

Gigas

8 de octubre 2019

SOBREPONDERAR

Precio Objetivo	8,6/9,2 EUR
Precio cotización	6,8 EUR
Potencial	+26%/+36%

Almacenando para el futuro

Analista financiero

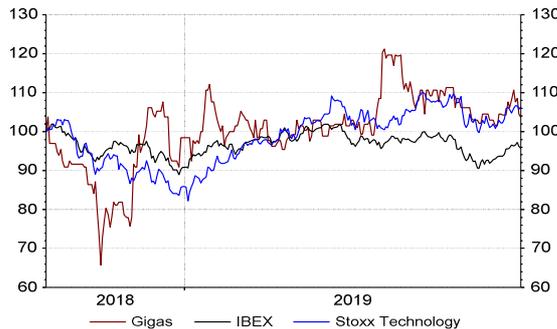
Iván San Félix Carbajo

Datos bursátiles

Market Cap. (mln de euros)	30,3
Nº acciones (mln) *	5,02
Free Float	51%
Beta	0,54
Rango 52 semanas (EUR/acc)	3,98-8,48
Vol. Medio Diario 6 meses (miles)	3,34
Rating (perspectiva) [Fitch/Moody's]	ND

* Incluye conversión de bonos

Evolución	GIGAS	GIG vs IBEX
1 Día	0,0%	1,1%
1 Mes	-4,2%	-3,7%
2019	4,6%	-0,1%
1 año	12,4%	15,2%



Comprar Mantener Vender

Consenso Analistas 100% 0% 0%

Fuente: Factsset

Accionistas: Moisés Israel (9,74%), Bonsai Venture (7,36%), Diego Cabezedo (7,24%), Jose Antonio Arribas (7,24%), Otros consejeros (9,76%), Otros inversores (8%), Free float (51%).

Inicio y posicionamiento en España y LatAm

Gigas ofrece servicios de **almacenamiento de datos "en la nube" a empresas** en el ámbito de Infraestructura como Servicios (IaaS). **Inició su actividad en España en 2011 y pronto se extendió a varios países de Latinoamérica.** El mercado IaaS lleva años creciendo a gran ritmo y está dominado por los grandes gigantes tecnológicos. Gigas es uno de los proveedores líderes en servicios de almacenamiento de datos en los países de habla hispana. Sus grandes **ventajas competitivas** se encuentran en la cercanía al cliente, oferta de soluciones hechas a medida y capacidad de gestión de su equipo directivo.

Mercado con gran potencial de crecimiento

Consideramos que Gigas está bien posicionada para captar las oportunidades de crecimiento en un sector que seguirá viéndose apoyado por el fuerte aumento del volumen de datos que generan las compañías, la necesidad de almacenarlos en entornos seguros y fiables y en la externalización de recursos por parte de las empresas.

Crecimiento orgánico y posibilidad de realizar adquisiciones

Gigas reforzó su posicionamiento en España y Colombia con dos adquisiciones en 2018 (SVT y Ability, respectivamente). El mercado está muy atomizado y creemos que surgirán nuevas oportunidades para acelerar su consolidación, especialmente en Latinoamérica. El mercado mexicano es especialmente atractivo.

Valoramos Gigas entre 8,6/9,2 eur/acción

Hemos valorado Gigas utilizando 4 métodos distintos: múltiplos, DCF, comparables y transacciones en el sector. Nuestro rango de valoración está entre 8,6/9,2 eur/acción, por lo que los títulos ofrecen un potencial de revalorización de +26%/+36%, que nos parece atractivo.

(mln de euros)	2018	2019e	2020e	2021e	Ratios	2018	2019e	2020e	2021e
Ventas netas	8,7	10,4	12,2	14,0	PER	-163,1x	71,3x	29,5x	17,5x
EBITDA recurr.	1,6	2,6	3,2	3,8	P / VC	4,8x	5,9x	5,3x	4,4x
Mg EBITDA rec.	18,6%	24,5%	26,0%	27,0%	VE / EBITDA	17,8x	13,0x	9,9x	7,7x
Bº Neto	-0,3	0,5	1,1	1,9	VE / Ventas	3,3x	3,2x	2,6x	2,1x
VE	28,8	33,1	31,4	29,2	DN / EBITDA	2,9x	1,4x	0,6x	0,0x
Deuda Neta Aj.	4,6	3,7	2,0	-0,2					
FCF	-2,0	1,0	1,7	2,1					
Rentabilidad	2018	2019e	2020e	2021e	(EUR/acc)	2018	2019e	2020e	2021e
RPD	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	BPA	-0,03	0,10	0,23	0,39
FCF Yield	-8,3%	3,5%	5,8%	7,2%	DPA	0,00	0,00	0,00	0,00
ROE	-2,9%	8,3%	18,0%	25,3%	Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%	0%
ROCE	0,5%	6,7%	9,9%	12,3%					

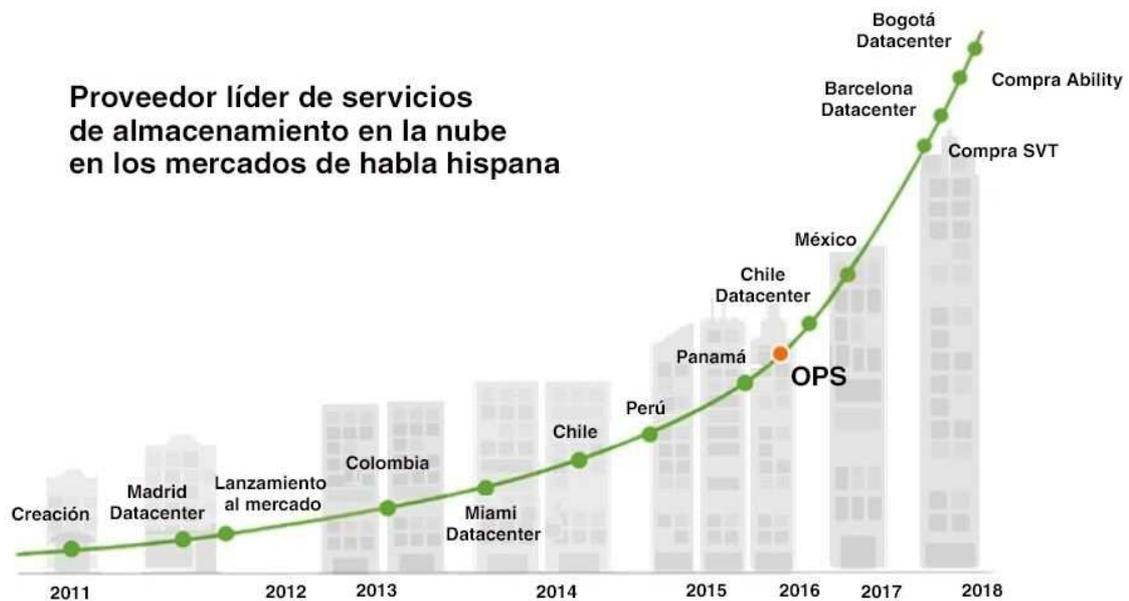
DFN incluye valor de bonos convertibles

Fuente: Datos Gigas. Estimaciones propias.

