

Investment Research

Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 18.55

closing price as of 17/06/2014

Target price: EUR 31.00

from Target Price: EUR 17.00

Reuters/Bloomberg GOW.MC/GOW.SM

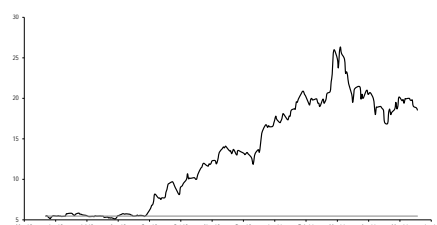
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	127,270
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	2,375.32
Price high 12 mth (EUR)	26.34
Price low 12 mth (EUR)	5.12
Abs. perf. 1 mth	8.9%
Abs. perf. 3 mth	-6.8%
Abs. perf. 12 mth	233.0%

Market capitalisation (EURm) 1,341

Current N° of shares (m) 72

Free float 37%

Key financials (EUR)	12/13	12/14e	12/15e
Sales (m)	183	278	416
EBITDA (m)	53	85	133
EBITDA margin	29.0%	30.4%	31.9%
EBIT (m)	39	66	106
EBIT margin	21.3%	23.7%	25.6%
Net Profit (adj.)(m)	29	48	78
ROCE	38.0%	41.3%	48.6%
Net debt/(cash) (m)	(21)	(30)	(63)
Net Debt Equity	-0.2	-0.2	-0.3
Net Debt/EBITDA	-0.4	-0.4	-0.5
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	(91.9)	255.7	8,697.1
EV/Sales	5.1	4.7	3.1
EV/EBITDA	17.4	15.5	9.6
EV/EBITDA (adj.)	17.4	15.7	9.7
EV/EBIT	23.7	19.9	12.0
P/E (adj.)	32.7	28.1	17.3
P/BV	9.9	9.4	6.2
OpFCF yield	-1.7%	0.8%	2.7%
Dividend yield	0.1%	0.2%	0.3%
EPS (adj.)	0.40	0.66	1.07
BVPS	1.32	1.97	3.00
DPS	0.01	0.03	0.06



Shareholders: Management team 53%; Alvasebi 10%;

For company description please see summary table footnote

Reason: Fundamental Report

18 June 2014

La revolución digital es un hecho y Gowex sigue siendo una alternativa clara para participar de ella

La fuerte subida acumulada por el valor desde la salida a bolsa, ha provocado cierta sensación de vértigo en algunos inversores. Sin embargo pensamos que la historia de crecimiento única de la compañía continúa vigente. El fuerte aumento del tráfico de datos a nivel mundial y el proceso de traslación de la actividad publicitaria de internet a los canales móviles siguen siendo dos fuerzas de crecimiento sectorial que en términos de volumen están aún en fases tempranas del ciclo. El modelo de negocio de Gowex, no sólo sigue siendo válido para monetizar dichas tendencias, sino que ha evolucionado para ser más sostenible, con la incorporación de We2 y G. Mobile. En ese sentido vemos la reciente consolidación como una ventana de oportunidad para volver a entrar en el valor. Subimos el Precio Objetivo a 31 EUR/ACC frente a 17 EUR/ACC anterior.

- ✓ **Inmejorable track record:** las previsiones de ventas de la división Wireless en la salida a bolsa en 2010 eran de alrededor de 62 mEUR en 2013 desde los 27 mEUR de aquel año. El cierre de 2013 ha presentado unas ventas de 157 mEUR para esa división, es decir 2,5x las estimaciones y casi 6x el nivel de 2010.
- ✓ En el periodo 2012-2017, se espera que el tráfico móvil de datos se incremente por 13 veces, de la mano de la mayor penetración de las redes públicas de WiFi y de que el 80% de las tabletas sólo esté conectada por WiFi. Este proceso debe estar a menos del 50% de su potencial. Adicionalmente **el segmento del mercado basado en M2M está sólo en sus inicios. El valor de la publicidad por Internet ya ha superado a otros canales más tradicionales** como la TV en UK, pero esta tendencia se puede dar en otros países y con otros canales. Además la monetización del valor añadido de esa publicidad al pasar al entorno móvil, como la personalización y geo-localización, está sólo en sus comienzos.
- ✓ En nuestra opinión **Gowex sigue liderando la capacidad para monetizar esta tendencia.** Los pasos que ha dado para seguir liderando el proceso de desarrollo y monetización del WiFi son: a) Aumentar su masa crítica a más de 90 ciudades y 23 agencias de transporte, alcanzar una cobertura de 110 países con acuerdos de roaming, b) profesionalizar la gestión con la incorporación de varios ejecutivos especializados en los diferentes sectores de actividad de la empresa y c) creación de We2 y Gowex Mobile para respectivamente, acelerar la expansión del negocio con menos inversiones y para ampliar la oferta de producto con el fin de generar más uso de la plataforma.
- ✓ **Nuestras estimaciones suponen que Gowex multiplicará sus ventas por 5,5x entre 2013 y 2018,** para alcanzar un Ebitda de más de 380 mEUR en dicho año. La caja neta, que a cierre de 2013 se sitúa en más de 30 mEUR, superaría los 300 mEUR al final del periodo lo que debe permitir adquisiciones estratégicas.
- **Reiteramos nuestra recomendación de Comprar y elevamos nuestra valoración de Gowex desde 17 a 31 EUR/ACC,** en base a la combinación del potencial de la actividad relacionada con WiFi, a la capacidad demostrada por la empresa para monetizar este proceso y a los nuevos medios para hacerlo, como We2 y Gowex Mobile.

Analyst(s): Victor Peiro Pérez

+34 91 436 7812 vpeiro@bekafinance.com

For important disclosure information, please refer to the disclaimer page of this report

CONTENTS

La revolución digital está todavía en sus comienzos y Gowex es un buen vehículo para jugarla	3
Crecimiento de la economía digital	3
Gowex sigue siendo un eslabón clave en la cadena de valor del WiFi	3
Valoramos Gowex en 31 EUR/ACC.....	4
Estimaciones por divisiones: la publicidad on-line gana peso	5
Seguimos esperando un fuerte crecimiento en Ebitda y beneficio neto	6
¿Incremento de competencia? Si claro, pero con bajo riesgo para Gowex	7
El desarrollo del M2M y de los Smartphone: claves para el crecimiento WiFi	7
Estructura de negocio de Gowex Wireless y tendencias	8
ESN Recommendation System	15

La revolución digital está todavía en sus comienzos y Gowex es un buen vehículo para jugarla

Estamos ante una empresa líder en un sector de fuerte crecimiento, con un track record probado, con elevada posición de caja neta y que ha llevado a cabo actuaciones para seguir en la vanguardia del sector manteniendo su neutralidad, con lo que el crecimiento de su masa crítica, produce un efecto “llamada” en el mercado WiFi, que además es ya un mercado de demanda y no de oferta.

Crecimiento de la economía digital

- El número de conexiones a través de dispositivos móviles se ha multiplicado por 10x entre 2008 y 2013. El 80% de las tabletas sólo usa WiFi y el 70% de los usuarios de smartphones usan hotspots públicos.
- El tráfico de datos en la red móvil se multiplicará por 11 entre 2013 y 2018, según Cisco.
- En el mismo periodo el número de videos vistos en dispositivos móviles se multiplicará por 14x.
- Ya en 2012 el tráfico generado por videos superó el 50% de todo el tráfico de datos en móviles. En 2014 más del 50% del tráfico de datos ya estará generado en dispositivos móviles
- En términos de tráfico, un cliente de datos equivale a 100 de voz. Por ello el sistema basado en cobertura con red 3G o 4G no es suficiente. Se necesita un sistema de alta densidad de cobertura, para el que el WiFi ofrece una solución adecuada. El 80% de la demanda de datos desde dispositivos móviles se produce en interiores.
- El 4G/LTE multiplica por 4x la capacidad de 3G, pero se estima un tráfico creciendo 11x hasta 2018, con lo que la actividad de off-loading seguirá creciendo fuertemente.
- La publicidad en internet crece anualmente a tasas del 18% y la que va dedicada al canal móvil un 47%. Su peso ha pasado del 2,2% en 2010 al 11% en el 2013
- El uso de eBiacons en e-commerce, es creciente. El 54% de los compradores en EEUU considera útil el showrooming y la experiencia interactiva “in shop” y a través de “WiFi in shop”.
- La sustitución de las webs por APP dedicadas es creciente.
- El segmento del M2M está sólo en sus inicios. Los vehículos conectados llevan hasta 13 SIM's y están mandando datos continuamente. Domótica, fitness, seguridad, transporte, son sólo algunos de los campos en los que la M2M ya está presente.

Gowex sigue siendo un eslabón clave en la cadena de valor del WiFi

- A diferencia de otros operadores de WiFi, el modelo de negocio de Gowex es neutral para los operadores, tiene como objetivo generar valor para todos los agentes involucrados y está basado en el WiFi libre o el concepto “freemium”.
- Gowex está expuesto a este mercado vía plataforma independiente (roaming), vía ingeniería mantenimiento de redes, vía venta de servicios de off-loading, como proveedor de tecnología digital (Gowex Mobile) y como canal de publicidad y gestión comercial de clientes.
- Gowex está a la vanguardia de la tecnología ofreciendo su capacidad de combinar el tráfico entre redes celulares, de WiFi y de Bluetooth (eBicons).

