costes, recursos y tiempo en comparación con los acuerdos bilaterales tradicionales. A su vez, la plataforma permite obtener ingresos adicionales a los operadores por la venta de su capacidad ociosa de forma flexible.

Los ingresos de esta división proceden fundamentalmente de:

- Cuota de suscripción de los miembros (*recurrente*): los clientes de la plataforma pagan una suscripción mensual por el acceso a la plataforma, así como poder beneficiarse de los diversos servicios proporcionados por la compañía.
- Comisiones sobre las transacciones entre miembros (*recurrente*): GOWEX percibe una comisión por cada transacción de compra-venta que se produce en la plataforma, definiéndose como un porcentaje sobre el nominal de la transacción.
- Instalación de nuevos miembros (*no recurrente*): la compañía cobra a los nuevos clientes por la instalación y calibración de la conexión a la plataforma.

Algunas de las plataformas similares existentes en Europa fueron adquiridas por grandes compañías de telecomunicaciones. Es el caso de la francesa Trading Com Europe, que fue adquirida por Neuf Cegetel en 2007, o de US Arbinet en EE.UU comprada por Primus Telecom en 2010.

La plataforma cuenta con una base de clientes superior a las 90 entidades, entre los que destacan operadores de telecomunicaciones (Level3, Comcast, IPSA) y empresas como Acciona, Telefónica, El Corte Inglés, Unión Fenosa y Suzuki.

En los últimos años esta división ha ido perdiendo relevancia dentro de la compañía debido al significativo crecimiento de la división del *Wireless*. Así a junio de 2012 GOWEX Telecom representó el 22% de los ingresos y el 14% del margen bruto.

Empresas comparables a GOWEX

La operativa de GOWEX es muy particular y no existen referentes internacionales perfectamente comparables, estando algunos de estos competidores integrados en compañías más diversificadas.

No obstante, una de las alternativas al negocio del *Roaming Wireless* son los integradores, que agregan redes de operadores para ofrecer los servicios *Wireless*, entre los que destacan Boingo o iPass, ambas estadounidenses.

- Boingo: compañía fundada en 2001 en Estados Unidos, que gestiona 500.000 *hotspots* alrededor del mundo en los principales aeropuertos, cadenas hoteleras, cafeterías o centros de convenciones entre otros, a través de los cuales los clientes pueden acceder a internet.
- iPass: Compañía fundada en 1996 en Estados Unidos, que proporciona servicios móviles a empresas, entre los que cuenta con una red WiFi con más de 750.000 *hotspots* repartidos en 120 países.

DAFO

FORTALEZAS

- Crecimiento no intensivo en capital
- Generación de beneficios recurrentes a todos los niveles de la cuenta de resultados
- Altos márgenes de negocio
- Solida posición financiera
- Líder en el mercado español y sudamericano
- Relaciones estables con las Administraciones locales
- Experiencia de gestión para replicar el modelo de crecimiento a nivel internacional
- El 65% de los ingresos son recurrentes y el peso de los ingresos internacionales supone el 51% a junio de 2012

DEBILIDADES

- GOWEX posee sólo parte de su red de puntos de acceso
- Dependencia de proveedores externos para la gestión de la infraestructura en nuevos mercados
- División de Telecom con negocio maduro
- Parte de los ingresos proceden de Administración Pública española

OPORTUNIDADES

- Disponibilidad de una elevada liquidez para acometer nuevas inversiones
- Fuerte potencial de desarrollo internacional
- El crecimiento exponencial de *smart-phones* conlleva un aumento en el volumen de intercambio de datos y la saturación de las redes celulares
- Posibilidad de crecimiento a través de adquisiciones empresariales
- El modelo de negocio de escasa inversión en capital genera altas rentabilidades
- Apalancamiento del crecimiento en nuevas ciudades a través de alianzas con operadores del sector media

AMENAZAS

- Entrada de nuevos competidores en el mercado, especialmente operadores de telefonía móvil que pueden desarrollar redes de puntos de acceso WiFi para compensar la saturación en las redes celulares
- Necesidad de negociar con operadores de telecomunicaciones la migración a tarjetas EAP-SIM para ofrecer soluciones de *Roaming* WiFi-3G transparentes
- Riesgo de perder las concesiones de la gestión de redes municipales y el volumen necesario para crear efecto red
- Nueva reducción drástica de precios en el mercado de la publicidad on-line