Almacenando para el futuro

Origen e historia

Gigas se fundó e inició su actividad comercial en 2011 y se constituyó como sociedad anónima en junio 2015. Se dedica a prestar y comercializar servicios de **Cloud Computing**, o alojamiento de servidores en la nube, a empresas en el campo de **Infraestructura como Servicio** (IaaS, en inglés). Gigas comenzó su actividad en España contribuyendo a su financiación inicial Bonsai Capital y Cabiedes y Partners (0,9 mln eur) y con el lanzamiento del primer Datacenter en España. Ya en 2012 comenzó a expandirse al continente americano. En concreto, abrió un segundo centro de datos, en Miami, y el grupo llevó a cabo una ampliación de capital (1,8 mln eur) suscrita por Caixa Capital Risk y el resto de accionistas y fundadores. Un año más tarde abrió su oficina comercial en Colombia y volvió a ampliar capital por valor de 1,7 mln eur. En 2014 se estableció en Perú y Chile y contrató el segundo Datacenter en Madrid. En 2015 se abrió la oficina de Panamá. En noviembre de ese mismo año Gigas debutó en el MAB (Mercado Alternativo Bursátil) español. En 2016 se contrató el Datacenter de Chile para adecuar sus necesidades de infraestructura y amplió su actividad a México. Gigas también se ha apoyado en el crecimiento inorgánico para expandir su negocio y **en 2018 realizó dos adquisiciones**, una en España (**SVT**, en enero) y otra en Colombia (**Ability**, en mayo).



Fuente: Gigas. Elaboración propia.

Mercado de servicios “en la nube” en pleno proceso de crecimiento

En el campo de “**Cloud Computing**” existen tres modelos, principalmente:

El sector de **Infraestructura como Servicio (IaaS)** se originó en 2006 impulsado por Amazon Web Services y ha crecido de forma exponencial desde entonces. Se basa en ofrecer servicios informáticos mediante un hardware virtual. Es en este modelo bajo el que se encuadra Gigas. El cliente obtiene acceso a los componentes virtualizados para construir su propia plataforma informática. Los otros dos modelos son el de **Plataforma como Servicio (PaaS)** y el de **Software como Servicio (SaaS)**.

El **mercado mundial de IaaS** alcanzó en torno a 12.000 mln USD en 2014 y en 2017 ya se había duplicado. Según Gartner, principal consultora del sector, el mercado habría crecido +31% en 2018 y duplicará su tamaño 3 años más tarde, en 2021e, al descontarse una tasa de crecimiento anual acumulada del 27%.

Previsión mercado mundial (mln USD)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	TAAC 2018/21e
Infraestructura como Servicio (IaaS)	23.600	31.000	39.500	49.900	63.000	
Crec.		31%	27%	26%	26%	27%

Fuente: Gartner (septiembre 2018).

El número de competidores de IaaS consolidados es reducido. Los de mayor tamaño están centrados en países anglosajones, los mercados más desarrollados.

El mercado está dominado por las grandes compañías de telecomunicaciones o internet (Amazon, Google, Microsoft, Alibabá o IBM) que ofrecen **contratos estándar** dirigidos a grandes entidades a precios competitivos y en mercados desarrollados. El mercado, no obstante, está altamente fragmentado y ofrece oportunidades de negocio a compañías más pequeñas, con un enfoque más local. **Gigas** tiene como objetivo consolidarse como el socio de referencia del mercado de habla hispana y cuenta como una de sus **principales fortalezas** contar con **centros de datos locales y presencia cercana (local) al cliente**, que le permite conocer mejor sus necesidades y poder así ofrecer un servicio más completo.

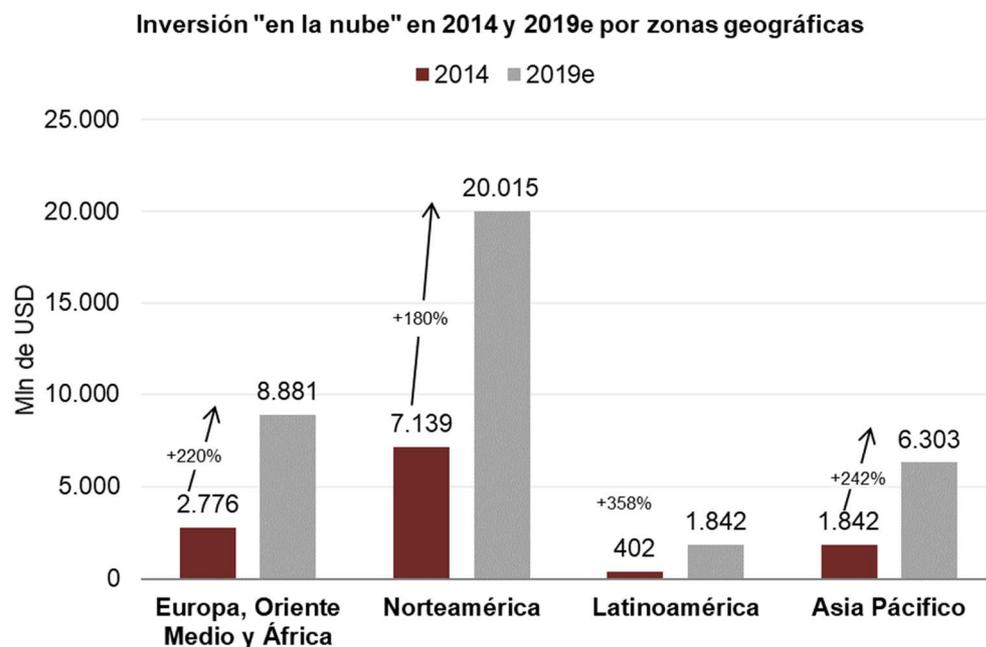
A continuación podemos ver las **principales compañías** que proporcionan **servicios “en la nube”** a nivel mundial y **la inversión del sector en infraestructuras**. Como vemos, **Amazon Web Services (AWS) es el líder indiscutible**, con casi un tercio del mercado. Le sigue **Microsoft (16,8%)** y a más distancia **Google (8,5%)**. El resto de competidores ya tendría una cuota inferior al 5% (Alibabá, 4%, IBM 3,8%). Como vemos, la inversión en infraestructuras en la nube creció a un ritmo muy elevado en 2018: +46% vs 2017 y el mercado ya cuenta con un tamaño considerable: 80.300 mln USD en 2018.

