

Gowex: espectacular crecimiento y aumento de márgenes

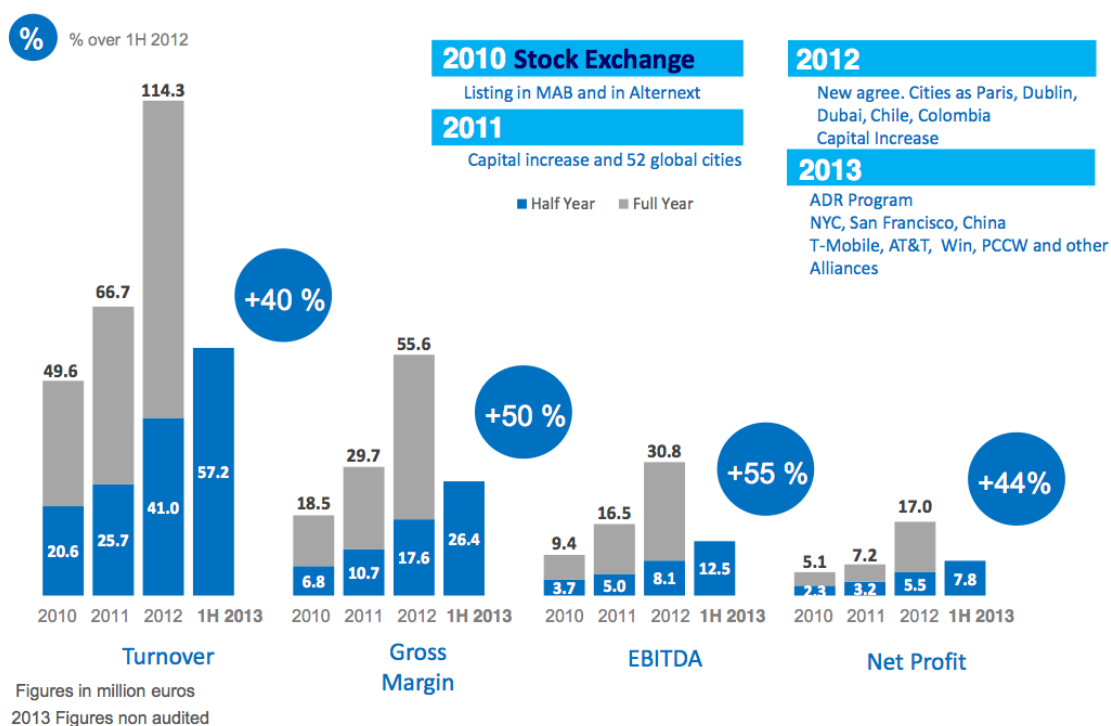
Resultados 1S13

Gowex ha vuelto a presentar unos resultados extraordinarios con unas tasas de crecimiento muy elevadas. Estas son las principales cifras:

- **Ventas:** 57,2 millones € (+40%)
- **Margen Bruto:** 26,4 millones € (+50%)
- **EBITDA:** 12,5 millones € (+55%)
- **EBIT:** 10,7 millones € (+40%)
- **Bº Neto:** 7,9 millones € (+44%)

Como vemos, presentar crecimientos del 40% y del 50% e incluso más en ciertas partidas de beneficios de la cuenta de pérdidas y ganancias son unas tasas envidiables. Muchas empresas querrían crecer a este ritmo y además con los importes que ya mueve Gowex.

Creo que lo mejor es ver una imagen que refleja muy bien la espectacular evolución del negocio y de las cifras que está presentado Gowex desde hace ya varios años.



Incremento de los márgenes

Un punto que veo que es muy positivo sobre la evolución de estos resultados es que a pesar de estar Gowex en un **proceso de expansión y crecimiento muy fuerte**, consigue **aumentar los márgenes**. Esto suele ser muy complicado ya que en las primeras etapas de todo proceso de expansión como en el que se encuentra Gowex, las inversiones suelen ser elevadas y los resultados en términos de aumento de los márgenes y de la rentabilidad suelen tardar tiempo en llegar. Es decir, crecer en ingresos es relativamente fácil siempre y cuando tengas dinero, pero lo difícil es que ese incremento de ventas se traduzca en beneficios y encima en una rentabilidad mayor que la del año anterior. Por poner un ejemplo, si una empresa tiene 5 tiendas y abre otras 5 durante el año, seguro que vende más. ¿Pero habrá ganado más dinero siendo más rentable? Lo normal es que no ya que habrá realizado unas inversiones y unos gastos de adecuación del local, etc, que cuestan tiempo recuperar y amortizar.