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

CUENTA DE RESULTADOS

CUENTA DE RESULTADOS 2008 - 1S 2012					
Importes en miles €	2008	2009	20 0	2011	Jun-12
Importe neto de la cifra de negocios	24.191	35.180	49.641	66.698	40.985
% crecimiento	2,6%	45,4%	41,1%	34,4%	59,8%
Activación de gastos	70	876	999	667	0
Subvenciones de explotación	231	2 2	255	479	0
Otros ingresos de explotación	49	0	40	113	158
Aprovisionamientos	(18.547)	(24.478)	(31.118)	(36.943)	(23.396)
Gastos de personal	(902)	(995)	(1.549)	(2.152)	(1.367)
Otros gastos de explotación	(3.423)	(5.337)	(8.897)	(12.344)	(8.306)
EBITDA	2.308	5.518	9.371	16.517	8.074
% crecimiento	107,4%	139,1%	69,8%	76,3%	61,8%
% margen EBITDA	9,5%	15,7%	18,9%	24,8%	19,7%
Amortizaciones	(760)	(1.035)	(1.563)	(3.419)	(2.992)
Provisiones	(285)	(901)	(1.552)	(3.594)	2.556
EBIT	1.262	3.582	6.256	9.504	7.638
% crecimiento	530,0%	183,8%	74,7%	51,9%	67,8%
% margen EBIT	5,2%	10,2%	12,6%	14,2%	18,6%
Resultado financiero	(24)	(80)	53	131	161
Resultados extraordinarios	(104)	2	0	0	0
Resultado antes de impuestos	1.133	3.503	6.309	9.635	7.799
Impuesto de sociedades	(270)	(627)	(1.179)	(2.415)	(2.342)
Resultado después de impuestos	863	2.877	5.130	7.220	5.458
% crecimiento	-25690,8%	233,4%	78,4%	40,7%	69,9%
% margen neto	3,6%	8,2%	10,3%	10,8%	13,3%

Fuente: GOWEX

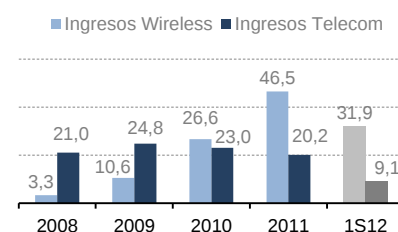
Los ingresos de GOWEX han crecido significativamente en los últimos ejercicios, impulsados fundamentalmente por el crecimiento de la línea de negocio *Wireless*.

En el ejercicio 2011 los ingresos consolidados ascendieron a 66,7 millones €, un 34% por encima del 2010. A 30 de junio de 2012 los ingresos consolidados ascendieron a 41,0 millones €, lo que supone un crecimiento del 60% respecto al primer semestre de 2011. De estos ingresos, 31,9 millones € procedieron de GOWEX Wireless (78%) y 9,1 millones € de GOWEX Telecom (22%).

Dentro de la división de *Wireless*, el 59% de los ingresos procede de las actividades de ingeniería y consultoría, el 32% de la plataforma de *Roaming* y 3G *Offloading* y el 9% restante de GOWEX Mobile y GOWEX Media. El 51% de los ingresos del primer semestre de 2012 proceden de fuera de España y el 65% de los ingresos son de carácter recurrente.

WIRELESS VS. TELECOM 2008-2012

Importes en millones €



Fuente: GOWEX

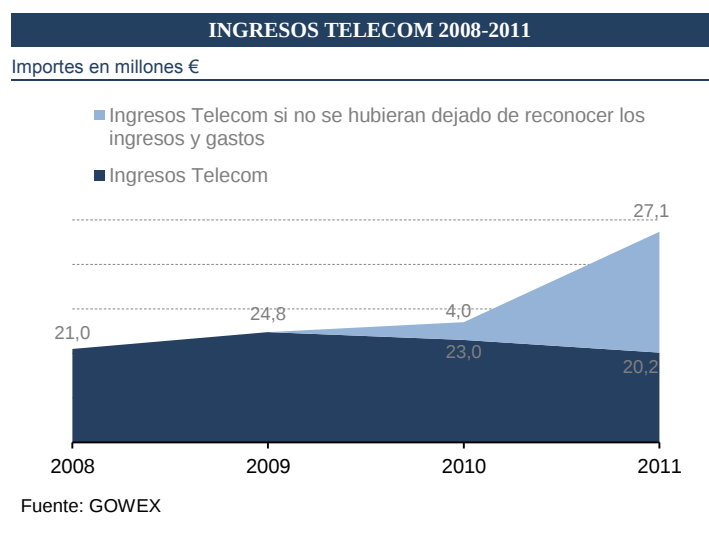
Cabe destacar que los resultados presentados por GOWEX en el primer semestre han superado las expectativas. Los ingresos han sido superiores a los estimados inicialmente, no por haber conseguido más ciudades de las que se esperaban (10 ciudades en el primer semestre), sino porque ha conseguido rentabilizar más cada una de ellas, debido al efecto red que se genera al contar con mas usuarios en cada ciudad, lo que conlleva que la red sea de mayor calidad. En este sentido hemos revisado las proyecciones de ingresos para el período 2012-2017, asumiendo una mayor rentabilidad de las ciudades.