Proveedor	2018 (mln USD)	Cuota de mercado 2018	2017 (mln USD)	Cuota de mercado 2017	Crec. 2018/2017
Amazon (AWS)	25.400	32%	17.300	32%	+47%
Microsoft Azure	13.500	17%	7.400	14%	+82%
Google Cloud	6.800	9%	3.500	6%	+94%
Alibaba Cloud	3.200	4%	1.700	3%	+92%
IBM Cloud	3.100	4%	2.600	5%	+18%
Others	28.300	35%	22.400	41%	+26%
Total	80.300	100%	54.900	100%	+46%

Fuente: Canalys Cloud Channels Analysis. Febrero 2019.

Amazon, líder mundial de IaaS, comenzó a publicar algunos datos de esta división en 2016. **Amazon Web Services (AWS)** aportó el 11% del total de los ingresos del grupo en 2018. En los últimos 3 años, los ingresos de AWS crecieron a una tasa anual del 48%, muy por encima del 30% del grupo. En términos de rentabilidad operativa, el margen EBIT (excluyendo divisa) también es muy elevado: 28% en 2018 y muy superior al 5% generado a nivel consolidado. De este modo, vemos que **AWS es una división clave para la matriz**, está creciendo a un gran ritmo y es mucho más rentable que el resto de divisiones del grupo a nivel operativo.

En el siguiente gráfico podemos ver la **evolución prevista de la inversión en la nube a nivel mundial por regiones entre 2014 y 2019e**. Se espera que el mercado crezca **+25% TAAC** en estos **5 años** hasta casi 37.000 mln USD. Como vemos, es un mercado en clara expansión siendo el **mercado norteamericano** el claro líder con una cuota del 54%. El **mercado Latinoamericano**, que aporta en torno al 50% de los ingresos de Gigas, y cuya contribución que se espera que vaya en aumento en los próximos años, **sería el que esté creciendo a mayor ritmo**, en torno a **+35,6%** en este periodo.



Fuente: Statista.com. Previsiones 2018.

Una vez visto el mercado de “la nube” a nivel global y de las principales regiones, **nos centramos en aquellos en los que Gigas está presente, los mercados de habla hispana**. En 2018 los ingresos de Gigas provenían casi al **50% entre España y Latinoamérica**, una relación que debería ir ampliándose en favor de Latinoamérica en los próximos años.

España, mercado consolidado con amplio margen para crecer

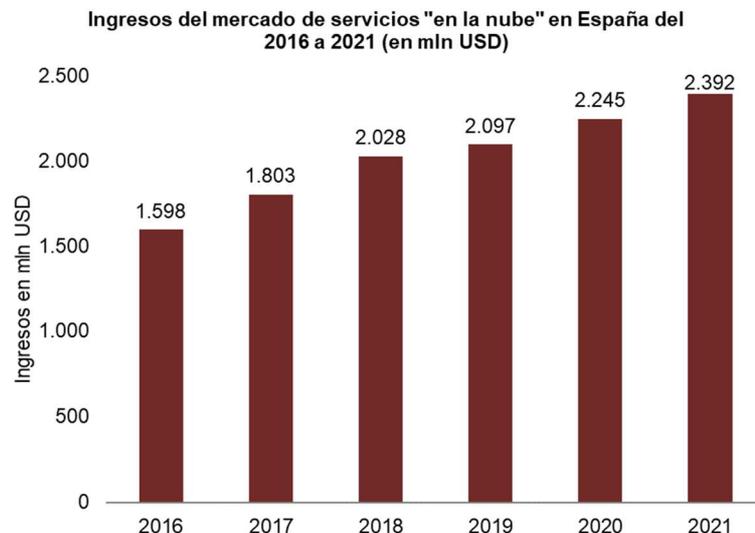
Según la **consultora IDC**, está previsto que la **inversión en IT** (tecnología de la información) en **España** se sitúe en torno a 41.600 mln eur en 2018, niveles similares a los de 2017 y que la tasa de crecimiento esperada hasta 2021 en términos TAAC apenas crezca +1,1%. No obstante, la **inversión en IaaS**, recogida dentro de "infraestructura" sería la que **tendría la mayor capacidad de crecimiento: +30% en 2019e y +29% TAAC hasta 2021**. Por tanto, vemos que el **principal mercado de Gigas** mantiene muy buenas perspectivas para los próximos años.

GASTO IT EN ESPAÑA, 2018

Dispositivos	Infraestructura	Software	Servicios
Smart Phones +0,5% CAGR +0,1% 2021	Redes +0,5% CAGR +0,1% 2021	Desarrollo y despliegue +2,8% CAGR +3,3% 2021	Outsourcing +1,4% CAGR +1,5% 2021
Teléfonos básicos -38,4% CAGR -25,9% 2021	Almacenamiento -6,5% CAGR -2,5% 2021	Aplicaciones +4% CAGR +4,4% 2021	Desarrollo de proyectos +2,4% CAGR +2,7% 2021
PC Tradicional -1,9% CAGR +0,4% 2021	IaaS +30,2% CAGR +29% 2021	SW Infraestructura +2,5% CAGR +2,2% 2021	Soporte y formación +1% CAGR +1% 2021
Tablets +4,1% CAGR +1,1% 2021	Servidores -2,7% CAGR +2,4% 2021		

Datos IDC. 2018

En el siguiente gráfico vemos la **evolución y perspectivas de crecimiento del mercado en España hasta 2021**. Según la consultora Statista, los ingresos del sector de servicios "en la nube" crecerán +50% en los 5 años hasta 2021.



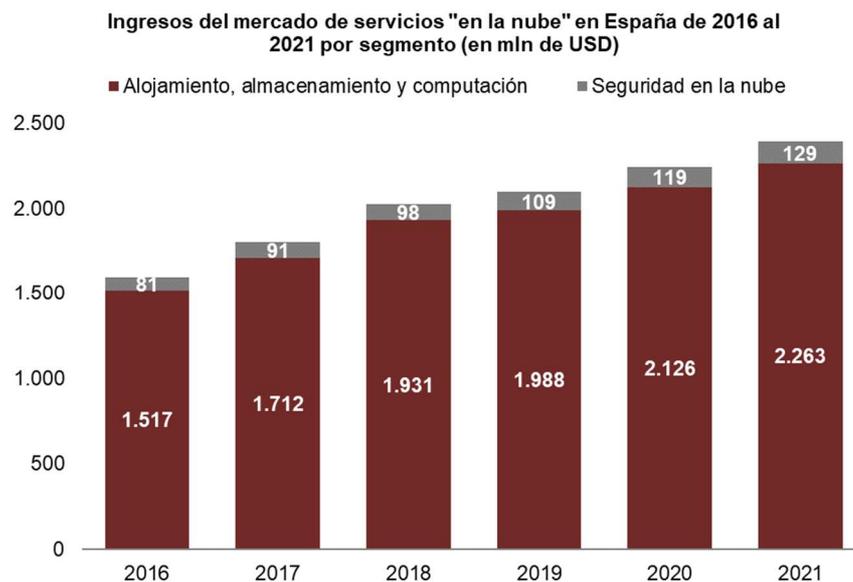
Fuente: Statista 2019.