Valoramos Gowex en 31 EUR/ACC

Valoramos Gowex por un descuento de flujos dado el claro perfil de crecimiento de la compañía. Nuestra nueva valoración de 31 EUR/ACC sube un 80% frente a la que teníamos anteriormente de 17 EUR/ACC. De las hipótesis de valoración que usamos en el DCF, sólo hemos cambiado la de crecimiento a perpetuidad “g”, que pasamos de 2,5% a 3% para reflejar el efecto acelerador que We2 y Gowex Mobile están teniendo el plan de negocio de la empresa (este cambio aporta algo menos de 1,5 EUR/ACC adicional a la valoración anterior). Mantenemos la wacc en el 8,5%, porque nos parece que refleja adecuadamente el riesgo de ejecución del ambicioso proyecto, pero al mismo tiempo la situación de bajos tipos de interés de la UEM que pensamos es duradera.

GOWEX: DCF VALUATION								
mEUR	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	Perpetual
Net sales	114.3	182.6	277.9	416.3	635.3	823.7	1,049.9	1049.9
% Change	71%	60%	52%	50%	53%	30%	27%	
EBITDA	26.9	53.0	84.5	132.8	215.2	290.3	388.4	388.4
EBIT	21.8	38.9	65.7	106.4	177.9	240.3	321.8	
Normative tax rate	23%	27%	27%	27%	27%	28%	28%	
NOPLAT	16.7	28.5	48.0	77.6	129.8	173.0	231.7	
Depreciations and other provisor	-9.0	-14.1	-18.8	-26.4	-37.3	-50.9	-67.5	
Gross operating cash flow	25.8	42.6	66.8	104.1	167.1	223.9	299.2	
Capital expenditure	-20.6	-49.5	-50.0	-58.3	-82.6	-103.0	-126.0	
Change in net working capital	-1.8	-9.5	-6.0	-9.2	-15.0	-15.6	-19.6	
Cash flow to be discounted	3.4	-16.4	10.7	36.6	69.5	105.4	153.7	158.3
WACC & DCF ANALISYS								
Free risk rate	4.50%	Cumulated DCF			286.1		Debt & Others	
Company risk factor	1.00	Perpetual growth rate (g)			3.0%		- Net debt (Cash) (14e)	
Market risk premium	4.00%	Normalised Annual CF			158		- Minorities (fair value)	
Cost of Equity (Ke)	8.50%	Terminal Value at Nominal Year			2,877		+ Associates	
Cost of debt (gross)	5.0%	Disc.Rate of Terminal Value			0.66			
Normative tax rate	30.0%	NPV Terminal Value			1,913.2		Equity Value (EUR m)	
Cost of Debt Net (Kd)	3.50%						Number of shares (m)	
Target gearing (D/E) %Kd	0%						FV(EUR/SH)	
% Ke	100%	Enterprise value (EUR m)			2,199.3			
WACC	8.5%							

Source: BEKA Finance estimates

La mayor parte de la revisión de la valoración proviene de que tras los resultados de 2013, diversas reuniones con el management y de ver la evolución del sector, damos más potencial al negocio a largo plazo. Los cambios que hemos realizado en las estimaciones son:

GOWEX: CHANGE OF ESTIMATES by BEKA Finance						
mEUR		2,013	2014e	2015e	2016e	CAGR 13-16e
Sales	Old	177.0	275.0	387.0	520.0	43%
	New	182.6	277.9	416.3	635.3	52%
	Dif.%	3.2%	1.1%	7.6%	22.2%	
EBITDA	Old	50.2	79.7	109.0	142.8	42%
	New	53.0	84.5	132.8	215.2	60%
	Dif.%	5.5%	6.0%	21.8%	50.7%	
Net Profit	Old	30.4	47.5	64.5	81.8	39%
	New	28.8	47.9	77.5	129.6	65%
	Dif.%	-5.2%	0.9%	20.2%	58.5%	
Capex	Old	31.8	49.5	54.1	64.4	27%
	New	49.5	50.0	58.3	82.6	19%
	Dif.%	55.5%	1.1%	7.7%	28.2%	

Source: BEKA Finance estimates

Implicit ratios @ FV	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Equity Value (EUR m)	62	2,241	2,241	2,241	2,241	2,241	2,241	2,241
Enterprise value (EUR m)	33	2,199	2,199	2,199	2,199	2,199	2,199	2,199
EV / Sales	0.5x	1.0x	12.0x	7.9x	5.3x	3.5x	2.7x	2.1x
EV / EBITDA	2.0x	4.2x	41.5x	26.0x	16.6x	10.2x	7.6x	5.6x
EV / EBIT	3.4x	5.2x	56.6x	33.4x	20.7x	12.4x	9.2x	6.8x
PER	8.6x	9.9x	77.7x	46.8x	28.9x	17.3x	13.0x	9.7x

Source: BEKA Finance

Estimaciones por divisiones: la publicidad on-line gana peso

La actividad de Gowex sigue basada, además del negocio derivado de la plataforma de trading de banda ancha, en su **modelo de creación de valor para el sistema a partir de la gestión neutral de redes de wifi abiertas y su monetización**. Esto le diferencia de otros modelos que se han ido creando y que a veces son interpretados erróneamente como posible competencia de Gowex.

Dentro de la actividad de Gowex Wireless las líneas de ingresos siguen siendo las originales desde la salida a bolsa de la empresa: a) Network, que incluye los ingresos derivados de los acuerdos de roaming, offloading y acceso, b) Ingeniería, que incluye el ingreso por el diseño, implantación, mantenimiento y operación de redes Wifi y c) Publicidad y Gowex Mobile, que abarca los ingresos de la monetización de esas redes, a través de publicidad y de servicios adicionales. El crecimiento de los ingresos va unido principalmente (aunque no exclusivamente) al ritmo de incorporación de nuevas redes al universo Gowex. Normalmente la variable clave es el número de nuevas "Smart cities", pero este concepto de ciudades debe ser entendido en sentido amplio, ya que el modelo de negocio de Gowex también se desarrolla por acuerdos con operadoras o cadenas de negocios como centros comerciales (algunos acuerdos con centros comerciales pueden aportar más tráfico de usuarios que muchas ciudades medianas, por la rotación de público que generan).

Nuestras estimaciones del negocio de Gowex Wireless por líneas de negocio y márgenes son las siguientes:

GOWEX Wireless: sales breakdown estimates										CAGR
EURm	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	13-18
# of "cities"	25	52	67	86	130	202	302	393	511	42.8%
Wireless Sales	26.6	46.9	90.8	157.2	250.5	387.4	605.9	794.0	1,019.9	45.4%
<i>Growth</i>		75.9%	93.8%	73.1%	59.3%	54.7%	56.4%	31.0%	28.5%	
<i>Network (Access, roami)</i>	8.3	15.4	41.0	85.5	124.0	164.9	214.4	253.0	298.6	28.4%
<i>Growth</i>		84.2%	166.8%	108.6%	45.0%	33.0%	30.0%	18.0%	18.0%	
<i>o/tot</i>	31.3%	32.8%	45.1%	54.4%	49.5%	42.6%	35.4%	31.9%	29.3%	
<i>Engineering, deploymer</i>	15.0	27.2	32.0	40.5	58.7	80.2	107.0	128.4	154.0	30.6%
<i>Growth</i>		81.3%	17.6%	26.5%	45.0%	36.7%	33.3%	20.0%	20.0%	
<i>o/tot</i>	56.3%	58.0%	35.2%	25.8%	23.4%	20.7%	17.7%	16.2%	15.1%	
<i>Media and Gowex Mobil</i>	3.3	4.3	17.8	31.2	67.8	142.3	284.6	412.6	567.3	78.6%
<i>Growth</i>		30.3%	314.8%	75.0%	117.1%	110.0%	100.0%	45.0%	37.5%	
<i>o/tot</i>	12.4%	9.2%	19.6%	19.9%	27.0%	36.7%	47.0%	52.0%	55.6%	
Gross Margin	14.6	25.7	49.2	84.5	138.6	220.8	355.7	476.1	623.3	49.1%
<i>o/sales</i>	54.9%	54.9%	54.2%	53.8%	55.3%	57.0%	58.7%	60.0%	61.1%	
<i>Network (Access, roami)</i>	4.7	8.5	23.4	48.2	70.7	94.0	122.2	144.2	170.2	
<i>o/sales</i>	56.6%	55.6%	57.1%	56.3%	57.0%	57.0%	57.0%	57.0%	57.0%	
<i>Engineering, deploymer</i>	8.3	15.0	16.3	18.2	25.2	32.9	42.8	51.3	61.6	
<i>o/sales</i>	55.0%	55.0%	51.0%	45.0%	43.0%	41.0%	40.0%	40.0%	40.0%	
<i>Media and Gowex Mobil</i>	1.7	2.2	9.5	18.1	42.7	93.9	190.7	280.6	391.5	
<i>o/sales</i>	50.0%	51.5%	53.0%	58.0%	63.0%	66.0%	67.0%	68.0%	69.0%	

BEKA Finance estimates

Como se puede ver en la tabla, el crecimiento medio de los ingresos que estimamos para el periodo 2013-2018e es del 45%. Puede parecer agresivo y aunque en tales crecimientos siempre hay un riesgo de ejecución, lo cierto es que si comparamos con los aumentos que ha habido en los años 2011 a 2013 (entre 73% y 99%), y con la fase de desarrollo en la que el "mundo wifi" se encuentra, pueden ser incluso conservadoras.

