



- 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 80% del margen bruto de la compañía, frente a la actividad de bolsa de telecomunicaciones, negocio original de la empresa. La división de *Wireless* comprende los servicios de gestión y explotación de redes WiFi, una plataforma de *Roaming* inalámbrica y la explotación publicitaria. La división de Telecom se encarga de la gestión y explotación de una plataforma de intercambio comercial en el mercado de las telecomunicaciones B2B.
- La compañía presenta beneficios recurrentes y crecientes desde 2008 a todos los niveles de la Cuenta de Resultados, y ha registrado 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.
- Gowex presenta una situación financiera saneada, con un bajo endeudamiento y una posición neta de tesorería de 22,1 millones €. El modelo de negocio supone unas necesidades reducidas de inversión en capital para el crecimiento y el mantenimiento de la red, lo que puede permitir una rápida expansión.
- 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 operadoras con capacidad para financiar proyectos de envergadura, así como cierto riesgo de obsolescencia tecnológica ligado al desarrollo de nuevas tecnologías.
- AFI ha realizado una valoración de Gowex que proporciona un valor de **10,30 €/acción**, lo que supone un potencial de revalorización del 67% 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 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 10,30 €/acción es el escenario central de una horquilla relativamente amplia, en base a la volatilidad que pueden experimentar los resultados de Gowex por las características de su negocio.

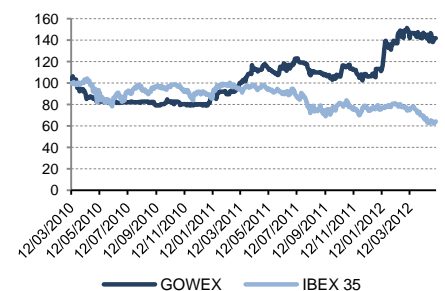
DATOS BÁSICOS DE COTIZACIÓN (28 de mayo de 2012)

TICKER	GOW
PRECIO (EUR)	6,17
SECTOR	TELECOMUNICACIONES
Nº DE ACCIONES EMITIDAS (Nº ACCIONES)	12.934.268
CAPITALIZACIÓN (EUR)	79.804.400
FREE FLOAT (%)	29,6%
VOLUMEN MEDIO DIARIO 2012 (Nº ACCIONES)	11.260
PRECIO MAX / MIN 12 MESES (EUR)	6,40 / 4,33

EVOLUCIÓN COMPARADA (Gowex vs. IBEX 35)

	3M	6M	12M	YTD
ABSOLUTA	-1,9%	34,7%	34,3%	28,8%
RELATIVA	23,0%	55,5%	71,3%	55,0%

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	0,00	0,09	0,08(*)
BENEFICIO POR ACCIÓN	0,29	0,45	0,57

(*) Dividendo pendiente de aprobar

RATIOS DE VALORACIÓN (VECES/ %)

	2009	2010	2011
PER (PRECIO/ BENEFICIO)	20,6 x	13,5 x	10,1 x
EV/ EBITDA (CAPITALIZACIÓN + DEUDA NETA/ EBITDA)	-	3,1 x	2,6 x
PRECIO/ VALOR CONTABLE	-	3,0 x	2,1 x
RENTAB. POR DIVIDENDO	0,00%	1,54%	3,31%

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.....	7
3.- DAFO.....	9
4.- Análisis económico-financiero.....	10
4.1- Cuenta de resultados	10
4.2- Balance de situación	13
5.- Valoración.....	15
5.1- Hipotesis de valoración	15
5.2- Resultado de la valoración	19

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 70,4% del grupo, contando con un *free-float* en Bolsa del 29,6%. El 16,3% 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 €, un margen bruto de 29,8 millones € y un resultado bruto de explotación (EBITDA) de 16,5 millones €. El beneficio neto de la compañía se situó en 7,2 millones €.

El patrimonio neto de Gowex a 31 de diciembre de 2011 alcanza los 35,1 millones €. La deuda financiera bruta se sitúa en 9,2 millones €, y el efectivo y activos líquidos en 31,3 millones €, por lo que la compañía cuenta con una posición financiera neta positiva de 22,1 millones €.