En Gowex vemos por tanto que un incremento de los ingresos en un 40% en el primer semestre del año se traduce en un incremento del 50% del margen bruto (pasando de un margen del 43% al 46% sobre ventas), una subida del 55% del EBITDA (margen EBITDA pasa del 20% al 22%) y

un crecimiento del 44% del beneficio neto respecto al mismo periodo del 2012 (margen pasa del 13% al 14%). Es decir, que los beneficios crecen más que los ingresos. Una señal muy positiva y que dice mucho de la gestión que se está

Let's GOWEX S.A. (M€)	1H 2013	1H 2012	Variation 1H 2013 / 1H 2012
Turnover	57.222.283	40.984.678	40%
Gross margin	26.384.932	17.588.739	50%
Other operating income	204.426	157.823	30%
Personnel expenses	(1.636.262)	(1.367.391)	20%
Operating costs	(12.428.997)	(8.305.611)	50%
EBITDA	12.524.099	8.073.561	55%
<i>% of sales</i>	22%	20%	
Depreciation	2.584.975	2.556.260	1%
Amortization	(4.431.186)	(2.991.534)	48%
EBIT	10.677.888	7.638.286	40%
<i>% of sales</i>	19%	19%	
Financial results	587.128	160.998	265%
Profit before tax	11.265.016	5.457.525	106%
Taxes		(2.341.759)	-100%
Net Profit	7.868.238	5.457.525	44%
<i>% of sales</i>	13%	13%	

2013 Figures non audited

haciendo de este crecimiento. Lo mejor de todo es que este incremento de márgenes lo va a poder seguir consiguiendo o por lo menos eso es lo que buscan. La compañía concretamente en su previsión para este año completo ha comentado que también se ha marcado el objetivo de mejorar su rentabilidad operativa. Además ha dado una cifra sobre los ingresos estimados para 2013, la cual asciende a 170 millones de euros.

Ingresos e internacionalización

La internacionalización de los ingresos también se ve cómo **va aumentado año tras año**. La distribución de los ingresos en este primer semestre ha sido del 44% procedentes de España y el 56% restante a nivel internacional. En el 1S12 las ventas internacionales suponían el 51% del total y en el 1S11 eran el 42%. Además, es que veo que todavía este incremento de las ventas internacionales sobre el total podrá seguir aumentando de manera muy importante. Todavía con un 44% de las ventas a nivel nacional, el potencial internacional pienso que sigue siendo elevadísimo. Lo bueno es que este cambio en la distribución de las ventas se está consiguiendo aumentando la cifra total de ellas de manera espectacular como hemos visto en el incremento de los ingresos que van consiguiendo año tras año.

Fortaleza financiera - Caja

Otro punto muy importante que destaco es la fortaleza de su balance. Lejos de ser una empresa que no tiene deuda financiera neta, la posición de caja es uno de los mayores activos que tiene lo cual le da una fortaleza financiera inmensa y le

Assets (€M)	30 th June 2013	Liabilities (€M)	30 th June 2013
Non current Assets	27,944,419	Net Equity	78,524,331
Current assets	83,882,244	Non current liabilities o/w long-term debts	18,019,303
o/w trade receivables for sales and services	20,770,339	Current liabilities o/w short term debts	2,431,520
o/w cash and other financial equivalents	63,111,905	o/w trade and other acc. Payable	12,851,508
Total Assets	111,826,662	Total Liabilities	111,826,662

2013 Figures non audited

va a permitir seguir creciendo sin grandes obstáculos en lo que se refiere a la financiación de dicho crecimiento. Con **63,1 millones de euros de tesorería** y con Jenaro García para gestionarla, creo que estamos ante dos caballos ganadores.