En la división de GOWEX Telecom la compañía se encuentra llevando a cabo desde 2010 una modificación en la forma de reconocimiento de ingresos y gastos procedentes de la mera intermediación, que se espera finalice en 2013.

La actividad de GOWEX Telecom se corresponde, fundamentalmente, con el negocio de intermediación en la compra y venta de servicios de capacidad de telecomunicaciones al por mayor, por lo que desde el ejercicio 2010 han empezado a dejarse de contabilizar en la cuenta de resultados una parte de los gastos correspondientes a la compra de los servicios destinados a la venta, y los ingresos derivados de dichas ventas, por la misma cuantía. Así, cuando el tratamiento contable se haya modificado enteramente (2013), únicamente se reflejarán en la cuenta de resultados las comisiones facturadas por los servicios de intermediación y aquellos ingresos que supongan valor añadido para la compañía, así como los gastos correspondientes al coste de las ventas de estos servicios de valor añadido.

El objetivo de esta medida es adecuar la contabilidad de la compañía a la realidad que significa la intermediación en la compra y venta de servicios de capacidad de telecomunicaciones al por mayor.

Como consecuencia, en la cuenta de resultados se ha ido produciendo una disminución de los ingresos por ventas y una reducción de los gastos por la misma cuantía, que continuará registrándose hasta finalizar el proceso de modificación del tratamiento contable de esta división en 2012. No obstante, el margen bruto, en términos absolutos, no se ha visto afectado.



El peso de los aprovisionamientos sobre ingresos se ha reducido paulatinamente en los últimos ejercicios, y en junio de 2012 el margen bruto se situó en 17,6 millones €, lo que supone un 43% sobre ingresos y un crecimiento del 64% respecto al ejercicio precedente, por encima del incremento registrado en ingresos.

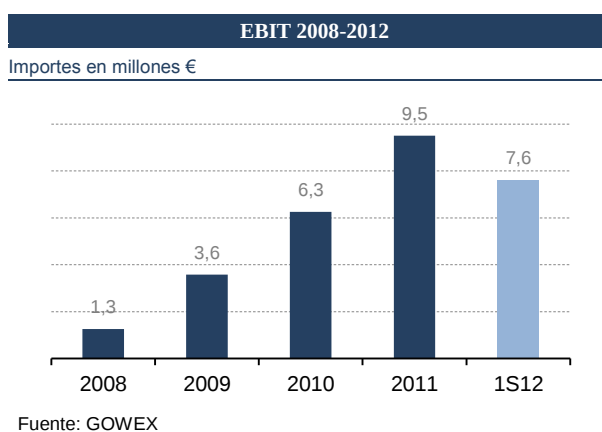
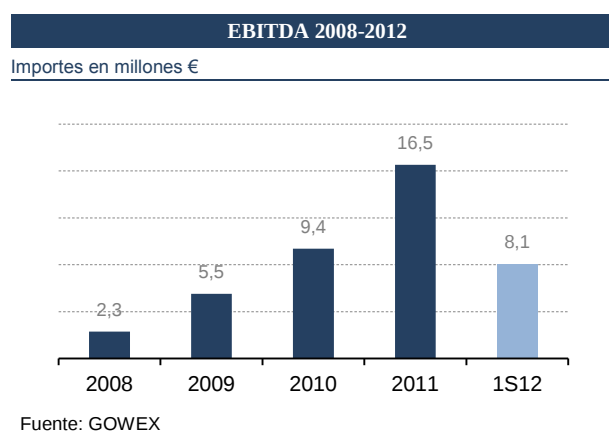
Los gastos de personal representan un peso reducido sobre ingresos (3,2% en 2011 y 3,3% a junio de 2012), si bien la compañía estima que se producirá un incremento en los próximos años, debido al plan de crecimiento de la empresa. El resto de costes operativos (gastos de I+D, servicios profesionales, publicidad o conservación entre otros) suponen entre un 18%-20% de los ingresos de la compañía (18,5% en 2011 y 20,3% a junio de 2012).

El resultado bruto de explotación (EBITDA) ha crecido significativamente en los últimos años, como consecuencia del incremento de los ingresos y la mejora de los márgenes de explotación, situándose a cierre del ejercicio 2011 en 16,5 millones € (margen sobre ingresos del 24,8%) y a junio de 2012 en 8,1 millones € (margen del 19,7% sobre ingresos). El crecimiento del margen EBITDA en los últimos años también se ha visto favorecido por el cambio en la contabilización de los ingresos de Telecom.