Dentro de las estimaciones, hemos ralentizado los crecimientos de la actividad más relacionada con roaming y offloading porque pensamos que es donde puede haber mayor competencia, aunque precisamente el aumento de tamaño, hace que entrar a formar parte de la red de Gowex sea más atractivo y eficiente para los operadores al abarcar más cobertura que con otros acuerdos.

Estimamos que la división de Media, debe pesar actualmente alrededor del 20% de los ingresos de Wireless, pero pensamos que es donde hay más potencial de crecimiento y además es la actividad con mayores rentabilidades.

Seguimos esperando un fuerte crecimiento en Ebitda y beneficio neto

Como se puede ver en nuestras estimaciones de la tabla inferior, vemos dos tendencias bien diferenciadas en los ingresos de la compañía. En el negocio de Gowex Telecom (intermediación de banda ancha a nivel mayorista y sólo en España) pensamos que el crecimiento medio en el periodo 2013-2018 será del 3%. Aunque en esta actividad el margen bruto ha ido creciendo en los últimos ejercicios, pensamos a medio plazo pueden bajar progresivamente.

Con la combinación de las dos líneas de negocio, nuestras estimaciones de ingresos apuntan a un crecimiento medio de casi 42%. En términos de margen bruto esperamos una subida desde el 51,6% de 2013 al 60% en 2018, donde el peso creciente de la actividad de publicidad digital, compensa sobradamente el menor margen ya comentado en Gowex Telecom y algo de estrechamiento en Ingeniería.

GOWEX: P&G estimates										Tacc
EURm	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	13-18
Sales	49.7	67.0	114.3	182.6	277.9	416.3	635.3	823.7	1,049.9	41.9%
<i>Growth</i>	41.2%	35.0%	70.6%	59.7%	52.2%	49.8%	52.6%	29.6%	27.5%	
G. Telecom	23.0	20.2	23.5	25.4	27.4	28.8	29.4	29.7	30.0	3.4%
<i>Growth</i>	-7.2%	-12.4%	16.5%	8.1%	8.0%	5.0%	2.0%	1.0%	1.0%	
<i>o/tot</i>	46.3%	30.1%	20.6%	13.9%	9.9%	6.9%	4.6%	3.6%	2.9%	
G. Wireless	26.6	46.9	90.8	157.2	250.5	387.4	605.9	794.0	1,019.9	45.4%
<i>Growth</i>	152.5%	75.9%	93.8%	73.1%	59.3%	54.7%	56.4%	31.0%	28.5%	
<i>o/tot</i>	53.7%	69.9%	79.4%	86.1%	90.1%	93.1%	95.4%	96.4%	97.1%	
Gross Margin	18.5	31.6	55.6	94.3	149.2	230.9	365.4	485.3	632.2	46.3%
<i>o/sales</i>	37.3%	47.1%	48.6%	51.6%	53.7%	55.5%	57.5%	58.9%	60.2%	
G. Telecom	3.9	5.9	6.4	9.8	10.6	10.1	9.7	9.2	9.0	-1.7%
<i>o/sales</i>	17.0%	29.0%	27.2%	38.6%	38.6%	35.0%	33.0%	31.0%	30.0%	
G. Wireless	14.6	25.7	49.2	84.5	138.6	220.8	355.7	476.1	623.3	49.1%
<i>o/sales</i>	54.9%	54.9%	54.2%	53.8%	55.3%	57.0%	58.7%	60.0%	61.1%	
Group Ebitda	9.4	16.5	26.9	53.0	84.5	132.8	215.2	290.3	388.4	48.9%
<i>Growth</i>	69.8%	76.3%	62.6%	97.2%	59.5%	57.1%	62.0%	34.9%	33.8%	
<i>o/sales</i>	18.9%	24.6%	23.5%	29.0%	30.4%	31.9%	33.9%	35.2%	37.0%	
Net Profit	5.1	7.2	17.0	28.8	47.9	77.5	129.6	172.8	231.4	51.7%
<i>Growth</i>	78.4%	40.7%	136.0%	69.2%	66.2%	61.8%	67.2%	33.3%	33.9%	
EPS	0.1	0.1	0.2	0.4	0.7	1.1	1.8	2.4	3.2	51.7%
<i>Growth</i>	64.0%	22.7%	99.5%	69.2%	66.2%	61.8%	67.2%	33.3%	33.9%	

BEKA Finance estimates

Con estas estimaciones, el crecimiento del Ebitda sería del 50%-60% en los próximos tres años y del 490% de media en el periodo 2013-2018 y el margen subiría desde el 30% al 37%, por el apalancamiento en media y en el uso de la plataforma por mayor tráfico. Similares crecimientos podrían ser logrados a nivel de beneficio neto.

La incorporación de We2 y Gowex Mobile apoyan un crecimiento con menores inversiones

GOWEX: selected items estimates									
EURm	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Tangible A.	5.8	13.3	17.1	54.7	84.7	115.2	158.2	207.4	262.8
Intangible A.	2.0	2.0	3.1	6.2	8.3	10.5	13.7	17.4	21.4
Total Equity	22.9	35.1	69.5	95.2	142.1	217.2	342.2	505.9	723.5
Net Cash	9.4	29.2	56.6	32.7	41.5	74.7	138.5	233.7	372.3
Receivables	25.9	9.9	15.9	45.6	67.6	99.2	148.7	190.3	239.5
Net Work. Cap.	4.3	-2.8	-1.0	8.5	14.5	23.7	38.7	54.3	73.9
Capital Employed	12.6	13.2	19.6	70.9	109.0	150.9	212.1	280.6	359.5
Capex	5.8	10.7	20.6	49.5	50.0	58.3	82.6	103.0	126.0

BEKA Finance estimates

Durante 2013, Gowex invirtió fuertemente (unos 9 mEUR) en ampliar su capacidad de hardware, alojamiento de servidores y plataforma en China, Dubai y EEUU, para permitir la fuerte expansión que espera en esos mercados. Este hecho junto con el desarrollo de nuevas grandes ciudades WiFi, como Nueva York y San Francisco llevó a un fuerte incremento de inversiones en 2013, que se moderará en 2014.

¿Incremento de competencia? Si claro, pero con bajo riesgo para Gowex

En los últimos años la actividad de telecomunicaciones basada en WiFi ha crecido de forma importante lo que ha llevado aparejado el crecimiento del número de actores que han entrado en esta actividad. **El modelo de negocio de Gowex, tiene como eje central la neutralidad en el sector**, lo que hace que, operadores que a veces se perciben como clientes, en realidad puedan llegar a ser partners operativos en algún momento. A continuación describimos que modelos de negocio hemos detectado en el mundo wifi y el impacto o comparación con el modelo de Gowex:

- **Desarrollo de red de Wifi comunitario por parte de operadores.** Algunos operadores como O2 en UK, Telecable en Asturias o Orange en Paris, han puesto en marcha planes para “abrir” las redes Wifi de sus clientes. Estos proyectos nacen como un servicio adicional y gratuito a los clientes de fibra o de móvil. La diferencia con el modelo Gowex, es que **no tienen un plan de negocio propio, suelen ser un coste para el operador y no se suele monetizar**. Además la red creada sólo está disponible para los clientes del operador y en las redes del operador, es decir la capacidad de movilidad queda limitada a donde hay cobertura del operador.
- **Desarrollo de redes Wifi de pago por operadores independientes como Boingo.** Suelen ser de pago y su ámbito de influencia suele ser concreto. En el caso de Boingo la presencia es sobre todo en aeropuertos y bases americanas. Boingo está cambiando su modelo a uno semi gratuito, pero no pensamos que sea un proceso sencillo, por la estructura de pago actual. En el caso de GoGo la empresa está en el nicho de WiFi en aviones.
- **Desarrollo de Wifi gratis por operadores OTT como Google o Facebook.** Son modelos que compiten en todo o en parte con los operadores, lo que limita su ámbito geográfico.