Riesgos y Amenazas

Como es lógico, no todo es ni será un camino de rosas para Gowex. La compañía ha superado mucho obstáculos y los tendrá que seguir superando.

La **competencia** cada vez será mayor y más dura. Para ello, su posición privilegiada al ser uno de los primeros (si no es el primero) en el mundo en creer en la conectividad gratis a internet y crear un modelo de negocio innovador en base a este concepto, hace que la fortaleza conseguida con la experiencia y su posicionamiento en ciudades muy relevantes a nivel mundial me haga ser optimista. Creo que Gowex podrá competir a día de hoy muy bien y con éxito. Además, haber cerrado ya acuerdos con operadoras tan importantes como AT&T o Deutsche Telekom, entre otras, hace que la compañía esté también en una situación privilegiada para afrontar la competencia que pueda surgir.

Los **cambios regulatorios** como la finalización del roaming en Europa es otro punto a tener muy presente. De hecho la compañía ya ha contemplado este cambio regulatorio en su plan de negocio y como comentó Jenaro García, presidente de la compañía, en la última Junta General de Accionistas, los ingresos previstos para los próximos años sobre el roaming en Europa son nulos. Es decir, que los ingresos llegarán por otro lado como son los servicios Premium a usuarios, publicidad geolocalizada, etc. Lo que le interesa a la compañía es que tanto en Europa como en el mundo, muchos usuarios se conecten a internet a través de ellos y cobrarles por otros servicios de valor añadido para ellos o para las empresas que quieran publicitarse a través de su plataforma.

Las **nuevas tecnologías** como el 4G también pueden ser una amenaza para Gowex. Pero es que realmente Gowex es una plataforma tecnológica que se sirve de todas las tecnologías para ofrecer sus servicios. Es decir, que Gowex utilizará el 4G o lo que haya mejor en ese momento para la conexión a internet. No es una empresa que ofrece WiFi y ya está. Ofrece como he comentado la tecnología que mejor convenga en cada caso para el usuario final. A día de hoy Gowex utiliza muchos tipos de tecnología y la amenaza o el riesgo para la compañía es si se sabrá adaptar a las que vayan surgiendo en el futuro. Creo que sí que podrá adaptarse bien, sobre todo durante los próximos años dada la evolución que está teniendo. Aquí, como en la mayor parte de las pequeñas y medianas compañías, el



presidente o el alma de la compañía es clave para ello. Pienso que Jenaro García está más que capacitado para afrontar los cambios tecnológicos y liderar cualquier cambio que deba de acometer la empresa para adaptarse a ellos.

Habrán más riesgos y amenazas como todas las compañías tienen. Lo importante es que por ahora, las fortalezas y oportunidades de Gowex creo que superan con crecer a los riesgos y amenazas que puedan surgir a corto y medio plazo.

Hitos en el primer semestre

Durante este primer semestre se han conseguido contratos y entrar nuevas ciudades muy importantes. Estos logros me hacen seguir siendo muy optimista hacia el futuro de la compañía ya que será dentro de unos meses cuando empecemos a ver los resultados que están dando.

Entre otros logros voy a destacar los siguientes:

- Se han “conquistado” dos grandes ciudades en EEUU: **Nueva York** y **San Francisco**.
- Acuerdos con varias operadoras para expandir el modelo de negocio: **Win** (zona norte Europa), **Altanteam** (centro Europa) y **Bluwireless** (Italia).
- Acuerdos de Roaming con **Deutsche Telekom**, **AT&T Wireless**, **Oi** (Brasil) y **PCCW** (Hong Kong)
- Entra en el MSCI Spain. Morgan Stanley reconoce el potencial de la compañía y la incluye dentro del índice y de la selección de empresas que realiza para España.

China

Gowex tiene a China como un país clave para su crecimiento y expansión. Están muy decididos a crecer en dicho país dado el potencial que ofrece. Para ello ya ha realizado durante estas semanas dos movimientos muy importantes:

- Se han aliado con **Eastern Fibernet**, compañía líder china de telecomunicaciones y proveedor de acceso a internet.