El nivel de amortizaciones de la compañía ha ido creciendo a medida que han ido entrando en explotación las nuevas inversiones, situándose en el ejercicio 2011 en 3,4 millones €, y en junio de 2012 en 3,0 millones €. En relación con la inversión en inmovilizado cabe destacar que en el primer semestre ha estado por encima de lo inicialmente estimado, por lo que se han revisado al alza las proyecciones realizadas para el período 2012-2017.

Desde el ejercicio 2008 la compañía ha ido dotando una provisión en concepto de deterioro de créditos comerciales, que en el 2012 ha desdotado por importe de 2,6 millones €.

El resultado neto de explotación (EBIT) creció fuertemente desde el ejercicio 2008, alcanzando los 9,5 millones € en 2011, un 14,2% sobre ingresos y los 7,6 millones € a junio de 2012, un 18,6% sobre ingresos.



La compañía cuenta con posición financiera neta de tesorería, por lo que obtiene un resultado financiero positivo, que a junio de 2012 ascendió a 160.998 €.

El resultado antes de impuestos en 2011 se situó en 9,6 millones € y el resultado después de impuestos en 7,2 millones €, lo que supone una tasa impositiva efectiva de 25%. El margen neto en el ejercicio 2011 se situó en 10,8%. A junio de 2012 el resultado antes de impuestos ascendió a 7,8 millones €, lo que supone un crecimiento del 70% respecto al obtenido en el primer semestre de 2011.

BALANCE DE SITUACIÓN

BALANCE DE SITUACIÓN 2010- 1S 2012							
Importes en miles €	2010	2011	Jun12		2010	2011	Jun12
				Patrimonio neto	22.918	35.141	40.084
				Patrimonio neto sociedad dominante	22.918	35.141	40.067
				Fondos pr pios	22.111	34.600	39.661
				Capital suscrito	57	64	647
Activo no corriente	8.332	15.998	22.897	Reservas	16.883	27.829	34.631
Inmovilizado intangible	2.041	2.001	1.676	Acciones propias en cartera	(478)	(1.095)	(1.045)
Inmovilizado material	5.769	13.285	20.804	Resultado del ejercicio	5.130	7.220	5.428
Inversiones financieras a lp	59	349	414	Ajustes por cambio de valor	0	4	(2)
Activos por impuesto diferido	463	363	3	Subvenciones	807	536	408
				Socios externos	0	0	17
				Pasivo no corriente	4.804	8.980	11.243
				Deudas a largo plazo	3.346	6.216	8.875
				Deudas con entidades de crédito a lp	2.977	2.075	5.042
				Acreedores por arrend. financiero a lp	91	0	0
Activo corriente	41.173	41.294	42.351	Otros pasivos financieros a lp	277	4.141	3.833
Existencias	0	53	66	Pasivos por impuesto diferido	1.458	2.764	2.369
Deudores comerciales y otras cuentas	25.932	9.893	10.757				
Inversiones financieras a corto plazo	11.076	28.342	26.277	Pasivo corriente	21.784	13.171	13.922
Periodificaciones a corto plazo	2	34	58	Deudas a corto plazo	2.628	2.948	3.170
Efectivo y otros activos líquidos	4.163	2.971	5.192	Deudas con entidades de crédito a cp	1.102	807	553
				Acreedores por arrend. financiero a cp	109	91	36
				Otros pasivos financieros a cp	1.417	2.050	2.580
				Acreedores comerciales y otras cuentas	19.156	10.190	10.717
				Periodificaciones a corto plazo	0	33	35
ACTIVO	49.505	57.292	65.248	PASIVO	49.505	57.292	65.248

Fuente: GOWEX

El Activo total de GOWEX a junio de 2012 se situó en 65,2 millones €, del que el 65% corresponde a activo corriente (42,4 millones €) y el 35% a activo no corriente (22,9 millones €).

La principal partida del activo no corriente es el inmovilizado material, que a junio de 2012 ascendía a 20,8 millones €. Se corresponde fundamentalmente con las instalaciones técnicas y los equipos informáticos.

Las principales partidas del activo corriente son las inversiones financieras a corto plazo y el efectivo, que suman 31,5 millones €, y que suponen conjuntamente el 74% del activo corriente.

INVERSIONES FINANCIERAS A CP Y EFECTIVO	
Importes en miles €	Jun-12
Imposiciones a corto plazo	24.853
Fianzas y depósitos	940
Fondos de inversión	300
Otros activos financieros	149
Cuotas participativas CAM	34
Efectivo	5.192
Inversiones financieras a corto plazo y efectivo	31.470

Estos activos líquidos se corresponden con tesorería generada por los distintos proyectos y que todavía no ha sido invertida.

Otra partida relativamente importante del activo corriente es la cuenta de deudores comerciales, que asciende a 10,7 millones € y que supone el 25,4% del activo corriente.