El desarrollo del M2M y de los Smartphone: claves para el crecimiento WiFi

El nuevo segmento tecnológico global en crecimiento es el llamado “**Internet de las cosas**” o “**loE**” que implica el uso de la tecnología de Internet móvil para la gestión de diferentes dispositivos distancia incluyendo domótica, funciones en el automóvil o infraestructuras. Alrededor de 2.000 millones de dispositivos de internet están conectados en 2014 y se espera que lleguen a 9.000 millones en 2018. Estos informes apuntan a que el negocio ligado al loE, puede llegar en 2020 a casi 2 billones de USD, equivalentes al 12% del PIB actual de los EEUU. Según los últimos informes en los próximos 5 años habrá más de 9.000 millones de conexiones móviles frente a las menos de 7.000 actuales. Dentro de este crecimiento, **las conexiones entre máquinas serán un segmento que se multiplicará por 4 en el periodo**. Del total de conexiones **más de un 60% corresponderán a smartphones, lo que significa que el consumo de datos se multiplicará por 10x entre 2013 y 2019**.

En esta expansión la tecnología WiFi jugará un papel fundamental ya que es el método más usado para conectar dispositivos a Internet y dispositivos con otros dispositivos. **Ejemplos de dispositivos existentes en el mundo de loE son aparatos de domótica, seguridad, dispositivos de fitness, sistemas incluidos en automoción, etc**

La tecnología WiFi por preferencia de los usuarios, compatibilidad desde su inicio en 1999 y por los avances tecnológicos (como la tecnología passpoint, para la autenticación automatizada, o WiFi Direct para la conectividad M2M), **sigue siendo la primera opción para liderar el loE**. Plataformas como la de Gowex, que sean neutras, que encajen en los modelos de los operadores, las ciudades y los usuarios y que permitan monetizar las redes, pueden seguir siendo agentes importantes en todo este proceso de loE y M2M.

Estructura de negocio de Gowex Wireless y tendencias

El modelo de negocio de Gowex consigue la monetización de la actividad relacionada con las redes de WiFi generando ventajas para todos los actores del proceso.

Activity	Network			
	Engineering	Roaming	Offloading	Media Platform
Types of Revenues	a) Consultancy	a) Set up fees	a) Set up fees	a) Consultancy
	b) Set up	b) Memberships fees	b) Memberships fees	b) Retainers
	c) Management fees	c) Roaming in	c) Network Usage	c) Success fees
		d) Commissions	d) Commissions	d) Management fees
Nature of revenues	recurrent & non recurrent	a) non recurrent b,c,d) recurrent	a) non recurrent b,c,d) recurrent	a) non recurrent b,c,d) recurrent
Trend in Margins	=	=	+	++
Sample Clients/Partners / Agreements	NY, SF, Paris, Buenos Aires, Hong-Kong	AT&T, DT, Skype, lpass, Oi	T Mobile, AT&T, Mas Movil, Pepefon, Telecom, Oi	Coca Cola, Nintendo, Nike, Dell, Nokia, Toyota, Skype,...
<i>Source: Gowex</i>				

Las ventas derivadas de ingeniería, el establecimiento y la gestión de la red de WiFi creada en una ciudad es un negocio cuya **evolución es paralela al número de ciudades** con las que Gowex consiga firmar un contrato. La duración de los contratos es variable y durante la misma genera una corriente recurrente de ingresos. En este segmento hemos detectado más competencia y los **márgenes estarán estables o a medio plazo decrecientes**. En este sentido el objetivo de Gowex de 600 ciudades gestionadas en 2018, nosotros lo entendemos como “ciudades equivalentes” en habitantes, o lo que es lo mismo, en lugar de con ciudades, la masa de usuarios del sistema se puede alimentar igualmente con otro tipo de comunidades, como puede ser un gran centro comercial (con más tráfico que ciudades de tipo medio) o acuerdos con operadoras.

Una de las actividades que más potencial de crecimiento y rentabilidad tiene es el off-loading, ya que el fuerte crecimiento de tráfico de datos esperado, garantiza que los operadores de móvil tendrán una necesidad de descargar sus redes para no deteriorar el servicio. Una de las tendencias de sector es reforzar las inversiones con funciones virtuales y con software, y el offloading o los servicios de WiFi son en cierto modo otra forma de hacerlo. Por ello en esta línea de negocio esperamos crecimientos y márgenes estables a crecientes.

Por último destacamos que es en la plataforma de media donde esperamos más crecimientos y márgenes crecientes, ya que el efecto plataforma que se crea con el aumento de las ciudades y redes de operadores incluidas en alguno de los círculos de Gowex, atrae anunciantes y el valor del espacio sube. A esto se añade la tendencia subyacente del sector, por la que en la misma forma en que la publicidad on-line roba cuota de mercado a la off-line, la que va dirigida a canales móviles está creciendo mucho más que la que se dirige a ordenadores de mesa. La experiencia que se está viendo en los países anglosajones o incluso en Latam, evidencia no sólo el potencial de crecimiento sino los altos márgenes en comparación con otros mercados menos maduros como el español. El fuerte crecimiento del e-commerce alimenta la necesidad de WiFi y el atractivo de la publicidad geolocalizada en dispositivos móviles. Los nuevos sistemas de auto-gestión de la publicidad a través de software por los propios usuarios, garantiza altos márgenes y baja intensidad de opex.

Gowex: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e	12/2016e
Sales	67.0	114	183	278	416	635
Cost of Sales & Operating Costs	-50.5	-87.5	-130	-193	-283	-420
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0
EBITDA	16.5	26.9	53.0	84.5	133	215
EBITDA (adj.)*	16.5	26.9	53.0	83.5	132	214
Depreciation	-3.4	-6.8	-13.3	-17.9	-25.6	-36.5
EBITA	13.1	20.1	39.7	66.6	107	179
EBITA (adj.)*	13.1	20.1	39.7	65.6	106	178
Amortisations and Write Downs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	9.5	17.8	38.9	65.7	106	178
EBIT (adj.)*	9.5	17.8	38.9	64.7	105	177
Net Financial Interest	0.1	0.4	0.6	-0.3	0.0	0.7
Other Financials	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	9.6	18.2	39.4	65.4	106	179
Tax	-2.4	-5.2	-10.6	-17.8	-28.7	-48.0
<i>Tax rate</i>	<i>25.1%</i>	<i>28.4%</i>	<i>26.8%</i>	<i>27.1%</i>	<i>27.0%</i>	<i>26.9%</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	7.2	13.0	28.9	47.7	77.6	131
Net Profit (adj.)	7.2	13.0	28.9	47.7	77.6	131
CASH FLOW (EURm)	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e	12/2016e
Cash Flow from Operations before change in NWC	14.2	22.1	43.0	66.4	104	168
Change in Net Working Capital	7.0	-1.8	-9.5	-6.0	-9.2	-15.0
Cash Flow from Operations	21.3	20.3	33.5	60.4	94.9	153
Capex	-10.7	-20.6	-49.5	-50.0	-58.3	-82.6
Net Financial Investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	10.6	-0.3	-15.9	10.4	36.6	70.2
Dividends	1.0	1.0	1.0	2.4	4.7	9.1
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	5.1	15.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Net Debt	16.7	15.8	-14.9	12.8	41.3	79.3
NOPLAT	6.7	12.5	27.2	45.3	73.8	124
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e	12/2016e
Net Tangible Assets	13.3	17.1	54.7	84.7	115	158
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	2.0	3.1	6.2	8.3	10.5	13.7
Net Financial Assets & Other	0.7	0.4	1.5	1.5	1.5	1.5
Total Fixed Assets	16.0	20.6	62.4	94.5	127	173
Inventories	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Trade receivables	9.9	15.9	45.6	67.6	99.2	149
Other current assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash (-)	-31.2	-55.1	-51.2	-60.0	-93.3	-157
Total Current Assets	41.1	70.9	96.9	128	192	306
Total Assets	57.1	91.5	159	222	320	479
Shareholders Equity	35.1	69.5	95.2	142	217	342
Minority	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Equity	35.1	69.5	95.2	142	217	342
Long term interest bearing debt	6.2	11.3	24.4	24.4	24.4	24.4
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	2.6	-5.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
Total Long Term Liabilities	8.8	5.6	23.8	23.8	23.8	23.8
Short term interest bearing debt	2.9	3.1	5.4	5.4	5.4	5.4
Trade payables	10.2	13.3	34.9	50.9	73.3	108
Other current liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Current Liabilities	13.2	16.4	40.3	56.2	78.6	113
Total Liabilities and Shareholders' Equity	57.1	91.5	159	222	320	479
Net Capital Employed	15.7	23.2	73.1	111	153	214
Net Working Capital	-0.3	2.6	10.7	16.8	25.9	41.0
GROWTH & MARGINS	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e	12/2016e
<i>Sales growth</i>	<i>35.0%</i>	<i>70.6%</i>	<i>59.7%</i>	<i>52.2%</i>	<i>49.8%</i>	<i>52.6%</i>
EBITDA (adj.)* growth	76.3%	62.6%	97.2%	57.6%	57.8%	62.5%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>67.7%</i>	<i>53.4%</i>	<i>97.7%</i>	<i>65.1%</i>	<i>61.9%</i>	<i>67.3%</i>
<i>EBIT (adj.)* growth</i>	<i>51.9%</i>	<i>87.6%</i>	<i>118.0%</i>	<i>66.6%</i>	<i>62.7%</i>	<i>67.9%</i>