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

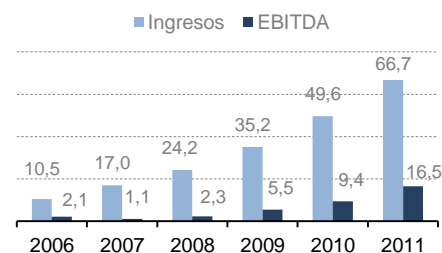
- Gowex Wireless, está dedicada a la prestación de servicios relacionados con las telecomunicaciones inalámbricas. En concreto, comprende los servicios de gestión y explotación de redes WiFi, la plataforma de *Roaming* inalámbrica y la explotación publicitaria electrónica y de comercio electrónico geolocalizado 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	7.725.324	59,7%
RESTO EQUIPO DIRECTIVO	1.378.432	10,7%
FREE-FLOAT	3.830.512	29,6%
	12.934.268	100,0%

Fuente: FactSet

INGRESOS Y EBITDA 2006-2011

Importes en millones €

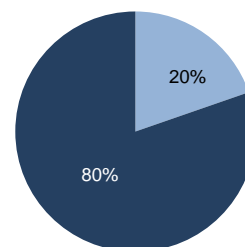


Fuente: Gowex

DESGLOSE MARGEN BRUTO 2011

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, en el ejercicio 2011 el 80% del margen bruto fue generado por Gowex Wireless y el 20% 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*, los servicios de consultoría de redes WiFi y la plataforma WILOC de comercio y publicidad electrónica geolocalizada. En 2011, esta división aportó el 70% de los ingresos consolidados y el 80% del margen bruto.

Plataforma de *Roaming*

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, más de 95 operadores de diferentes países utilizan la plataforma, creando una red que dispone de más de 400.000 puntos de acceso. Así, todos los clientes de estos operadores son potenciales consumidores del servicio de *Roaming* de Gowex.

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 900.000 usuarios registrados entre ambas modalidades.

Los ingresos de la plataforma de *Roaming* 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.

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



Consultoría de redes WiFi

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 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 19.000 puntos de acceso de los más de 400.000 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 58% 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.

Plataforma WILOC de comercio electrónico y publicidad geolocalizada

WILOC 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 19.000 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.

Esta línea de negocio representa un 10% de los ingresos de la división de *Wireless*.

Cabe destacar el hecho de que aunque la plataforma global WiFi tiene el equivalente a 400.000 puntos de acceso, Gowex solamente gestiona 19.000 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 30 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 WILOC 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, lo que supone un riesgo para la compañía, dada la limitada solvencia de gran parte de los mismos. En este sentido, la compañía ha dotado una provisión por importe de 7,1 millones € a cierre de 2011 en previsión de potenciales impagos por parte de municipios.

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.

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 *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*

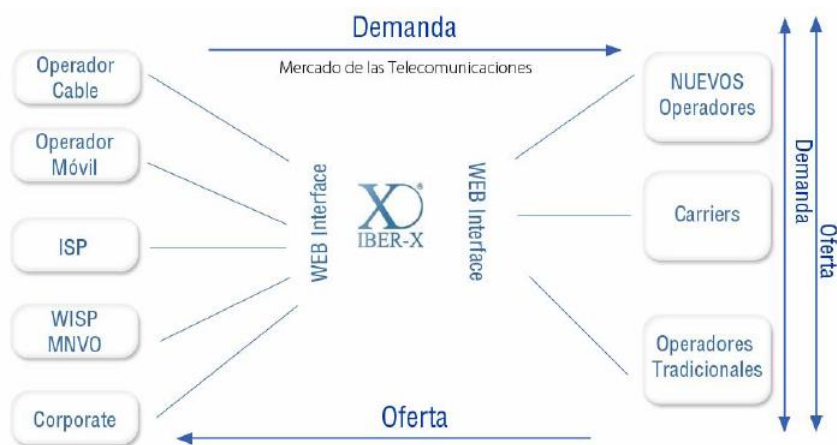
La plataforma *Gowex Smart Cities 2.0* (en proceso de patente) es un conjunto de sistemas y subsistemas pensados para facilitar la implantación e integración de todo tipo de *Smart Services* dentro de un entorno innovador de *Smart City*.