A junio de 2012 la compañía dispone de cuentas de clientes, fundamentalmente Administraciones Públicas, por importe de 12,9 millones €, de las cuales 4,6 millones € se encuentran provisionadas por potenciales insolvencias. Según información proporcionada por la compañía, GOWEX no ha tenido ningún problema en el cobro de facturas por parte de los Ayuntamientos españoles, y prueba de ello es la desdotación que se ha producido en el primer semestre de 2012 por importe de 2,6 millones €, de una provisión llevada a cabo en 2011.

Adicionalmente la compañía cuenta con otros créditos con la Administración Pública por importe de 2,2 millones €, en los que se incluyen saldos deudores en concepto de IVA entre otros.

DEUDORES COMERCIALES Y OTRAS CUENTAS	
Importes en miles €	Jun-12
Cientes	12.855
Provisión para insolvencias	(4.551)
Créditos con las Administraciones Públicas	2.185
Deudores varios	268
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	10.757

Fuente: GOWEX

GOWEX cuenta con una estructura financiera poco apalancada, con un peso del patrimonio neto sobre el balance de aproximadamente el 60%. La compañía realizó dos ampliaciones de capital en los ejercicios 2010 y 2011, en las que captó 6,0 millones € y 6,9 millones € respectivamente, destinadas a financiar el crecimiento de la compañía, en los próximos años, tanto orgánico como inorgánico. La empresa todavía tiene pendiente de invertir una parte relevante de los fondos captados.

En el ejercicio 2011 la compañía repartió 1,0 millón € en concepto de dividendos, con cargo al ejercicio 2010. Según información proporcionada por la compañía GOWEX espera mantener la política de reparto de dividendos.

En el orden del día de la Junta General de Accionistas que se celebrará el 5 de noviembre de 2012, se contempla una ampliación de capital adicional, con la que la compañía espera recaudar más fondos para llevar a cabo su plan de negocio. Asimismo se pretende solicitar a la SEC la posibilidad de emitir ADR (*American Depositary Receipts*), con el objetivo de aumentar su presencia en Estados Unidos.

GOWEX cuenta con 127.179 acciones propias en autocartera, como resultado de las operaciones destinadas a proveer liquidez. La compañía tiene como proveedores de liquidez a Bankia Bolsa (MaB) y Aurel BGC (Alternext).

La compañía cuenta con deuda financiera bruta por importe de 12,0 millones €. Dado que dispone de efectivo e inversiones financieras a corto plazo por importe de 31,4 millones €, presenta una posición neta de tesorería por importe de 19,4 millones €.

POSICIÓN FINANCIERA NETA	
Importes en miles €	Jun-12
Deudas a largo plazo	8.875
Deudas a corto plazo	3.170
Deuda financiera bruta	12.044
Efectivo y activos líquidos + Inversiones financieras a cp	31.435
Posición financiera neta	19.391

Fuente: GOWEX

VALORACIÓN

La metodología de valoración utilizada ha sido el Descuento de Flujos de Caja (DFC), en base a la proyección de los flujos de caja libre operativos para el período 2012-2017.

HIPOTESIS DE VALORACIÓN

En el Documento de Ampliación Reducido (DAR) elaborado por la compañía en junio de 2011, se incluían unas previsiones para los ejercicios 2011 y 2012, que se han cumplido en el año 2011 y que hemos tomado como guía para la elaboración de las proyecciones 2012-2017.

Ingresos

Hemos estimado los ingresos de GOWEX para el período 2012-2017, diferenciando por líneas de negocio:

- GOWEX Wireless: A junio de 2012 GOWEX cuenta con presencia de red en 60 ciudades. Hemos realizado una estimación de los ingresos en base a la hipótesis de que la compañía alcance 142 ciudades en el ejercicio 2017 y un mantenimiento del número de ciudades a partir de entonces. En base a nuestras previsiones, la cifra de ingresos proyectada en el ejercicio 2012 supone un 70% de los ingresos proyectados por la compañía en el DAR. Además estas proyecciones son más conservadoras que las actuales de la compañía, que busca alcanzar 300 ciudades en un período de 3 años.
- GOWEX Telecom: Hemos estimado los ingresos anualizando linealmente los obtenidos a junio de 2012 y hemos asumido su estabilidad durante el período proyectado (crecimiento nulo).

INGRESOS GOWEX 2011-2017							
Importes en miles €	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Ingresos Wireless	46.529	75.330	96.251	111.766	128.408	145.444	163.110
% crecimiento	75,0%	61,9%	27,8%	16,1%	14,9%	13,3%	12,1%
Ingresos Telecom	20.169	18.145	18.145	18.145	18.145	18.145	18.145
crecimiento	-12,4%	-10,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ingresos totales	66.698	93.475	114.395	129.910	146.553	163.588	181.254

Fuente: AFI

Asumimos que todos los ingresos proyectados generan cobros, por lo que no proyectamos provisiones sobre potenciales créditos comerciales impagados.