Dentro de este mercado, el **almacenamiento de datos**, la especialidad de Gigas, sería el principal segmento que las compañías están contratando:



Fuente: Eurostat.

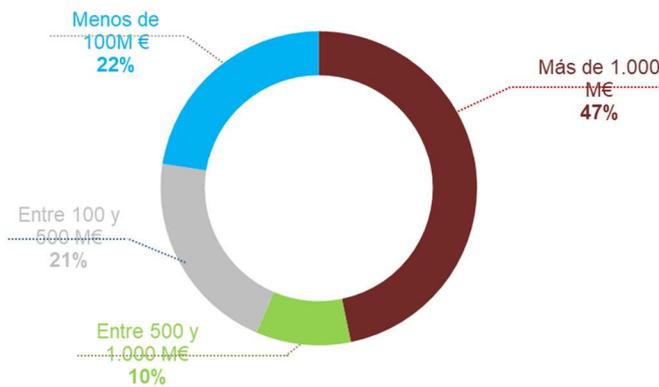
De cara al futuro, se prevé que el **almacenamiento de datos** crezca a gran ritmo: **+76% entre 2016 y 2021e** y a **+5,4% (TAAC) entre 2018 y 2021e**. También se espera un fuerte crecimiento de los servicios de **seguridad "en la nube": +60% y +9,8% respectivamente**, si bien el tamaño de mercado es muy inferior.



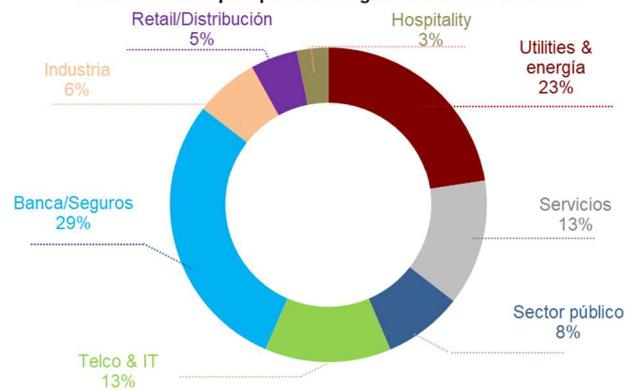
Fuente: Statista 2019.

Presentamos dos gráficos referentes al porcentaje de **contratación de servicios “en la nube”** por parte de las compañías clasificadas **por tamaño y sectores**. Como vemos, **las compañías de mayor tamaño**, con una facturación anual superior a los 1.000 mln de euros, **son los principales clientes** (47% del total), algo lógico al generar más datos. También vemos cómo **la contratación de estos servicios está muy repartida por sectores**, algo muy positivo ya que se entiende que el almacenamiento de datos es cada vez más relevante y que esta gran profundidad de mercado ofrece más vías de crecimiento.

Segmentos de facturación anual en España de las organizaciones consultadas



Sectores en los que operan las organizaciones consultadas

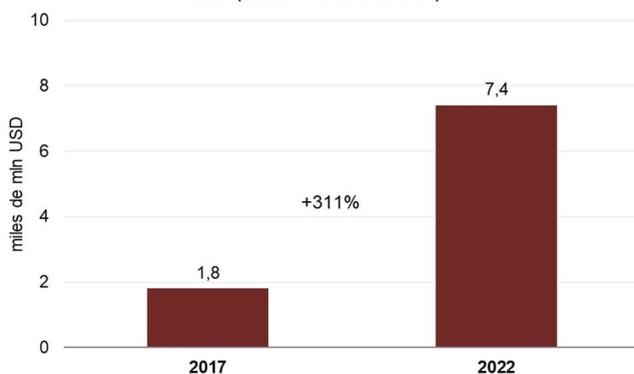


Fuente: www.quintgroup.com. Datos 2017.

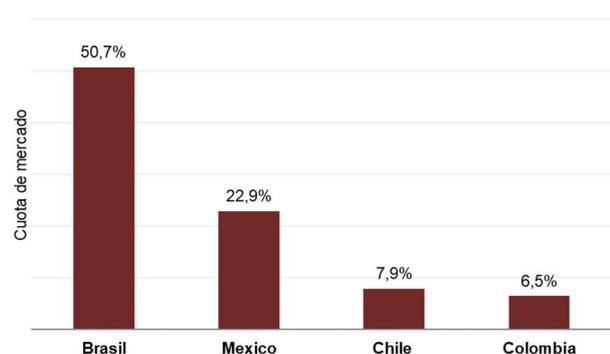
Latinoamérica, en plena expansión

En los **siguientes gráficos** podemos ver las **perspectivas de crecimiento para el mercado de LatAm hasta 2022e** y las **cuotas de mercado de los principales países en 2017**, último año en el que hay datos recogidos. Queda reflejado el **gran potencial de crecimiento previsto en la región para los próximos 5 años (+33% TAAC)** si bien la mitad del mercado sería **Brasil (51% del total)**, país en el que Gigas no tiene presencia ni en el que esperamos que se introduzca.

Valor de mercado del sector IaaS en Latinoamérica en 2017 y 2022 (en miles de mln de USD)

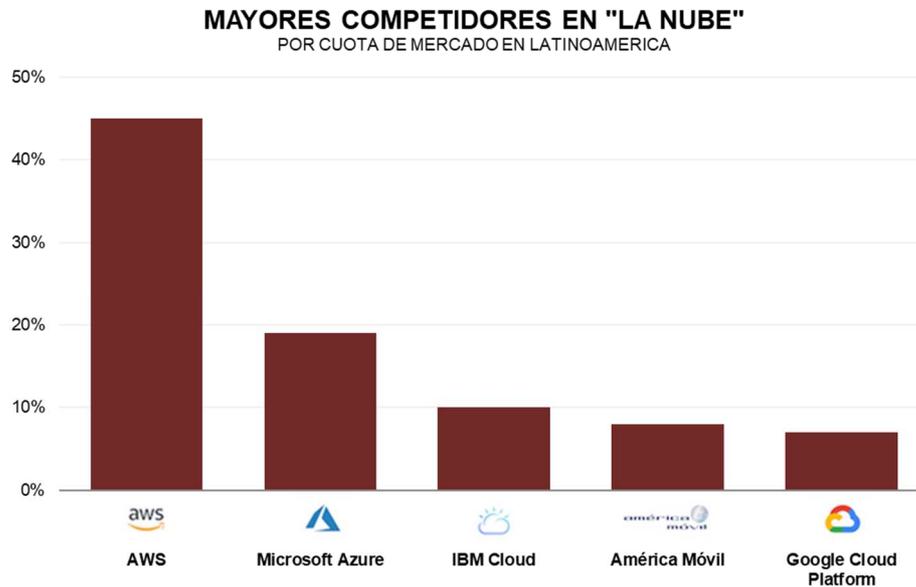


Países líderes en el sector IaaS en Latinoamérica en 2017, cuota de mercado



Fuente: Statista.com

Por último, seguidamente presentamos un gráfico en el que se destacan los **principales competidores en Latinoamérica**, mercado dominado por las grandes tecnológicas mundiales:



Fuente: Intricately.com. Julio 2018

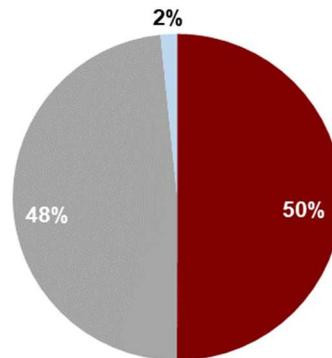
Evolución de Gigas hasta ahora

La evolución de Gigas hasta la fecha ha sido meteórica, habiendo casi duplicado el número de clientes corporativos desde 2013 a 2018 hasta casi 4.000 y habiendo multiplicado los ingresos >3x desde 2014 a 2018.

Como hemos visto anteriormente, **la vocación de Gigas desde su inicio fue expandir y consolidar su negocio en los países de habla hispana de Latinoamérica**. Actualmente, Gigas cuenta con **presencia en 5 países latinoamericanos** (Colombia, Perú, Chile, Panamá y México) aparte de contar con un centro de datos en Miami. El fuerte ritmo de crecimiento del negocio en estos países ha permitido a Gigas conseguir que casi la mitad de los ingresos en 2018 provengan de Latinoamérica, que por otro lado se vieron afectados por la depreciación del USD en 1S 18. **Esperamos que en 2019 Latinoamérica ya sea la geografía de mayor contribución de ventas** debido al mayor crecimiento orgánico de las mismas frente a España y a la mayor aportación de Ability, compañía colombiana adquirida en mayo 2018 y con la totalidad de sus clientes en Latam. Además, como veremos más adelante, la directiva se muestra optimista en cuanto a la evolución del mercado en México, en donde ya han desplegado la actividad comercial y están potenciando la plantilla de cara a capturar las oportunidades de crecimiento. En nuestra opinión, Gigas se muestra muy cómodo con su presencia y evolución del negocio en Latinoamérica y con la cultura empresarial basada en una cercanía al cliente y atención a sus necesidades que otras grandes competidoras no han adoptado en su negocio. Consideramos que **la presencia de Gigas en Latinoamérica es de largo recorrido** y que la compañía podrá seguir consolidando y captando el potencial de crecimiento del sector en la región.

Ventas brutas por geografía 2018

■ España ■ Latinoamérica ■ Resto del mundo



Datos compañía. Elaboración propia.

Ventajas del IaaS frente a hardware. Modelo de Gigas basado en la cercanía al cliente

Ante la creciente necesidad de las empresas de almacenar una mayor cantidad de datos, **el modelo IaaS ofrece soluciones flexibles y económicas para externalizar y evitar la complejidad y el elevado coste asociado a la gestión del hardware.**

Con la **infraestructura Cloud**, las empresas no tienen que invertir en hardware por lo que elimina la necesidad de acometer inversiones iniciales y gastos adicionales de mantenimiento y personal. El hardware necesario para el servicio IaaS pertenece al proveedor, que también lo configura y mantiene. Los recursos están disponibles para la empresa de forma inmediata y el servicio se puede ampliar o reducir según las necesidades, pagando sólo por los recursos que se utilizan. El servicio, además, es accesible desde cualquier lugar del mundo, vía conexión a internet y bajo un estricto protocolo de seguridad.

Como ya hemos comentado, el **enfoque de Gigas** difiere del de las grandes del sector en que los productos de la primera están hechos a medida según las necesidades del cliente. Esto es posible gracias a la **cercanía de Gigas al cliente final**, a la distribución de sus centros de datos en lugares próximos al cliente y a contar una cartera de productos versátil y adaptable. Esta estrategia también ha sido clave en su expansión a Latinoamérica, en donde la cercanía al cliente y el trato personalizado es fundamental.

La tecnología desarrollada por Gigas está al nivel de la de los líderes del sector y ha sido reconocida por las principales consultoras (Gartner, MSPmentor, Eurocloud) Incluso, Gigas ha desarrollado productos de IaaS con funcionalidades avanzadas y muchas de ellas no ofertadas por sus competidores en los mercados en los que opera. Los dos principales servicios que ofrece Gigas son: **Cloud VPS (Virtual Private Server) y Cloud Datacenter.**

El **Cloud VPS** está enfocado a las pequeñas y medianas empresas (PYMEs), mayormente empresas de perfil tecnológico que contratan un pequeño servidor web. Este producto se contrata a través de la página web de Gigas y el cliente lo gestiona directamente desde la propia página en tiempo real con limitada intervención por parte de Gigas.



Servidor Cloud VPS. Fuente Gigas.

El **Cloud Datacenter** actúa como un **centro de datos físico** como pueden ser servidores, cabinas de almacenamiento, firewalls o cortafuegos, VLANs, VPNs o balanceadores de carga, entre otros en un espacio virtual. **Los programas son muy fáciles de usar** y se crean, modifican y adaptan desde un panel de control vía web de una forma automática e inmediata. Desde el panel de control de Gigas se gestionan todos los servicios y las apps móviles permiten hacerlo desde el propio teléfono móvil. El producto Datacenter ofrece un conjunto de recursos al cliente (memoria RAM, CPU, disco) que éste puede utilizar como desee en cada momento, desplegando servidores con el tamaño exacto y redistribuir los recursos contratados en cualquier momento sin incurrir en costes adicionales. El **Cloud Datacenter** está pensado para medianas y grandes empresas, que generan una facturación mensual mucho más elevada que el Cloud VPS y con una clara tendencia al alza debido a las mayores necesidades de estos clientes. Como **clientes** se encuentran **grandes compañías españolas y latinoamericanas** que contratan decenas de servidores virtuales. Este producto se comercializa a través de vendedores especializados e ingenieros que atienden en persona. La relación e interacción personal es clave en este segmento, especialmente en los mercados hispanos, y a diferencia de los mercados anglosajones.



Representación Cloud Datacenter. Fuente Gigas.