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 en 2011 Gowex Telecom representó el 30% de los ingresos y el 20% 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.

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
- Fuerte atractivo comercial de la red en España
- Relaciones estables con las Administraciones locales
- Experiencia de gestión para replicar el modelo de crecimiento a nivel internacional

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

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 2008-2011				
Importes en miles €	2008	2009	2010	2011
Importe neto de la cifra de negocios	24.191	35.180	49.641	66.698
<i>% crecimiento</i>	42,6%	45,4%	41,1%	34,4%
Activación de gastos	708	876	999	667
Subvenciones de explotación	231	272	255	479
Otros ingresos de explotación	49	0	40	113
Aprovisionamientos	(18.547)	(24.478)	(31.118)	(36.943)
Gastos de personal	(902)	(995)	(1.549)	(2.152)
Otros gastos de explotación	(3.423)	(5.337)	(8.897)	(12.344)
EBITDA	2.308	5.518	9.371	16.517
<i>% crecimiento</i>	107,4%	139,1%	69,8%	76,3%
<i>% margen EBITDA</i>	9,5%	15,7%	18,9%	24,8%
Amortizaciones	(760)	(1.035)	(1.563)	(3.419)
Provisiones	(285)	(901)	(1.552)	(3.594)
EBIT	1.262	3.582	6.256	9.504
<i>% crecimiento</i>	530,0%	183,8%	74,7%	51,9%
<i>% margen EBIT</i>	5,2%	10,2%	12,6%	14,2%
Resultado financiero	(24)	(80)	53	131
Resultados extraordinarios	(104)	2	0	0
Resultado antes de impuestos	1.133	3.503	6.309	9.635
Impuesto de sociedades	(270)	(627)	(1.179)	(2.415)
Resultado después de impuestos	863	2.877	5.130	7.220
<i>% crecimiento</i>	-25690,8%	233,4%	78,4%	40,7%
<i>% margen neto</i>	3,6%	8,2%	10,3%	10,8%

Fuente: Gowex

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

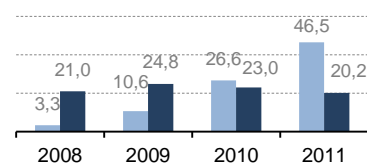
En el ejercicio 2011 los ingresos consolidados ascendieron a 66,7 millones €, un 34% por encima del 2010, de los que 46,5 millones € procedieron de Gowex Wireless (70%) y 20,2 millones € de Gowex Telecom (30%).

Dentro de la división de *Wireless*, el 58% de los ingresos se generó con las actividades de consultoría, el 32% en la plataforma de *Roaming* y el 10% restante procedió de *WILOC*.

WIRELESS VS. TELECOM 2008-2011

Importes en millones €

■ Ingresos Wireless ■ Ingresos Telecom



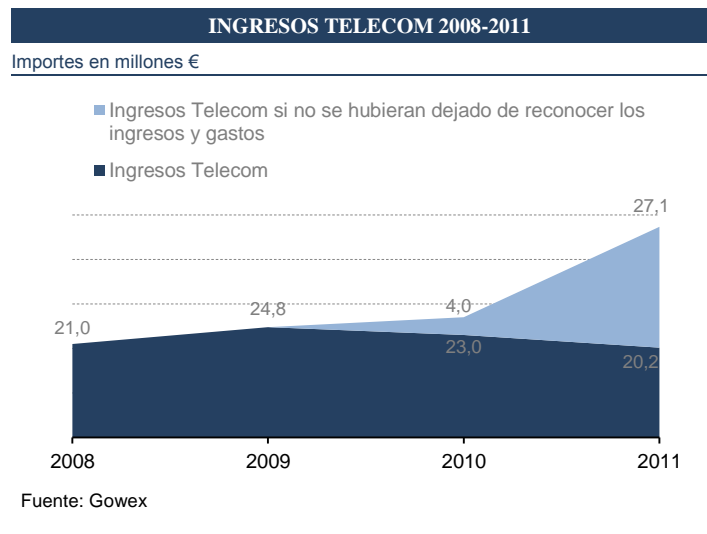
Fuente: Gowex

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 finalizará en 2012.