Gowex: Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e	12/2016e
Net Profit growth	40.7%	80.7%	121.3%	65.1%	62.9%	68.2%
EPS adj. growth	25.3%	61.6%	121.3%	65.1%	62.9%	68.2%
DPS adj. growth	-11.0%	-10.6%	0.0%	139.6%	94.1%	95.1%
EBITDA (adj)* margin	24.6%	23.5%	29.0%	30.0%	31.7%	33.7%
EBITA (adj)* margin	19.5%	17.6%	21.8%	23.6%	25.5%	28.0%
EBIT (adj)* margin	14.2%	15.6%	21.3%	23.3%	25.3%	27.8%
RATIOS	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e	12/2016e
Net Debt/Equity	-0.6	-0.6	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4
Net Debt/EBITDA	-1.3	-1.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Capex/D&A	152.0%	227.8%	350.5%	266.7%	220.5%	221.4%
Capex/Sales	15.9%	18.0%	27.1%	18.0%	14.0%	13.0%
NWC/Sales	-0.5%	2.3%	5.9%	6.0%	6.2%	6.4%
ROE (average)	24.9%	24.9%	35.1%	40.2%	43.2%	46.7%
ROCE (adj.)	44.5%	54.8%	38.0%	41.3%	48.6%	58.2%
WACC	14.5%	12.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
ROCE (adj.)/WACC	3.1	4.4	4.5	4.9	5.7	6.8
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e	12/2016e
Average diluted number of shares	64.7	72.3	72.3	72.3	72.3	72.3
EPS (reported)	0.11	0.18	0.40	0.66	1.07	1.81
EPS (adj.)	0.11	0.18	0.40	0.66	1.07	1.81
BVPS	0.54	0.96	1.32	1.97	3.00	4.73
DPS	0.02	0.01	0.01	0.03	0.06	0.13
VALUATION	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e	12/2016e
EV/Sales	0.6	1.1	5.1	4.7	3.1	1.9
EV/EBITDA	2.4	4.5	17.4	15.5	9.6	5.6
EV/EBITDA (adj.)*	2.4	4.5	17.4	15.7	9.7	5.7
EV/EBITA	3.0	6.0	23.2	19.7	11.9	6.8
EV/EBITA (adj.)*	3.0	6.0	23.2	20.0	12.0	6.8
EV/EBIT	4.2	6.8	23.7	19.9	12.0	6.8
EV/EBIT (adj.)*	4.2	6.8	23.7	20.2	12.1	6.9
P/E (adj.)	8.5	12.4	32.7	28.1	17.3	10.3
P/BV	1.8	2.3	9.9	9.4	6.2	3.9
Total Yield Ratio	-1.6%	-0.6%	-0.2%	-0.3%	-0.7%	
EV/CE	2.7	5.3	12.9	11.9	8.4	5.7
OpFCF yield	17.2%	-0.2%	-1.7%	0.8%	2.7%	5.2%
OpFCF/EV	26.7%	-0.2%	-1.7%	0.8%	2.9%	5.8%
Payout ratio	13.8%	7.7%	3.5%	5.0%	6.0%	7.0%
Dividend yield (gross)	1.6%	0.6%	0.1%	0.2%	0.3%	0.7%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e	12/2016e
Price** (EUR)	0.95	2.24	13.05	18.55	18.55	18.55
Outstanding number of shares for main stock	64.7	72.3	72.3	72.3	72.3	72.3
Total Market Cap	62	162	944	1,341	1,341	1,341
Net Debt	-22	-41	-21	-30	-63	-127
<i>o/w Cash & Marketable Securities (-)</i>	<i>-31</i>	<i>-55</i>	<i>-51</i>	<i>-60</i>	<i>-93</i>	<i>-157</i>
<i>o/w Gross Debt (+)</i>	<i>9</i>	<i>14</i>	<i>30</i>	<i>30</i>	<i>30</i>	<i>30</i>
Other EV components	0	0	0	0	0	0
Enterprise Value (EV adj.)	40	121	922	1,311	1,278	1,214

Source: Company, BEKA Finance estimates.

Notes

* Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj.)= EBITDA (or EBITA) +/- Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj.)= EBIT +/- Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation

**Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years

Sector: Telecommunications/Telecommunications

Company Description: Gowex operates within the telecommunication sector, occupying a unique position as a neutral infrastructure manager and interconnection services company for operators. Gowex was founded in 1999 and currently focuses on 2 main activities:

1) Gowex Wireless (main growth driver): services related to wireless telecommunications: management and operation of WiFi networks, wireless roaming platform 2) Gowex Telecom (traditional activity): bandwidth trading and B2B telecoms market services.

European Coverage of the Members of ESN

Member	Code	Company	Member	Code	Company	Member	Code	Company	
Aerospace & Defense	Mem(*)	Banca Mps	BAK	Rautaruukki	POH	Legrand	CIC	Heineken	SNS
Airbus Group	CIC	Banco Bradesco	CBI	Salzgitter	EQB	Neways Electronics	SNS	Hkscan	POH
Aviation Latecoere	CIC	Banco Popolare	BAK	Semapa	CBI	Nexans	CIC	Ktg Agrar	EQB
Bae Systems Plc	CIC	Banco Popular	BKF	Stora Enso	POH	Pkc Group	POH	Lanson-Boc	CIC
Carbures Europe Sa	BKF	Banco Sabadell	BKF	Surteco	EQB	Rexel	CIC	Laurent Perrier	CIC
Dassault Aviation	CIC	Banco Santander	BKF	Talvivaara Mining Co Plc	POH	Schneider Electric Sa	CIC	Ldc	CIC
Finmeccanica	BAK	Bank Of Cyprus	IBG	Thyssenkrupp	EQB	Vacon	POH	Lotus Bakeries	BDG
Lisi	CIC	Bankinter	BKF	Tubacex	BKF	Vaisala	POH	Naturex	CIC
Mtu	EQB	Bbva	BKF	Upm-Kymmene	POH	Financial Services	Mem(*)	Nutreco	SNS
Rheinmetall	EQB	Bcp	CBI	Biotechnology	Mem(*)	Ackermans & Van Haaren	BDG	Olvi	POH
Rolls Royce	CIC	Bes	CBI	4Sc	EQB	Azimut	BAK	Parmalat	BAK
Safran	CIC	Bnp Paribas	CIC	Bioalliance Pharma	CIC	Banca Generali	BAK	Pernod-Ricard	CIC
Thales	CIC	Boursorama	CIC	Cytotools Ag	EQB	Banca Ifis	BAK	Raisio	POH
Zodiac Aerospace	CIC	Bper	BAK	Epigenomics Ag	EQB	Bb Biotech	EQB	Remy Cointreau	CIC
Airlines	Mem(*)	Bpi	CBI	Metabolic Explorer	CIC	Binckbank	SNS	Sipef	BDG
Air France Klm	CIC	Commerzbank	EQB	Neovacs	CIC	Bois Sauvage	BDG	Ter Beke	BDG
Finnair	POH	Credem	BAK	Transgene	CIC	Bolsas Y Mercados Espanoles Sa	BKF	Unilever	SNS
Lufthansa	EQB	Credit Agricole Sa	CIC	Willex	EQB	Capman	POH	Vidrala	BKF
Automobiles & Parts	Mem(*)	Creval	BAK	Zeltia	BKF	Cir	BAK	Vilmorin	CIC
Autoliv	CIC	Deutsche Bank	EQB	Chemicals	Mem(*)	Comdirect	EQB	Viscofan	BKF
Bmw	EQB	Ety Eurobank Ergasias	IBG	Air Liquide	CIC	Corp. Financiera Alba	BKF	Vranken Pommeroy Monopole	CIC
Brembo	BAK	Garanti Bank	IBG	Alzco Nobel	SNS	Dab Bank	EQB	Wessanen	SNS
Continental	EQB	Halkbank	IBG	Basf	EQB	Deutsche Boerse	EQB	Food & Drug Retailers	Mem(*)
Daimler Ag	EQB	Ing Group	SNS	Dsm	SNS	Deutsche Forfait	EQB	Ahold	SNS
Elektrobit Group	POH	Intesa Sanpaolo	BAK	Evonik	EQB	Financiere De Tubize	BDG	Bim	IBG
Elingklinger	EQB	Kbc Group	BDG	Fuchs Petrolub	EQB	Gbl	BDG	Carrefour	CIC
Faurecia	CIC	Mediobanca	BAK	Henkel	EQB	Gimv	BDG	Casino Guichard-Perrachon	CIC
Fiat	BAK	National Bank Of Greece	IBG	Holland Colours	SNS	Grenkeleasing Ag	EQB	Colruyt	BDG
Landi Renzo	BAK	Natixis	CIC	K+S Ag	EQB	Hellenic Exchanges	IBG	Delhaize	BDG
Leoni	EQB	Nordea	POH	Kemira	POH	Kbc Ancora	BDG	Dia	BKF
Michelin	CIC	Piraeus Bank	IBG	Larxess	EQB	Luxempart	BDG	Jeronimo Martins	CBI
Nokian Tyres	POH	Postbank	EQB	Linde	EQB	Mip	EQB	Kesko	POH
Piaggio	BAK	Societe Generale	CIC	Nanogate Ag	EQB	Patrizia Ag	EQB	Marr	BAK
Pirelli & C.	BAK	Ubi Banca	BAK	Recticel	BDG	Food & Beverage	Mem(*)	Metro	CIC
Plastic Omnium	CIC	Unicredit	BAK	Solvay	BDG	Acomo	SNS	Rallye	CIC
Plastivaloire	CIC	Yapi Kredi Bank	IBG	Symrise Ag	EQB	Agrarius Ag	EQB	Sigro	SNS
Porsche	EQB	Basic Resources	Mem(*)	Tessenderlo	BDG	Anheuser-Busch Inbev	BDG	Sonae	CBI
Psa Peugeot Citroen	CIC	Acerinox	BKF	Tikkurila	POH	Atria	POH		
Renault	CIC	Altri	CBI	Umicore	BDG	Baywa	EQB		
Sogefi	BAK	Arcelormittal	BKF	Wacker Chemie	EQB	Berentzen	EQB		
Stern Groep	SNS	Crown Van Gelder	SNS	Electronic & Electrical Equipment	Mem(*)	Bonduelle	CIC		
Valeo	CIC	Ence	BKF	Alstom	CIC	Campani	BAK		
Volkswagen	EQB	Europac	BKF	Areva	CIC	Coca Cola Hbc Ag	IBG		
Banks	Mem(*)	Inapa	CBI	Barco	BDG	Corbion	SNS		
Asreal Bank	EQB	Metka	IBG	Euromicron Ag	EQB	Danone	CIC		
Akbank	IBG	Metsä Board	POH	Evs	BDG	Ebro Foods	BKF		
Aktia	POH	Mytilineos	IBG	Gemalto	CIC	Enervit	BAK		
Alpha Bank	IBG	Nystar	BDG	Ingenio	CIC	Fleury Michon	CIC		
Banca Carige	BAK	Outokumpu	POH	Jenoptik	EQB	Forfarmers	SNS		
Banca Etruria	BAK	Portucel	CBI	Kontron	EQB	Greenyard Foods	BDG		