Acuerdos estratégicos con proveedores. Clave para ofrecer el mejor servicio

Por otro lado, Gigas ha firmado **acuerdos estratégicos con proveedores** de tecnología para poder ofrecer los mejores servicios a sus clientes. Gigas tiene un acuerdo de alquiler de licencias y de otros productos de **Microsoft** en pago por uso, **NetApp** ofrece a Gigas la red y cabinas de almacenamiento y los discos, **Hewlett Packard** provee los servidores “blade” de última generación y alta densidad, **Cisco** ofrece la capa de networking, switching y routing, **Oracle** le ofrece su base de datos de clientes empresariales en pago por uso, **SolidFire** ofrece la plataforma de almacenamiento de muy alto rendimiento con discos que permiten ofrecer decenas de miles de IOPs (unidades de acceso a disco) a sus clientes y otros proveedores como **SAP, VMware, Fortinet, Level 3 Communications o Intel**.

Otro de los pilares sobre los que se sostiene la infraestructura tecnológica de Gigas son los **centros de datos (Datacenters)**. Gigas tiene **acuerdos estratégicos** con dos grandes operadores de centros de datos globales, **Interxion y Terremark**, en los que aloja su plataforma y equipos. En total utiliza **6 centros de datos, 3 en España** (2 en Madrid y 1 en Barcelona), y otros en **Miami, Bogotá y Santiago de Chile**. Dos de los 3 centros ubicados en España son propiedad de **Interxion**, empresa cotizada holandesa y uno de los líderes del sector en Europa, y el otro de Orange. Las 3 instalaciones tienen categoría Tier III, segunda categoría más alta y siendo la Tier IV la de mayor nivel de fiabilidad. Estos centros dan acceso a más de 600 proveedores de telecomunicaciones, proveedores de internet y redes de distribución de contenidos, además de a los principales puntos de Europa, lo que permite reducir costes de interconexión y garantizar la seguridad de la red. En EEUU Gigas tiene su infraestructura en el NAP “Network Access Point” de las Américas, en Miami. Esta central tiene categoría Tier IV y está operada por Equinix uno de los grandes operadores de centros a nivel mundial, con presencia en los 5 continentes. Gigas tiene su infraestructura para prestar servicios en Latinoamérica en Miami, el mejor punto de conectividad para la región al contar con más de 130 operadores de telecomunicaciones y por donde se estima que circula en torno al 90% del tráfico de internet a Latinoamérica. Por último, el Datacenter de **Chile**, Tier III, ofrece la mayor conectividad del país y el de **Colombia**, a las afueras de Bogotá, es ICREA 5, equivalente a Tier IV.

Estrategia comercial. 3 canales de venta

Gigas cuenta con **3 canales y métodos de comercialización** en función de los dos productos de la compañía y al tipo de proyecto:

Ventas a través de la web (canal online): Canal orientado casi exclusivamente a **Cloud VPS** (19/69 eur/mes). La contratación es por periodos más extensos (semestral/anual) y el prepago es la fórmula preferida por más del 60% de los clientes para aprovechar los descuentos. Las promociones se realizan mediante campañas por internet. El tipo de cliente es de perfil tecnológico, **normalmente pequeñas empresas y profesionales**, sensibles a precios. La compra se realiza online y la provisión del servidor se realiza de forma automática una vez se finaliza la compra. Es un producto “self service” y automatizado que apenas requiere intervención por parte de Gigas.

Fuerzas de ventas directa (canal directo): Estructura comercial con personal propio, **orientado a medianas y grandes empresas** con **venta exclusiva de Cloud Datacenter** pagando entre 129 y varios miles de euros al mes. La fuerza de ventas realiza la prospección de los clientes y prepara propuestas basadas en los requerimientos de los clientes y asesora a potenciales clientes en el diseño de su solución para un nuevo proyecto o la migración a la nube de uno existente. La venta es bastante técnica, con personal especializado y cuyo interlocutor normalmente es un director de tecnología con su propio equipo de sistemas.

Socios distribuidores (canal indirecto): Gigas ha estado construyendo un **canal indirecto con socios que ofrecen los servicios de Gigas a sus clientes finales**, complementando su propia oferta. Estos colaboradores actúan como distribuidores de Gigas comprando productos de Cloud Datacenter con descuento y luego ofreciéndoselos a sus clientes finales con otros servicios complementarios. El ritmo de crecimiento es superior al del canal directo y ya aporta más de la mitad de los clientes. Gigas cuenta con algunos de los mayores integradores de sistemas más grandes de España y Latinoamérica como colaboradores lo que le permitirá ganar tamaño eficazmente.

El canal indirecto cuenta con **varias ventajas para las compañías que venden los servicios de Gigas**, al poder ampliar su cartera de productos y negocios y conseguir ingresos de forma recurrente. Además, pueden aprovecharse de la tecnología y soporte técnico de Gigas para reducir el tiempo de implementación de los programas. Estas ventajas, en definitiva, permiten a sus socios crecer a un mayor ritmo mejorando su rentabilidad.

En la **siguiente tabla** podemos ver **algunos de los socios comerciales** entre los que están compañías como Cxiome, Common, Sopra, Everis, VASS o Excelia, entre otros:

Principales socios comerciales (canal indirecto)



Datos Gigas. Elaboración propia.

Evolución del número de clientes. Continúa la expansión

El número de clientes de Gigas ha experimentado un gran crecimiento desde su inicio. Cabe destacar que los dos principales productos de Gigas atraen a un tipo de cliente muy distinto. Por un lado, **Cloud VPS** capta un gran número de clientes que pagan una tarifa mensual bastante asequible, mientras que los de **Cloud Datacenter** son mucho menos numerosos y abonan cantidades significativamente superiores. En ambos casos, no obstante, su número ha crecido de forma significativa desde el comienzo.

Como vemos en la **siguiente tabla**, Gigas ha cerrado en 1S 19 con casi 3.800 clientes corporativos, desde menos de 1.000 en 2012. Entre ellas destacan grandes empresas reconocidas internacionalmente como Walmart, Havas Media, Acciona, Indra, FCC, Mercadona, Bankinter o Iberdrola.



Fuente Gigas

El **crecimiento anual acumulado del número de clientes** en este periodo ha sido del 26% y ha estado muy equilibrado entre los dos segmentos. No obstante, **desde 2015 el número en Cloud VPS se ha mantenido estable, mientras que el de Cloud Datacenter ha continuado con un sólido crecimiento**. Como comentamos anteriormente, en junio 2019 la mayoría (80%) son clientes VPS y el 20% restante los son de Datacenter.