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 (2012), 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.



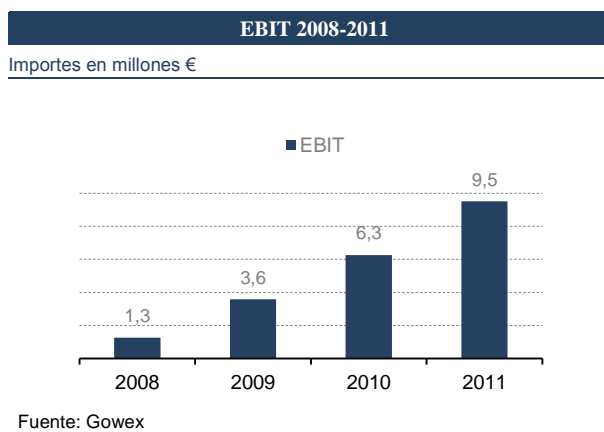
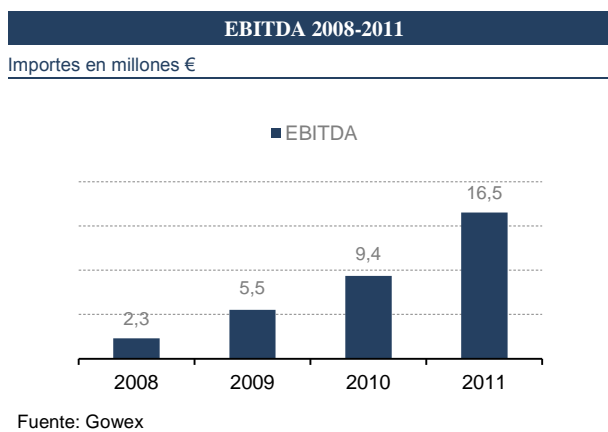
El peso de los aprovisionamientos sobre ingresos se ha reducido paulatinamente en los últimos ejercicios, y en 2011 el margen bruto se situó en 29,7 millones €, lo que supone un 45% sobre ingresos y un crecimiento del 61% respecto al ejercicio precedente, por encima del incremento registrado en ingresos.

Los gastos de personal representan un peso reducido sobre ingresos (3,2% en 2011), 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) supuso en 2011 un 18% de los ingresos de la compañía.

El resultado bruto de explotación (EBITDA) ha crecido significativamente en los últimos años, como consecuencia del crecimiento de los ingresos y mejora de los márgenes de explotación, situándose a cierre del ejercicio 2011 en 16,5 millones €, lo que supone un margen del 24,8% sobre ingresos. El crecimiento del margen EBITDA en 2010 y 2011 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 €. Desde el ejercicio 2008 la compañía ha ido dotando una provisión en concepto de deterioro de los créditos comerciales, que en el 2011 ascendió a 3,6 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.



La compañía cuenta con posición financiera neta de tesorería, por lo que cuenta con resultado financiero positivo, que en el ejercicio 2011 ascendió a 131.344 €.

El resultado antes de impuestos 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%.