General Industrials	Mem(*)	Grifols Sa	BKF	Duro Felguera	BKF	Hannover Re	EOB	Srv	POH
2G Energy	EOB	Korian-Medica	CIC	Emak	BAK	Mapfre Sa	BKF	Thermador Groupe	CIC
Aalberts	SNS	Laboratorios Rovi	BKF	Exel Composites	POH	Mediolanum	BAK	Titan Cement	IBG
Accell Group	SNS	Medica	CIC	Faiveley	CIC	Munich Re	EOB	Trevi	BAK
Ahlstrom	POH	Merck	EOB	Gea Group	EOB	Sampo	POH	Uponor	POH
Analytik Jena	EOB	Novartis	CIC	Gesco	EOB	Talanx Group	EOB	Uzin Utz	EOB
Arcadis	SNS	Oriola-Kd	POH	Haulotte Group	CIC	Unipol	BAK	Vbh Holding	EOB
Aspo	POH	Orion	POH	Heidelberger Druck	EOB	Unipolsai	BAK	Vicat	CIC
Bekaert	BDG	Orpea	CIC	Ima	BAK	Zurich Financial Services	BAK	Vinci	CIC
Evolis	CIC	Recordati	BAK	Interpump	BAK	Materials, Construction & Infrastructure	Mem(*)	Yit	POH
Frigoglass	IBG	Rhoen-Klinikum	EOB	Kone	POH	Aberitis	BKF	Media	Mem(*)
Huhtamäki	POH	Roche	CIC	Konecranes	POH	Acs	BKF	Ad Pepper	EOB
Kendrion	SNS	Sanofi	CIC	Krones Ag	EOB	Adp	CIC	Alma Media	POH
Mifa	EOB	Sorin	BAK	Kuka	EOB	Astaldi	BAK	Brill	SNS
Nedap	SNS	Stallergènes	CIC	Man	EOB	Atlantia	BAK	Cofina	CBI
Necopost	CIC	Ucb	BDG	Manitou	CIC	Ballast Nedam	SNS	Editoriale L'Espresso	BAK
Pöyry	POH	Hotels, Travel & Tourism	Mem(*)	Max Automation Ag	EOB	Bilfinger Se	EOB	GI Events	CIC
Prelios	BAK	Accor	CIC	Metsu	POH	Boskalis Westminster	SNS	Havas	CIC
Saf-Holland	EOB	Autogrill	BAK	Outotec	POH	Buzzi Unicem	BAK	Impresa	CBI
Saft	CIC	Beneteau	CIC	Pleiffer Vacuum	EOB	Caverion	POH	Ipsos	CIC
Siegfried Holding Ag	EOB	Compagnie Des Alpes	CIC	Ponssé	POH	Cle	BDG	Jodecaux	CIC
Skw Stahl	EOB	Gtech	BAK	Prima Industrie	BAK	Ciments Français	CIC	Kinopolis	BDG
Tkh Group	SNS	I Grandi Viaggi	BAK	Prysmian	BAK	Cramo	POH	Lagardere	CIC
Wendel	CIC	Ibersol	CBI	Reesink	SNS	Deceuninck	BDG	M6-Metropole Television	CIC
General Retailers	Mem(*)	Intralot	IBG	Sabat	BAK	Effage	CIC	Mediaset	BAK
Beter Bed Holding	SNS	Melia Hotels International	BKF	Singulus Technologies	EOB	Ellaktor	IBG	Nextradiotv	CIC
D'leteren	BDG	Nh Hotel Group	BKF	Smt Scharf Ag	EOB	Foc	BKF	Nij Group	CIC
Fielmann	EOB	Opap	IBG	Ten Cate	SNS	Ferrovial	BKF	Publicis	CIC
Folli Follie Group	IBG	Sonae Capital	CBI	Valmet	POH	Fraport	EOB	Ros Mediagroup	BAK
Fouris Holdings	IBG	Trigano	CIC	Vossloh	EOB	Gek Tema	IBG		
Inditex	BKF	Tui	EOB	Wärtsilä	POH	Grontmij	SNS		
Jumbo	IBG	Wdf	BAK	Zardoya Otis	BKF	Grupo San Jose	BKF		
Macintosh	SNS	Household Goods	Mem(*)	Industrial Transportation	Mem(*)	Heijmans	SNS		
Rapala	POH	Bic	CIC	Bollere	CIC	Hochtief	EOB		
Stockmann	POH	De Longhi	BAK	Bpost	BDG	Holcim Ltd	CIC		
Healthcare	Mem(*)	Indesit	BAK	Caf	BKF	Imerys	CIC		
Ab-Biotics	BKF	Seb Sa	CIC	Ctt	CBI	Italcementi	BAK		
Almirall	BKF	Industrial Engineering	Mem(*)	Deutsche Post	EOB	Joyou Ag	EOB		
Amplifon	BAK	Accsys Technologies	SNS	Hes Beheer	SNS	Lafarge	CIC		
Bayer	EOB	Aixtron	EOB	Hhla	EOB	Lemminkäinen	POH		
Biomerieux	CIC	Ansaldo Sts	BAK	Logwin	EOB	Maire Tecnimont	BAK		
Biotest	EOB	Bauer Ag	EOB	Postnl	SNS	Mota Engil	CBI		
Celesio	EOB	Biesse	BAK	Tnt Express	SNS	Obracon Huarte Lain	BKF		
Diasorin	BAK	Cargotec Corp	POH	Insurance	Mem(*)	Ramirent	POH		
Draegerwerk	EOB	Cnh Industrial	BAK	Aegon	SNS	Royal Bam Group	SNS		
Esprito Santo Saude	CBI	Danieli	BAK	Ageas	BDG	Sacyr	BKF		
Faes Farma	BKF	Datalogic	BAK	Allianz	EOB	Saint Gobain	CIC		
Fresenius	EOB	Delclima	BAK	Axa	CIC	Salmi Impregilo	BAK		
Fresenius Medical Care	EOB	Deutz Ag	EOB	Delta Lloyd	SNS	Sias	BAK		
Gerresheimer Ag	EOB	Dmg Mori Seiki Ag	EOB	Generali	BAK	Sonae Industria	CBI		