Número de clientes	2012	2013	2014	2015	2016	2017	1S18	2018	1S19	% total 1S 19
Cloud VPS	679	2.115	3.064	3.163	3.141	3.016	3.264	3.158	2.997	80%
Cloud Datacenter	168	176	289	350	445	502	699	739	766	20%
Total	847	2.291	3.353	3.513	3.586	3.518	3.963	3.897	3.763	100%

Crec.	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15	2017/16	2018/17	1S19/1S18	TAAC 2012/1S19	TAAC 2015/1S19e
Cloud VPS	211%	45%	3%	-1%	-4%	5%	-8%	27%	0%
Cloud Datacenter	5%	64%	21%	27%	13%	47%	10%	26%	24%
Total	170%	46%	5%	2%	-2%	11%	-5%	26%	3%

Nota: La adquisición de Ability aportó 92 clientes VPS en 2018 y la de SVT, 207 de VPS y 55 de Datacenter, también en 2018.
 Datos compañía. Elaboración propia

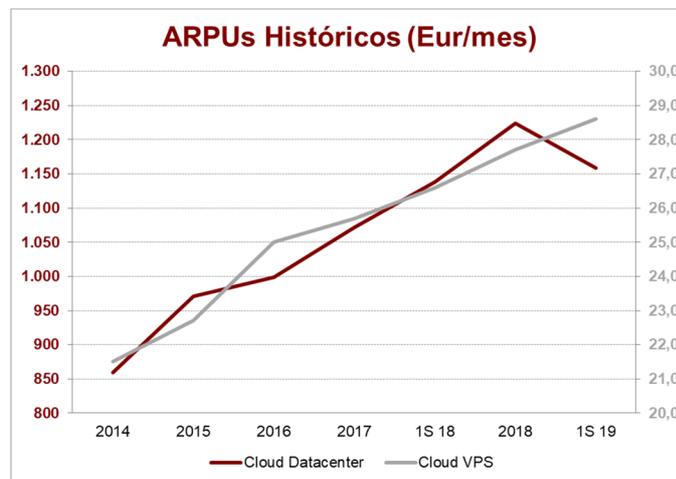
Como comentamos anteriormente, **los precios de cada uno de los dos servicios también son muy distintos**. En la siguiente tabla y gráfico podemos ver que el **ingreso medio mensual por usuario (ARPU) de Cloud VPS** es muy asequible mientras que el de **Datacenter** supera los 1.150 eur. Podemos decir también que el **entorno de precios es bueno** al mostrar en los últimos 4 años y medio

un crecimiento anual de un dígito medio/alto el ingreso de los clientes VPS y de casi doble dígito los de Datacenter.

ARPU (Eur/mes)	2014	2015	2016	2017	1S 18	2018	1S 19
Cloud VPS	21,5	22,7	25,0	25,7	26,6	27,7	28,6
Cloud Datacenter	859	971	999	1.072	1.138	1.224	1.158

Crec.	2015/14	2016/15	2017/16	2018/17	TAAC	
					1S19/1S18	2015/1S19e
Cloud VPS	6%	10%	3%	8%	8%	6,5%
Cloud Datacenter	13%	3%	7%	14%	2%	6,9%

Datos compañía. Elaboración propia

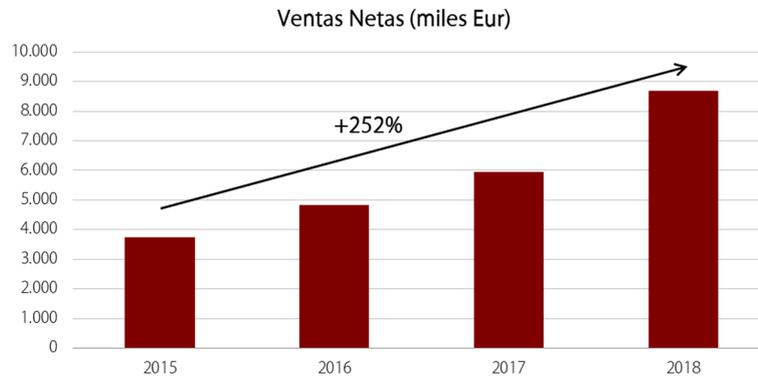


Datos Gigas.

De cara al futuro, creemos que el **objetivo prioritario en el segmento de Cloud VPS** es defender el ARPU ya que el entorno es más competitivo, mientras que en el de **Cloud Datacenter**, el enfoque está en la captación de clientes.

Si como hemos visto, el **número de clientes** ha aumentado a un gran ritmo en los últimos años, el ingreso medio ha repuntado a un dígito medio/alto y además ha integrado dos adquisiciones en 2018, los **ingresos netos** han tenido que aumentar significativamente.

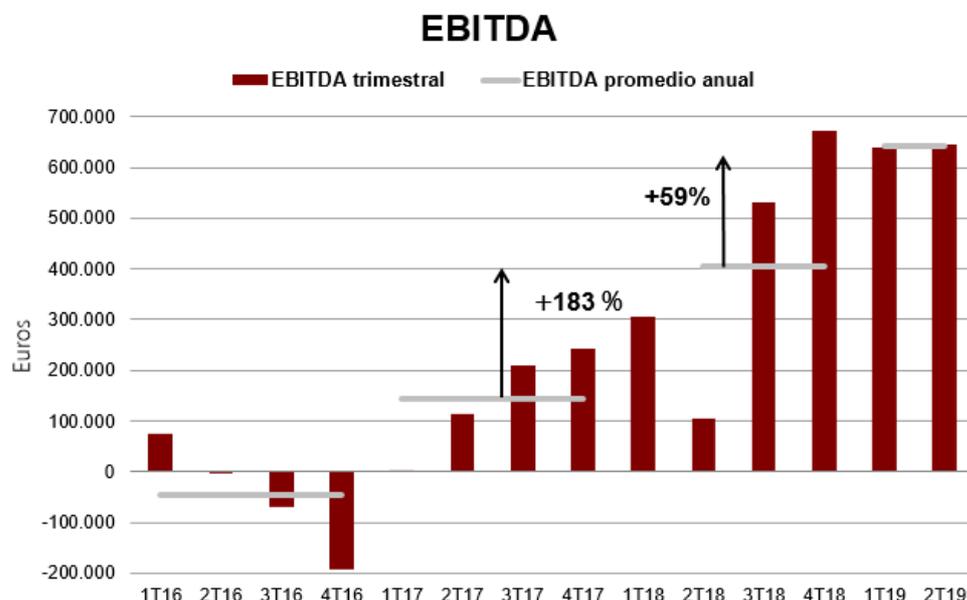
En la siguiente tabla podemos ver su evolución. Efectivamente, **los ingresos han crecido a un 37% anual acumulado entre (TACC) 2014 y 2018**, un ritmo muy elevado, si bien también incluye la aportación de SVT y Ability.



Datos Gigas. Elaboración propia.