BALANCE DE SITUACIÓN

BALANCE DE SITUACIÓN 2009-2011							
Importes en miles €	2009	2010	2011		2009	2010	2011
				Patrimonio neto	12.518	22.918	35.141
				Fondos propios	11.529	22.111	34.600
				Capital suscrito	490	576	647
				Reservas	8.163	16.883	27.829
				Acciones propias en cartera	0	(478)	(1.095)
				Resultado del ejercicio	2.877	5.130	7.220
				Ajustes por cambio de valor	0	0	4
				Subvenciones	989	807	536
Activo no corriente	3.761	8.332	15.998	Pasivo no corriente	1.795	4.804	8.980
Inmovilizado intangible	1.884	2.041	2.001	Deudas a largo plazo	1.215	3.346	6.216
Inmovilizado material	1.715	5.769	13.285	Deudas con entidades de crédito a lp	891	2.977	2.075
Inversiones financieras a lp	31	59	349	Acreedores por arrend. financiero a lp	209	91	0
Activos por impuesto diferido	132	463	363	Otros pasivos financieros a lp	115	277	4.141
				Pasivos por impuesto diferido	580	1.458	2.764
Activo corriente	26.524	41.173	41.294	Pasivo corriente	15.972	21.784	13.171
Existencias	0	0	53	Deudas a corto plazo	1.927	2.628	2.948
Deudores comerciales y otras cuentas	20.721	25.932	9.893	Deudas con entidades de crédito a cp	1.348	1.102	807
Inversiones financieras a corto plazo	335	11.076	28.342	Acreedores por arrend. financiero a cp	100	109	91
Periodificaciones a corto plazo	0	2	34	Otros pasivos financieros a cp	479	1.417	2.050
Efectivo y otros activos líquidos	5.469	4.163	2.971	Acreedores comerciales y otras cuentas	14.045	19.156	10.190
				Periodificaciones a corto plazo	0	0	33
ACTIVO	30.285	49.505	57.292	PASIVO	30.285	49.505	57.292

Fuente: Gowex

El Activo total de GOWEX a cierre de 2011 se situó en 57,3 millones €, del que el 72% corresponde a activo corriente (41,3 millones €) y el 28% a activo no corriente (16 millones €).

La principal partida del activo no corriente es el inmovilizado material, que a cierre de 2011 ascendía a 13,3 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 31,3 millones €, y que suponen conjuntamente el 75,8% del activo corriente.

INVERSIONES FINANCIERAS A CP Y EFECTIVO 2011

Importes en miles €	2011
Imposiciones a corto plazo	27.861
Fianzas y depósitos	321
Otros activos financieros	158
Cuotas participativas CAM	3
Efectivo	2.971
Inversiones financieras a corto plazo y efectivo	31.313

Fuente: Gowex

Una parte de los activos líquidos se corresponde con los fondos captados en la ampliación de capital llevada a cabo en junio de 2011, que todavía no han sido invertidos.

Otra partida relativamente importante del activo corriente es la cuenta de deudores comerciales, que asciende a 9,9 millones € y que supone el 24,0% del activo corriente. A cierre del ejercicio 2011 la compañía dispone de cuentas de clientes, fundamentalmente Administraciones Públicas, por importe de 14,5 millones €, de las cuales 7,1 millones € se encuentran provisionadas por potenciales insolvencias. Adicionalmente la compañía cuenta con otros créditos con la Administración Pública por importe de 2,1 millones €, en los que se incluyen saldos deudores en concepto de IVA entre otros.

DEUDORES COMERCIALES Y OTRAS CUENTAS 2011	
Importes en miles €	2011
Cientes	14.521
Créditos con las Administraciones Públicas	2.085
Deudores varios	395
Provisión para insolvencias	(7.108)
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	9.893

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.

A cierre de 2011 Gowex cuenta con acciones propias por importe de 1,1 millones €, como resultado de las operaciones destinadas a proveer liquidez. La compañía ha nombrado como proveedores de liquidez a Bankia Bolsa (MaB) y Aurel BGC (Alternext).

La compañía cuenta con deuda financiera bruta por importe de 9,2 millones €. Dado que dispone de efectivo e inversiones financieras a corto plazo por importe de 31,3 millones €, presenta una posición neta de tesorería por importe de 22,1 millones €.

POSICIÓN FINANCIERA NETA 2011	
Importes en miles €	2011
Deudas a largo plazo	6.216
Deudas a corto plazo	2.948
Deuda financiera bruta	9.163
Efectivo y activos líquidos + Inversiones financieras a cp	31.310
Posición financiera neta	22.147

Fuente: Gowex

En el ejercicio 2011 la compañía repartió 1,0 millón € en concepto de dividendos, con cargo al ejercicio 2010.

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 2012-2016.

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 base para la elaboración de las proyecciones 2012-2016.