Costes

Hemos proyectado los costes de aprovisionamiento para el período 2012-2017, diferenciando por líneas de negocio:

- GOWEX Wireless: Se ha mantenido el peso de aprovisionamientos sobre ingresos introducido en el DAR, ya que se ha cumplido en 2011 y a junio de 2012.
- GOWEX Telecom: Hemos mantenido el peso de aprovisionamientos sobre ingresos medio, obtenido entre 2011 y junio de 2012.

APROVISIONAMIENTOS GOWEX 2011-2017							
Importes en miles €	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Aprovisionamientos Wireless	22.633	39.213	50.103	58.179	66.842	75.710	84.906
% sobre ingresos Wireless	48,6%	52,1%	52,1%	52,1%	52,1%	52,1%	52,1%
Aprovisionamientos Telecom	14.310	13.102	13.102	13.102	13.102	13.102	13.102
% sobre ingresos Telecom	71,0%	72,2%	72,2%	72,2%	72,2%	72,2%	72,2%

Fuente: AFI

Para el resto de costes de explotación se han mantenido los pesos sobre el margen bruto obtenidos por la compañía en 2011, lo que implica asumir que la compañía debe reforzar su estructura de costes en línea con el aumento de su margen bruto.

COSTES DE EXPLOTACIÓN GOWEX 2011-2017							
Importes en miles €	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Gastos de personal	2.152	2.964	3.686	4.221	4.796	5.384	5.994
% sobre margen bruto total	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Otros gastos de explotación	11.085	15.353	19.094	21.869	24.845	27.892	31.051
% sobre margen bruto total	37,3%	37,3%	37,3%	37,3%	37,3%	37,3%	37,3%

Fuente: AFI

Inversión en activo fijo (capex)

Hemos estimado las inversiones en activo fijo como un porcentaje sobre las ventas, asumiendo que la compañía deberá incrementar sus inversiones de cara a afrontar los crecimientos proyectados en ingresos. Las inversiones en activo fijo proyectadas han sido las siguientes:

CAPEX GOWEX 2011-2017							
Importes en miles €	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Capex inmovilizado intangible	883	1.869	2.288	2.598	2.931	3.272	3.625
Capex inmovilizado material	9.777	14.956	14.871	12.991	8.793	6.544	3.625
Capex total	10.660	16.825	17.159	15.589	11.724	9.815	7.250

Fuente: AFI

Las inversiones en inmovilizado material se corresponden con el crecimiento de la plataforma y la expansión de las redes WiFi. Las inversiones en inmovilizado intangible se corresponden con las activaciones de gastos de investigación y desarrollo.

Hemos asumido que dichas inversiones se amortizarán en un período de 10 años, siguiendo el método lineal.

Inversión en capital circulante (working capital)

Hemos estimado la inversión en capital circulante considerando las partidas de Deudores comerciales en el activo corriente y de Acreedores comerciales en el pasivo corriente, y aplicando períodos medios de cobro y pago en línea con los registrados históricamente por la compañía. Las inversiones en capital circulante proyectadas han sido las siguientes:

INVERSIÓN EN CAPITAL CIRCULANTE GOWEX 2011-2017							
Importes en miles €	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Deudores comerciales	17.001	23.826	29.158	33.113	37.355	41.697	46.200
Acreedores comerciales	10.190	14.357	17.461	19.763	22.233	24.761	27.382
Working capital	6.810	9.469	11.697	13.349	15.122	16.936	18.818
Inversión en Working capital		2.658	2.228	1.652	1.772	1.814	1.881

Fuente: AFI

Tasa impositiva

Hemos aplicado una tasa impositiva del 25% durante el período de proyección explícita, en línea con la registrada en 2011, y que refleja las deducciones de las que se beneficia la compañía. Para el cálculo del flujo a perpetuidad aplicamos una tasa impositiva del 30%.

Detraemos como menor valor de los fondos propios de GOWEX los pasivos por impuestos diferidos existentes a junio de 2012, por importe de 2,4 millones €.