- Han fichado a **Margaret Chen**, una de la mujeres más influyentes del mundo de las telecomunicaciones en China, como vicepresidenta y asesora estratégica del CEO de Gowex en el continente asiático.

Sin duda que Margaret Chen habrá influido y ayudado a que el contrato con Eastern Fibernet se haya conseguido. Pero seguro que vendrán otros acuerdos y colaboraciones en China y en Asia de la mano de este gran fichaje para conseguir que la compañía siga creciendo en los próximos años de la manera tan espectacular como lo está haciendo desde hace ya tiempo.

Valoración

Mantengo la valoración que hice tras la publicación de los resultados anuales de 2012.

	Gowex	2012	2013e	2014e
Dada la estimación que ha publicado la compañía de 170 millones de euros como ingresos totales para 2013 (+50% aprox. vs 2012), creo que por lo menos a nivel de	Precio acción	5,80 €	5,80 €	5,80 €
	Nº Acciones	72,31	72,31	72,31
	Capitalización	419,42 €	419,42 €	419,42 €
	Deuda Neta	-40,00 €	-40,00 €	-40,00 €
	Valor Empresa (VE)	379,42 €	379,42 €	379,42 €
	EBITDA	30,80 €	52,36 €	78,54 €
	BN	17,03 €	28,95 €	43,42 €
	VE / EBITDA	12,32	7,25	4,83
	PER	24,63	14,49	9,66

beneficios se conseguirán las cifras que puse en mi anterior análisis. Estimé un crecimiento del 70% en EBITDA y Beneficio Neto para 2013. Con este crecimiento tendríamos un EBITDA de 52,4 millones de euros y un Beneficio Neto de 28,9 millones de euros. Con estas cifras y con la acción a 5,80 euros (cierre 27 de septiembre), el PER sería de 14,5x y el Valor Empresa / EBITDA de 7,25x. Si estimamos un crecimiento para 2014 del 50% en EBITDA y Beneficio Neto, los ratios a 2014 sería de un PER de 9,7x y un VE / EBITDA de 4,8x. Sin duda unos ratios más que atractivos.

Como precio o rango objetivo diría que la compañía podría cotizar sin problema entre los 6 y los 9 euros. Es decir, que por debajo de 6 euros veo que es una excelente oportunidad de compra. A 6 euros sigo viendo que es un precio muy atractivo ya que podría justificar sin problema que Gowex cotizara a 9 euros. Espero explicarme. Es decir, 9 euros no es un



precio de venta automático, es un precio que creo que podemos justificar perfectamente.

Con mis previsiones, 9 euros por acción nos daría un PER 2014e de 15x y Valor Empresa / EBITDA de 7x. Dadas las características de la empresa, su crecimiento registrado

Gowex	5,80 €	9,00 €
VE / EBITDA 2013e	7,25	11,67
PER 2013e	14,49	22,48
VE / EBITDA 2014e	4,83	7,78
PER 2014e	9,66	14,99

en los últimos años y su crecimiento esperado para los próximos ejercicios, cotizar con estos ratios no son además ningún precio desorbitado. Serían razonables. Por eso comento que creo que por lo menos el rango para cotizar debería estar por la parte baja en 6 euros y por arriba en los 9 euros sin ser éste último un precio de venta automática. Habrá que ver cuando llega a cotizar a 9 euros cómo son los resultados que va presentando. Es decir, que si veo dentro de un año a Gowex en 9 euros y los resultados de 2013 son mejores a lo esperado y sobre todo podemos seguir esperando crecimientos muy elevados para 2014 y 2015, la valoración de la compañía probablemente la suba.

Gowex	
Capitalización (mls.)	419,42
Cotización (27/09/13)	5,80 €
Precio Objetivo	9,00 €
Potencial	55%

Por lo tanto, los **9 euros por acción la tengo como una referencia** a partir de la cual habrá que ver el potencial que nos ofrece Gowex en bolsa. Hasta que llegue a los 9 euros, por lo menos para mí, la inversión en Gowex estaría más que justificada.



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.*