Ingresos

Hemos estimado los ingresos de Gowex para el período 2012-2016, diferenciando por líneas de negocio:

- Gowex Wireless: A cierre del ejercicio 2011 Gowex cuenta con presencia de red en 52 ciudades. Hemos realizado una estimación de los ingresos en base a la hipótesis de que la compañía alcance 125 ciudades en el ejercicio 2016 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 65% de los ingresos proyectados por la compañía en el DAR.
- Gowex Telecom: Hemos mantenido las previsiones incluidas en el DAR para el año 2012 y hemos asumido su estabilidad durante el período proyectado (crecimiento nulo).

INGRESOS GOWEX ESTIMADOS 2012-2016						
Importes en miles €	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Ingresos Wireless	46.529	69.246	82.068	95.375	109.181	123.501
<i>% crecimiento</i>	<i>75,0%</i>	<i>48,8%</i>	<i>18,5%</i>	<i>16,2%</i>	<i>14,5%</i>	<i>13,1%</i>
Ingresos Telecom	20.169	12.245	12.245	12.245	12.245	12.245
<i>% crecimiento</i>	<i>-12,4%</i>	<i>-39,3%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
Ingresos totales	66.698	81.491	94.313	107.620	121.426	135.746

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 manteniendo los márgenes incorporados por la compañía en el DAR.

El resultado obtenido es el siguiente:

APROVISIONAMIENTOS GOWEX ESTIMADOS 2012-2016						
Importes en miles €	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Aprovisionamientos Wireless	22.633	36.046	42.720	49.647	56.833	64.288
<i>% sobre ingresos Wireless</i>	48,6%	521%	521	52,1%	52,1%	52,1%
Aprovisionamientos Telecom	14.310	7.347	7.347	7.347	7.347	7.347
<i>% sobre ingresos Telecom</i>	71,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%

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 ESTIMADOS 2012-2016						
Importes en miles €	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Gastos de personal	2.152	2.756	3.201	3.662	4.141	4.638
<i>% sobre margen bruto total</i>	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Otros gastos de explotación	11.085	14.194	16.484	18.861	21.327	23.885
<i>% sobre margen bruto total</i>	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 2012-2016						
Importes en miles €	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Capex inmovilizado intangible	883	1.630	1.886	2.152	2.429	2.715
Capex inmovilizado material	9.777	11.409	9.431	7.533	6.071	2.715
Capex total	10.660	13.039	11.318	9.686	8.500	5.430

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 2012-2016						
Importes en miles €	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Deudores comerciales	17.001	20.771	24.039	27.431	30.950	34.600
Acreedores comerciales	10.190	12.218	14.120	16.094	18.142	20.266
Working capital	6.810	8.553	9.919	11.337	12.808	14.334
Inversión en Working capital		1.743	1.366	1.418	1.471	1.526

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 cierre de 2011, por importe de 2,4 millones €.

Proyección de flujos de caja

PROYECCIONES DE FLUJOS DE CAJA 2012-2016						
Importes en miles €	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Ingresos	66.698	81.491	94.313	107.620	121.426	135.746
<i>% crecimiento</i>	34,4%	22,2%	15,7%	14,1%	12,8%	11,8%
Aprovisionamientos	(36.943)	(43.393)	(50.067)	(56.994)	(64.180)	(71.635)
<i>% sobre ingresos</i>	55,4%	53,2%	53,1%	53,0%	52,9%	52,8%
Margen bruto	29.755	38.099	44.246	50.626	57.245	64.111
<i>% crecimiento</i>	60,6%	28,0%	16,1%	14,4%	13,1%	12,0%
Gastos de personal	(2.152)	(2.756)	(3.201)	(3.662)	(4.141)	(4.638)
<i>% sobre margen bruto</i>	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Otros gastos de explotación	(11.085)	(14.191)	(16.484)	(18.861)	(21.327)	(23.885)
<i>% sobre margen bruto</i>	37,3%	37,3%	37,3%	37,3%	37,3%	37,3%
EBITDA	16.517	21.149	24.561	28.103	31.777	35.588
<i>% crecimiento</i>	76,3%	28,0%	16,1%	14,4%	13,1%	12,0%
<i>% margen EBITDA</i>	24,8%	26,0%	26,0%	26,1%	26,2%	26,2%
Amortizaciones	(3.419)	(4.361)	(5.493)	(6.461)	(7.311)	(7.854)
Provisiones	(3.594)	0	0	0	0	0
EBIT	9.504	16.788	19.068	21.641	24.466	27.734
<i>% crecimiento</i>	51,9%	76,6%	13,6%	13,5%	13,1%	13,4%
<i>% margen EBIT</i>	14,2%	20,6%	20,2%	20,1%	20,1%	20,4%
Impuesto sobre el EBIT		(4.197)	(4.767)	(5.410)	(6.116)	(6.934)
EBIT después de impuestos		12.591	14.301	16.231	18.349	20.801
Amortizaciones		4.361	5.493	6.461	7.311	7.854
Provisiones		0	0	0	0	0
Capex		(13.039)	(11.318)	(9.686)	(8.500)	(5.430)
Inversión en working capital		(1.743)	(1.366)	(1.418)	(1.471)	(1.526)
Flujo de caja libre de explotación		2.170	7.110	11.589	15.690	21.699