Proyección de flujos de caja

PROYECCIONES DE FLUJOS DE CAJA 2011-2017							
Importes en miles €	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Ingresos	66.698	93.475	114.395	129.910	146.553	163.588	181.254
% crecimiento	34,4%	40,1%	22,4%	13,6%	12,8%	11,6%	10,8%
Aprovisionamientos	(36.943)	(52.315)	(63.205)	(71.281)	(79.944)	(88.812)	(98.008)
% sobre ingresos	55,4%	56,0%	55,3%	54,9%	54,5%	54,3%	54,1%
Margen bruto	29.755	41.160	51.191	58.629	66.609	74.777	83.247
% crecimiento	60,6%	38,3%	24,4%	14,5%	13,6%	12,3%	11,3%
Gastos de personal	(2.152)	(2.964)	(3.686)	(4.221)	(4.796)	(5.384)	(5.994)
% sobre ingresos	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Otros gastos de explotación	(11.085)	(15.353)	(19.094)	(21.869)	(24.845)	(27.892)	(31.051)
% sobre ingresos	37,3%	37,3%	37,3%	37,3%	37,3%	37,3%	37,3%
EBITDA	16.517	22.844	28.411	32.539	36.968	41.501	46.202
% crecimiento	76,3%	38,3%	24,4%	14,5%	13,6%	12,3%	11,3%
% margen EBITDA	24,8%	24,4%	24,8%	25,0%	25,2%	25,4%	25,5%
Amortizaciones	(3.419)	(4.230)	(5.946)	(7.505)	(8.678)	(9.659)	(10.384)
Provisiones	(3.594)	2.556	0	0	0	0	0
EBIT	9.504	21.170	22.465	25.034	28.290	31.842	35.818
% crecimiento	51,9%	122,7%	6,1%	11,4%	13,0%	12,6%	12,5%
% margen EBIT	14,2%	22,6%	19,6%	19,3%	19,3%	19,5%	19,8%
Impuesto sobre el EBIT		(5.292)	(5.616)	(6.259)	(7.073)	(7.960)	(8.954)
EBIT después de impuestos		15.877	16.848	18.776	21.218	23.881	26.863
Amortizaciones		4.230	5.946	7.505	8.678	9.659	10.384
Provisiones		(2.556)	0	0	0	0	0
Capex		(16.825)	(17.159)	(15.589)	(11.724)	(9.815)	(7.250)
Inversión en working capital		(2.658)	(2.228)	(1.652)	(1.772)	(1.814)	(1.881)
Flujo de caja libre de explotación		(1.932)	3.407	9.039	16.399	21.911	28.116

Fuente: AFI

Tasa de descuento (WACC)

Hemos aplicado una tasa de descuento WACC del 15,6%, en base a los siguientes parámetros.

TASA DE DESCUENTO (WACC)	
Coste de los recursos propios (Ke)	18,1%
Coste de la deuda	7,5%
Coste de los recursos ajenos neto de impuestos (Kd)	5,6%
Recursos propios	80%
Recursos ajenos	20%
Coste medio ponderado del capital (WACC)	15,6%

Fuente: AFI

Valor residual

Hemos estimado el valor residual en el año 2017 como el crecimiento a perpetuidad del último flujo de caja proyectado, normalizado asumiendo un nivel de amortización equivalente a las inversiones (capex) previstas y una inversión en capital circulante acorde al crecimiento estimado a perpetuidad.

La tasa “g” de crecimiento perpetuo empleada ha sido del 2%, en línea con el escenario de inflación tendencial.

RESULTADO DE LA VALORACIÓN

VALORACIÓN								
Importes en miles €	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	F. norm
EBITDA	16.517	22.844	28.411	32.539	36.968	41.501	46.202	46.202
% crecimiento	76,3%	38,3%	24,4%	14,5%	13,6%	12,3%	11,3%	
% margen EBITDA	24,8%	24,4%	24,8%	25,0%	25,2%	25,4%	25,5%	
Amortizaciones	(3.419)	(4.230)	(5.946)	(7.505)	(8.678)	(9.659)	(10.384)	(7.250)
Provisiones	(3.594)	2.556	0	0	0	0	0	0
EBIT	9.504	21.170	22.465	25.034	28.290	31.842	35.818	38.952
% crecimiento	51,9%	122,7%	6,1%	11,4%	13,0%	12,6%	12,5%	
% margen EBIT	14,2%	22,6%	19,6%	19,3%	19,3%	19,5%	19,8%	
Impuesto sobre el EBIT			(5.616)	(6.259)	(7.073)	(7.960)	(8.954)	(11.686)
EBIT después de impuestos			16.848	18.776	21.218	23.881	26.863	27.266
Amortizaciones			5.946	7.505	8.678	9.659	10.384	7.250
Provisiones			0	0	0	0	0	0
Capex			(17.159)	(15.589)	(11.724)	(9.815)	(7.250)	(7.250)
Inversión en working capital			(2.228)	(1.652)	(1.772)	(1.814)	(1.881)	(376)
Flujo de caja libre de explotación			3.407	9.039	16.399	21.911	28.116	26.890
Valor residual							202.045	
Flujo a descontar			3.407	9.039	16.399	21.911	230.161	
Valor Actual Neto (VAN) de los flujos	144.230							
(+) Inversiones financieras a lp	414							
Valor del negocio (Enterprise Value)	144.644							
(+) Posición financiera neta 1S12	19.391							
(+) Flujo de caja libre de explotación 2S12	(966)							
(+) Posición financiera neta cierre 2012e	18.425							
(-) Pasivos por impuesto diferido	(2.366)							
Valor de las acciones (Equity Value)	160.703							
Nº acciones en circulación* (en acciones)	12.807.089							
Valor por acción (en €)	12,55							

Fuente: AFI

* Detrayendo el número de acciones en autocartera

Según la valoración realizada, el valor de los fondos propios de GOWEX se sitúa en 160,7 millones €. **El valor estimado por acción asciende a 12,55 €/ acción.** La valoración estimada de las acciones de GOWEX se sitúa por encima de la cotización de la compañía a la fecha de realización del informe (22 de octubre de 2012), que es de 11,23 €/ acción, lo que supone un potencial de revalorización del 12%.