Oil & Gas Producers	Mem(*)	Atenor	BDG	Gft Technologies	EQB	Gowex	BKF
Eni	BAK	Banimmo	BDG	Guillemot Corporation	CIC	Iliad	CIC
Galp Energia	CBI	Befimmo	BDG	I:Fao Ag	EQB	Jazztel	BKF
Gas Plus	BAK	Beni Stabili	BAK	Ict Automatisering	SNS	Kpn Telecom	SNS
Hellenic Petroleum	IBG	Citycon	POH	Indra Sistemas	BKF	Mobistar	BDG
Maurel Et Prom	CIC	Cofinimmo	BDG	Novabase	CBI	Numericable	CIC
Motor Oil	IBG	Corio	BDG	Ordina	SNS	Orange	CIC
Neste Oil	POH	Deutsche Euroshop	EQB	Psi	EQB	Ote	IBG
Petrobras	CBI	Home Invest Belgium	BDG	Realdolmen	BDG	Ses	CIC
Qgep	CBI	Igd	BAK	Reply	BAK	Telecom Italia	BAK
Repsol	BKF	Intervest Offices & Warehouses	BDG	Rib Software	EQB	Telefonica	BKF
Total	CIC	Leasinvest Real Estate	BDG	Seven Principles Ag	EQB	Telenet Group	BDG
Tupras	IBG	Montea	BDG	Tie Kinetix	SNS	Teliasonera	POH
Oil Services	Mem(*)	Realia	BKF	Tieto	POH	Tiscali	BAK
Bourbon	CIC	Retail Estates	BDG	Tomtom	SNS	Turkcell	IBG
Cgg	CIC	Sponda	POH	Wincor Nixdorf	EQB	United Internet	EQB
Fugro	SNS	Technopolis	POH	Support Services	Mem(*)	Vodafone	BAK
Saipem	BAK	Unibail-Rodamco	BDG	Batenburg	SNS	Zon Optimus	CBI
Technip	CIC	Vastned Retail	BDG	Brunel	SNS	Utilities	Mem(*)
Tecnicas Reunidas	BKF	Vastned Retail Belgium	BDG	Bureau Veritas S.A.	CIC	A2A	BAK
Tenaris	BAK	Vib Vermoegen	EQB	Dpa	SNS	Acciona	BKF
Vallourec	CIC	Wdp	BDG	Edenred	CIC	Acea	BAK
Vopak	SNS	Renewable Energy	Mem(*)	Ei Towers	BAK	Albioma	CIC
Personal Goods	Mem(*)	Daldrup & Soehne	EQB	Fiera Milano	BAK	Direct Energie	CIC
Adidas	EQB	Deutsche Biogas	EQB	Imtech	SNS	E.On	EQB
Adler Modemaerkte	EQB	Enel Green Power	BAK	Lassila & Tikanoja	POH	Edp	CBI
Amer Sports	POH	Gamesa	BKF	Randstad	SNS	Edp Renováveis	CBI
Basic Net	BAK	Phoenix Solar	EQB	Usg People	SNS	Eliá	BDG
Beiersdorf	EQB	Sma Solar Technology	EQB	Technology Hardware & Equipment	Mem(*)	Enagas	BKF
Christian Dior	CIC	Solarworld	EQB	Alcatel-Lucent	CIC	Endesa	BKF
Geox	BAK	Software & Computer Services	Mem(*)	Asm International	SNS	Enel	BAK
Gerry Weber	EQB	Affecto	POH	Asml	SNS	Falck Renewables	BAK
Hermes Intl.	CIC	Akka Technologies	CIC	Besi	SNS	Fortum	POH
Hugo Boss	EQB	Alten	CIC	Ericsson	POH	Gas Natural Fenosa	BKF
Interparfums	CIC	Altran	CIC	Gigaset	EQB	Hera	BAK
Kering	CIC	Amadeus	BKF	Nokia	POH	Iberdrola	BKF
Luxtottica	BAK	Atos	CIC	Okmetic	POH	Iren	BAK
Lvmh	CIC	Basware	POH	Roodmicrotec	SNS	Public Power Corp	IBG
Marimekko	POH	Bull	CIC	Stmicroelectronics	BAK	Red Electrica De Espana	BKF
Puma	EQB	Cenit	EQB	Suess Microtec	EQB	Ren	CBI
Richemont	CIC	Comptel	POH	Teleste	POH	Rwe	EQB
Safilo	BAK	Digia	POH	Telecommunications	Mem(*)	Snam	BAK
Salvatore Ferragamo	BAK	Docdata	SNS	Acotel	BAK	Terna	BAK
Sarantis	IBG	Ekinops	CIC	Belgacom	BDG		
Swatch Group	CIC	Engineering	BAK	Bouygues	CIC		
Tod'S	BAK	Esi Group	CIC	Deutsche Telekom	EQB		
Zucchi	BAK	Exact Holding Nv	SNS	Drillisch	EQB		
Real Estate	Mem(*)	Exprivia	BAK	Elisa	POH		
Aedifica	BDG	F-Secure	POH	Eutelsat Communications Sa	CIC		
Ascencio	BDG	Gameloft	CIC	Freenet	EQB		

LEGEND: BAK: Banca Akros; BDG: Bank Degroof; BKF: Beka Finance; CIC: CM CIC Securities; CBI: Caixa-Banca de Investimento; EQB: Equinet bank; IBG: Investment Bank of Greece, POH: Pohjola Bank; SNS: SNS Securities
as of 1st May 2014

List of ESN Analysts (**)

Ari Agopyan	CIC	+33 1 45 96 85 80	ari.agopyan@cmcics.com	Konrad Lieder	EOB	+49 69 5899 7436	konrad.lieder@equinet-ag.de
Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt	Konstantinos Manolopoulos	IBG	+30 210 817 3388	kmanolopoulos@ibg.gr
Christian Auzanneau	CIC	+33 4 78 92 01 85	christian.auzanneau@cmcics.com	Dario Michi	BAK	+39 02 4344 4237	dario.michi@bancaakros.it
Helena Barbosa	CBI	+351 21 389 6831	helena.barbosa@caixabi.pt	Marietta Miemietz CFA	EOB	+49-69-58997-439	marietta.miemietz@equinet-ag.de
Javier Bernat	BKF	+34 91 436 7816	javierbernat@bekafinance.com	José Mola Freitas, CFA	CBI	+351 22 607 09 31	mola.freitas@caixabi.pt
Dimitris Birbos	IBG	+30 210 81 73 392	dbirbos@ibg.gr	Henri Parkkinen	POH	+358 10 252 4409	henri.parkkinen@pohjola.fi
Agnès Blazy	CIC	+33 1 45 96 77 61	agnes.blazy@cmcics.com	Dirk Peeters	BDG	+32 2 287 97 16	dirk.peeters@degroof.be
Jean-Pascal Brivady	CIC	+33 4 78 92 02 25	jeanpascal.brivady@cmcics.com	Adrian Pehl, CFA	EOB	+49 69 58997 438	adrian.pehl@equinet-ag.de
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it	Victor Peiro Pérez	BKF	+34 91 436 7812	vpeiro@bekafinance.com
Arnaud Cadart	CIC	+33 1 45 96 77 41	arnaud.cadart@cmcics.com	Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cmcics.com
Niclas Catani	POH	+358 10 252 8780	niclas.catani@pohjola.com	Francesco Previtera	BAK	+39 02 4344 4033	francesco.previtera@bancaakros.it
Jean-Marie Caucheteux	BDG	+32 2 287 99 20	jeanmarie.caucheteux@degroof.be	Jari Raisanen	POH	+358 10 252 4504	jari.raisanen@pohjola.fi
Pierre Chedeville	CIC	+33 1 45 96 78 71	pierre.chedeville@cmcics.com	Hannu Rauhala	POH	+358 10 252 4392	hannu.rauhala@pohjola.fi
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 45 96 77 42	emmanuel.chevalier@cmcics.com	Matiias Rautionmaa	POH	+358 10 252 4408	matias.rautionmaa@pohjola.fi
Florent Couvreur	CIC	+33 1 45 96 77 60	florent.couvreur@cmcics.com	Eric Ravary	CIC	+33 1 45 96 79 53	eric.ravary@cmcics.com
Edwin de Jong	SNS	+312 0 5508569	edwin.dejong@snssecurities.nl	Ignacio Recio Pascual	BKF	+34 91 436 7814	irecio@bekafinance.com
Nadeshda Demidova	EOB	+49 69 58997 434	nadeshda.demidova@equinet-ag.de	Gerard Rijk	SNS	+31 (0)20 550 8572	Gerard.Rijk@snssecurities.nl
Martijn den Drijver	SNS	+312 0 5508636	martijn.dendrijver@snssecurities.nl	André Rodrigues	CBI	+351 21 389 68 39	andre.rodrigues@caixabi.pt
Christian Devismes	CIC	+33 1 45 96 77 63	christian.devismes@cmcics.com	Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 45 96 77 36	jeanluc.romain@cmcics.com
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it	Jochen Rothenbacher, CEFA	EOB	+49 69 58997 415	jochen.rothenbacher@equinet-ag.de
Hans D'Haese	BDG	+32 (0) 2 287 9223	hans.dhaese@degroof.be	Vassilis Roumantzis	IBG	+30 2108173394	vroumantzis@ibg.gr
Ingbert Faust, CEFA	EOB	+49 69 58997 410	ingbert.faust@equinet-ag.de	Sonia Ruiz De Garibay	BKF	+34 91 436 7841	sgaribay@bekafinance.com
Rafael Fernández de Heredia	BKF	+34 91 436 78 08	rferandez@bekafinance.com	Antti Saari	POH	+358 10 252 4359	antti.saari@pohjola.fi
Stefan Freudenreich, CFA	EOB	+49 69 58997 437	stefan.freudenreich@equinet-ag.de	Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it	Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Claudio Giacomiello, CFA	BAK	+39 02 4344 4269	claudio.giacomiello@bancaakros.it	Lemer Salah	SNS	+312 0 5508516	Lemer.salah@snssecurities.nl
Ana Isabel González García CIIA	BKF	+34 91 436 78 09	anagonzalez@bekafinance.com	Michael Schaefer	EOB	+49 69 58997 419	michael.schaefer@equinet-ag.de
Arsène Guekam	CIC	+33 1 45 96 78 76	arsene.guekam@cmcics.com	Holger Schmidt, CEFA	EOB	+49 69 58 99 74 32	holger.schmidt@equinet-ag.de
Bernard Hanssens	BDG	+32 (0) 2 287 9689	bernard.hanssens@degroof.be	Tim Schuldt, CFA	EOB	+49 69 5899 7433	tim.schuldt@equinet-ag.de
Philipp Häßler, CFA	EOB	+49 69 58997 414	philipp.haessler@equinet-ag.de	Pekka Spolander	POH	+358 10 252 4351	pekka.spolander@pohjola.fi
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt	Gert Steens	SNS	+312 0 5508639	gert.steens@snssecurities.nl
Bart Jooris, CFA	BDG	+32 2 287 92 79	bart.jooris@degroof.be	Kimmo Stenvall	POH	+358 10 252 4561	kimmo.stenvall@pohjola.fi
Jean-Michel Köster	CIC	+33 1 45 96 77 17	jeanmichel.koster@cmcics.com	Natalia Svyrou-Svyriadi	IBG	+30 210 81 73 384	nsviriadi@ibg.gr
Jean-Christophe Lefevre-Moulenq	CIC	+33 1 45 96 91 04	jeanchristophe.lefevre-moulenq@cmcics.com	Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it
Sébastien Liagre	CIC	+33 1 45 96 90 34	sebastien.liagre@cmcics.com	Johan van den Hooven	SNS	+312 0 5508518	johan.vandenhooven@snssecurities.nl