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 2016 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	203e	201e	2015e	2016e	F. norm
EBITDA		16.517	21.149	24.561	28.103	31.777	35.588	35.588
	% crecimiento	76,3%	28,0%	16,1%	14,4%	13,1%	12,0%	
	% margen EBITDA	24,8%	26,0%	26,0%	26,1%	26,2%	26,2%	
Amortizaciones		(3.419)	(4.361)	(5.493)	(6.461)	(7.311)	(7.854)	(5.430)
Provisiones		(3.594)	0	0	0	0	0	0
EBIT		9.504	16.788	19.068	21.641	24.466	27.734	30.159
	% crecimiento	51,9%	76,6%	13,6%	13,5%	13,1%	13,4%	
	% margen EBIT	14,2%	20,6%	20,2%	20,1%	20,1%	20,4%	
Impuesto sobre el EBIT			(4.197)	(4.767)	(5.410)	(6.116)	(6.934)	(9.048)
EBIT después de impuestos			12.591	14.301	16.231	18.349	20.801	21.111
Amortizaciones			4.361	5.493	6.461	7.311	7.854	5.430
Provisiones			0	0	0	0	0	0
Capex			(13.039)	(11.318)	(9.686)	(8.500)	(5.430)	(5.430)
Inversión en working capital			(1.743)	(1.366)	(1.418)	(1.471)	(1.526)	(287)
Flujo de caja libre de explotación			2.170	7.110	11.589	15.690	21.699	20.824
Valor residual							156.470	
Flujo a descontar			2.170	7.110	11.589	15.690	178.169	
Valor Actual Neto (VAN) de los flujos			109.901					
(+) Inversiones financieras a lp cierre 2011			349					
Valor del negocio (Enterprise Value)			110.250					
(+) Posición financiera neta cierre 2011			22.147					
(-) Pasivos por impuesto diferido cierre 2011			(2.402)					
Valor de las acciones (Equity Value)			129.995					
Nº de acciones en circulación* (en acciones)			12.659.242					
Valor por acción (en €)			10,30					

Fuente: AFI

* Detryendo el número de acciones en autocartera

Según la valoración realizada, el valor de los fondos propios de Gowex se sitúa en 130,0 millones €. **El valor estimado por acción asciende a 10,30 €/ 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 (28 de mayo de 2012), que es de 6,17 €/ acción, lo que supone un potencial de revalorización superior al 67%.

La valoración estimada de Gowex a 10,30 €/ acción supone un multiplicador EV/ EBITDA implícito de 6,7 veces y un PER de 18,0 veces, calculados sobre los resultados de 2011, 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 28 de mayo de 2012 asciende a 8,4 veces. El menor multiplicador de Gowex respecto a Boingo es coherente con los descuentos con los que cotizan las compañías de telecomunicaciones europeas respecto a sus homólogas americanas, y con el menor tamaño actual de Gowex. iPass ha obtenido resultados negativos en 2011, con lo que no es posible calcular un multiplicador de valoración.

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.