La valoración estimada de GOWEX a 12,55 €/ acción supone un multiplicador EV/ EBITDA implícito de 6,3 veces y un PER de 10,1 veces, calculados sobre los resultados estimados de 2012, lo cual nos parece razonable para una compañía con un crecimiento potencial significativo.

En cuanto a empresas comparables, el multiplicador EV/ EBITDA implícito en la cotización de Boingo a 22 de octubre de 2012 asciende a 6,0 veces, en línea con el de GOWEX. iPass espera obtener resultados negativos en 2012, con lo que no es posible calcular un multiplicador de valoración.

Adicionalmente hemos realizado un análisis de sensibilidad a la tasa de descuento K_e , incrementándola y reduciéndola un 10% y un 20%. El precio por acción oscilaría en el rango 10,17-16,27 €/ acción.

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD A K_e (Importes en miles €)				
K_e	WACC	EV	EqV	€/ acción
21,7%	18,5%	114.166	130.226	10,17
19,9%	17,0%	127.876	143.935	11,24
18,1%	15,6%	144.644	160.703	12,55
16,3%	14,1%	165.572	181.632	14,18
14,5%	12,7%	192.362	208.421	16,27

Fuente: AFI

ELABORADO POR:

Pablo Mañueco Galindo

El presente informe ha sido elaborado por Pablo Mañueco Galindo, socio de Analistas Financieros Internacionales (en adelante AFI).

Para su elaboración, se ha utilizado información proporcionada por Gowex, así como información de carácter público relativa a los sectores de actividad correspondientes. AFI no ha revisado la exactitud de la información facilitada. En este sentido, AFI no acepta ninguna responsabilidad sobre la exactitud de las cifras utilizadas ni sobre las consecuencias del presente informe.

El alcance de nuestro trabajo no incluye una revisión y evaluación de la situación fiscal, legal, laboral de la compañía, ni de sus registros contables. Por lo tanto, los riesgos, si existiesen, derivados de dichas situaciones, no han sido tomados en consideración en nuestro ejercicio de valoración.

Las opiniones y recomendaciones recogidas en el presente informe no pueden ser consideradas como una oferta de compra o de venta de acciones. AFI no asume ninguna responsabilidad que se derive del contenido de este documento.

SERVICIO COORDINADO POR:



Instituto Español de Analistas Financieros

Instituto Español de Analistas Financieros (en adelante " IEAF") presta el servicio IN RESEARCH en colaboración con Bolsas y Mercados Españoles Sistemas de Negociación S.A. (en adelante "BME") . Ni BME, ni el IEAF han intervenido en la realización del informe que reconocen pertenece al emisor del valor o instrumento financiero analizado y/o al analista o sociedad que lo suscribe. Por lo anterior, BME y IEAF no asumen responsabilidad alguna en relación con las decisiones de inversión que se adopten tomando en consideración el mismo y/o los daños o perjuicios directos e indirectos que puedan sufrir quienes formalicen operaciones basadas en dicho informe.

IN RESEARCH tiene como finalidad facilitar a los emisores de valores incorporados al segmento de Empresas en Expansión del Mercado Alternativo Bursátil el acceso a analistas independientes. Los informes de análisis son elaborados por los analistas independientes no interviniendo por tanto en su elaboración ni el Instituto Español de Analistas Financieros, ni BME. Los informes son remunerados por el emisor del valor analizado, el cual ha tenido acceso a su contenido con carácter previo a su difusión.

El presente informe no constituye una recomendación de inversión, ni invitación, oferta, solicitud u obligación por parte de BME o el IEAF para llevar a cabo una operación o transacción alguna sobre los valores o instrumentos financieros objeto del Informe. Ni BME, ni IEAF son responsables del contenido, exactitud y veracidad del informe, ni de ninguna pérdida financiera, ni decisión tomada sobre la base de la información contenida en el informe. Ni BME, ni IEAF, sus administradores, representantes, asociados, sociedades controladas, directores, socios, empleados o asesores asumen responsabilidad alguna en relación con la información contenida en el informe, ni de cualquier uso de la misma.