(**) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts

ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated on the basis of a **total return**, measured by the upside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12 month time horizon**.

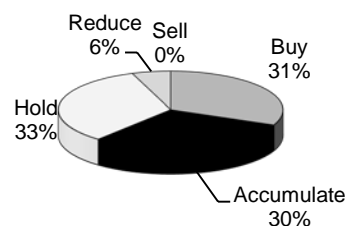
The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy, Accumulate (or Add), Hold, Reduce and Sell (in short: B, A, H, R, S)**.

Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 20%** during the next 12 months time horizon
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **10% to 20%** during the next 12 months time horizon
- **Hold:** the stock is expected to generate total return of **0% to 10%** during the next 12 months time horizon.
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **0% to -10%** during the next 12 months time horizon
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -10%** during the next 12 months time horizon
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to a capital operation (take-over bid, SPO, ...) where the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer is or could be involved or to a change of analyst covering the stock
- **Not Rated:** there is no rating for a company being floated (IPO) by the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer

BEKA Finance Ratings Breakdown

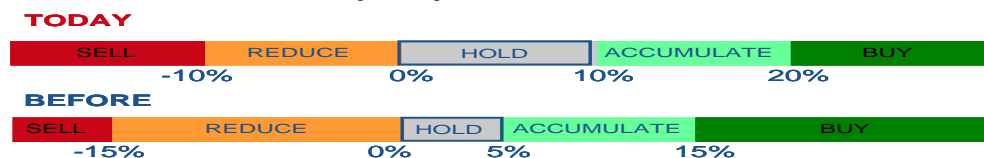


History of ESN Recommendation System

Since 18 October 2004, the Members of ESN are using an Absolute Recommendation System (before was a Relative Rec. System) to rate any single stock under coverage.

Since 4 August 2008, the ESN Rec. System has been amended as follow.

- Time horizon changed to 12 months (it was 6 months)
- Recommendations Total Return Range changed as below:

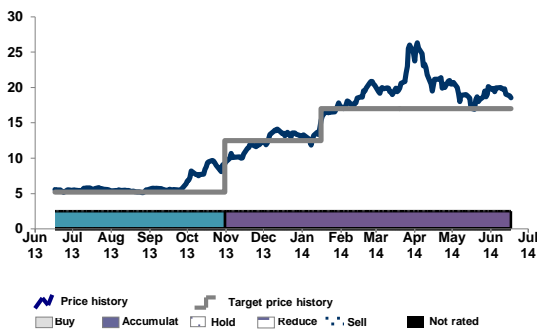


Recommendation history for GOWEX

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
18-Jun-14	Buy	31.00	18.55
16-Jan-14	Buy	17.00	15.32
31-Oct-13	Buy	12.50	9.22
04-Apr-13	Accumulate	5.20	4.19
15-Jan-13	Buy	2.94	2.54
05-Dec-12	Buy	3.00	2.38
20-Jul-12	Buy	2.14	1.21
03-Oct-11	Buy	1.36	0.88

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows BEKA Finance continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period. Current analyst: Victor Peiro Pérez (since 26/03/2010)



Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.bekafinance.com and our offices

The information and opinions contained in this document have been compiled by BEKA Finance S.V., S.A., from sources believed to be reliable. This document is not intended to be an offer, or a solicitation to buy or sell relevant securities. BEKA Finance S.V., S.A., will not take any responsibility whatsoever for losses which may derive from use of the present document or its contents, BEKA Finance S.V., S.A., can occasionally have positions in some of the securities mentioned in this report, through its trading portfolio or negotiation. Additionally, there can exist a commercial relation between BEKA Finance S.V., S.A., and the mentioned companies.

As of the date of this report, BEKA Finance S.V., S.A.,

- acts as agent or liquidity provider for the following companies: AB Biotics; Bioorganic Research Services; Carbures Europa SA; Grupo Elektra; Let's Gowex; Lumar Natural Seafood; NPG Technology S.A., TV Azteca
- has in the last 12 months, participated as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies: AB Biotics; Audasa; Bankia; Bioorganic Research Services S.A., Carbures Europa SA; Copasa; Ebioss Energy; Ibercom; Int. Consolidated Airlines Group SA; Mapfre SA; NH Hoteles, NPG Technology S.A., Realia;
- has, during the last year, performed a significant amount of business with ACS; AB Biotics; Bankia; Carbures Europa SA; Let's Gowex.
- has a contractual relationship to provide financial services, through which BEKA Finance S.V.,S.A., executes orders on the treasury stocks of the following companies: Grupo Catalana Occidente; Indra Sistemas; Int. Consolidated Airlines Group SA; Natra.
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 3/2007 with: FCC; Sacyr Vallehermoso.

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ('ESN'). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ('related investments'). These reports are prepared for the clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk.

ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. For further details about the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note. Research is available through your sales representative. ESN will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. Only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document.

For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members and on each "company recommendation history", please visit the ESN website (www.esnpartnership.eu) For additional information and individual disclaimer please refer to www.esnpartnership.eu and to each ESN Member websites:

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.bekafinance.com regulated by CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cgdsecurities.com.br regulated by the CVM - Comissão de Valores Mobiliários

www.cmcics.com regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.degroof.be regulated by the FSMA - Financial Services and Markets Authority

www.equinet-ag.de regulated by the BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

www.ibg.gr regulated by the HCCM - Hellenic Capital Market Commission

www.pohjola.com regulated by the Financial Supervision Authority

www.snssecurities.nl regulated by the AFM - Autoriteit Financiële Markten

Members of ESN (European Securities Network LLP)



Banca Akros S.p.A.

Viale Eginardo, 29
20149 MILANO
Italy

Phone: +39 02 43 444 389
Fax: +39 02 43 444 302



Equinet Bank AG

Gräfrstraße 97
60487 Frankfurt am Main
Germany

Phone: +49 69 - 58997 - 410
Fax: +49 69 - 58997 - 299



Bank Degroof

Rue de l'Industrie 44
1040 Brussels
Belgium

Phone: +32 2 287 91 16
Fax: +32 2 231 09 04



Investment Bank of Greece

32 Aigialeias Str & Paradissou,
151 25 Maroussi,
Greece

Tel: +30 210 81 73 383



Pohjola Bank plc

P.O.Box 308
FI-00013 Pohjola
Finland

Phone: +358 10 252 011
Fax: +358 10 252 2703



BEKA Finance

Serrano, 39
28001 Madrid
Spain

Phone: +34 91 436 7813
Fax: +34 91 577 3770



Caixa-Banco de Investimento

Rua Barata Salgueiro, nº 33
1269-057 Lisboa
Portugal

Phone: +351 21 313 73 00
Fax: +351 21 389 68 98



SNS Securities N.V.

Nieuwezijds Voorburgwal 162
P.O.Box 235
1000 AE Amsterdam

The Netherlands
Phone: +31 20 550 8500
Fax: +31 20 626 8064



CM - CIC Securities

6, avenue de Provence
75441 Paris
France

Phone: +33 1 4596 7940
Fax: +33 1 4596 7748