Destacamos que los **ingresos netos de 2018** quedaron levemente por debajo de las previsiones de la compañía (excluyendo Ability, que no estaba incluida en el presupuesto), aunque incluyendo ésta, y tras una gran evolución en 4T, Gigas habría superado el objetivo de ingresos netos por un 7,6%. No obstante, destacamos favorablemente que **el EBITDA superó el objetivo** por un 20% tras superar los 1,6 mln eur.

En nuestra opinión, **la evolución del EBITDA es muy destacable**. En el siguiente gráfico podemos ver su gran progresión tanto por trimestres (desde 1T 16) como en media anual. En **2016** Gigas tuvo dos trimestres con EBITDA negativo y la media anual fue de -46 mil eur. En **2017** el EBITDA ya avanzó muy significativamente hasta una media trimestral de 143 mil eur, mientras que en **2018** la media ya superó los 400 mil eur por trimestre, un avance del 183% frente a 2017. Como veremos más adelante, la progresión continúa en 2019 al haber conseguido un EBITDA en 1S 19 un 59% superior al de la media de 2018.



Esta progresión, lógicamente, se ha trasladado a los **márgenes operativos**. La mejora de los últimos años ha sido significativa y actualmente ya se encuentran en niveles atractivos. El mayor tamaño y el enfoque en ganar eficiencia ha permitido a Gigas generar economías de escala. Además, creemos que el mayor conocimiento del mercado y de los clientes permite optimizar recursos y mejorar la productividad.

Los márgenes se han ampliado notablemente en los últimos años y se encuentran en niveles que consideramos elevados. El **margen bruto** se sitúa casi al 80% mientras que el **margen EBITDA**, aunque cayó a terreno negativo en 2016 al ampliar su estructura con objeto de dotar a Gigas de mayor apalancamiento operativo, se ha casi duplicado desde 2015 hasta el 18,6% en 2018, superando el objetivo del grupo por 2 pp.

Gigas	2015	2016	2017	2018	1S 18	1S 19
EBITDA (Euros)	382.930	-186.005	572.026	1.616.351	412.546	1.283.367
Mg. EBITDA (%)	10,2%	-3,8%	9,6%	18,6%	10,5%	25,9%
Margen bruto (%)	73,8%	74,2%	78,2%	78,3%	78,7%	77,3%

Datos compañía. Elaboración propia

Hasta 2018 Gigas ha recogido **pérdidas netas** debido, principalmente, al elevado importe de las **amortizaciones** (en torno al 17% de la cifra de negocio desde 2015) y a los **gastos financieros**, que repuntaron con fuerza en 2018 debido a la emisión de convertibles para financiar la adquisición de Ability, si bien en torno al 50% de los gastos de 2018 no implicaron salida de caja. Los **créditos fiscales** recogidos en los últimos años no han logrado revertir las pérdidas netas, aunque también en cierto que en 2018 fueron ya muy inferiores (-148 mil eur) a las de años anteriores.

Gigas (en Eur)	2015	2016	2017	2018	1S 18	1S 19
Depreciación y Amortización	-651.796	-799.851	-1.014.178	-1.524.006	-645.076	-882.942
D&A / Ingresos Netos	-17,4%	-16,5%	-17,1%	-17,5%	-16,4%	-17,8%
Resultado de explotación (EBIT)	-268.866	-985.856	-442.152	92.345	-232.530	400.425
Resultado financiero	-99.357	-93.616	-197.047	-353.148	-102.727	-185.860
Impuesto sobre beneficios	157.392	306.890	146.689	112.922	68.805	-59.260
Resultado del ejercicio	-210.831	-772.582	-492.510	-147.880	-266.452	155.305

Datos compañía. Elaboración propia

Sector intensivo en inversiones

El **nivel de inversiones del sector** es **intensivo**, al tener que destinar recursos a la adquisición de equipos de computación y almacenamiento y de aplicaciones informáticas. Además, Gigas incurre en inversiones en I+D, que son obligadas en un sector con gran capacidad de desarrollo. Estas inversiones computan como gastos operativos, aunque pasan a activarse cuando dichos proyectos se consideran exitosos y van cumpliendo ciertas condiciones.

La principal partida de inversiones es en **inmovilizado material**. Como porcentaje de ingresos netos, esta partida se ha reducido a la mitad desde 2015 a 2018 estando este año en el 10,5%, nivel eficiente

para el sector. Aparte, Gigas realiza inversiones en adquisiciones (SVT y Ability en 2018) y cuenta con una partida reducida de inversión en inmovilizado inmaterial.

Hasta ahora, Gigas ha consumido caja (CF operativo – CF inversión) aunque en 2018 generó caja a nivel operativo (481 mil eur) por primera vez.

Gigas (En Eur)	2015	2016	2017	2018
CF Operativo	153.623	-594.313	-78.274	481.135
Inmovilizado material	-763.247	-811.587	-1.017.048	-914.389
Adquisiciones				-1.531.189
CF Inversion	-2.564.677	344.806	-395.620	-2.490.585
CF Operativo - CF Inversión	-2.411.054	-249.507	-473.894	-2.009.450
<i>Imn. material/Ingresos Netos</i>	<i>-20,4%</i>	<i>-16,8%</i>	<i>-17,1%</i>	<i>-10,5%</i>

Datos compañía. Elaboración propia

Posición financiera saneada. Emisión de bonos convertibles

Gigas cuenta con una posición financiera saneada.

En 2018 la **deuda bruta** excluyendo convertibles alcanzó 4,3 mln eur, desde 3,23 mln en 2017, al haber aumentado algo más de 1 mln eur por las dos adquisiciones. Teniendo en cuenta la caja de 2,18 mln eur, la **deuda neta (ex convertibles)** se situó en 2,15 mln eur, equivalente a **1,3x EBITDA 2018**. La mejora registrada en la generación de caja operativa en **1S 19** unida a una menor actividad de capex ha permitido reducir la **deuda bruta (ex convertibles)** hasta 3,70 mln eur en 1S 19 y la **deuda neta** hasta 1,90 mln eur o **0,76x EBITDA**.

Por otro lado, la **emisión de bonos convertibles** se llevó a cabo en **abril 2018** para financiar adquisiciones. El importe emitido fue de **2,5 mln eur** en dos tramos y fue suscrita íntegramente por Inveready. La emisión se estructuró en **dos tramos**. El primero, por importe de 1,2 mln eur, con precio de conversión de 3,0 eur/acción y el segundo de 1,3 mln eur con precio de conversión de 6,22 eur/acción. El bono convertible vence en 2025 (7 años), paga un tipo de interés anual, pagadero trimestralmente, del 4%, y su conversión a acciones se puede realizar a partir del tercer año, de abril 2021 en adelante. En el **balance 1S 19**, el bono convertible se valora con prima (2,57 mln eur) al desagregar el valor de la opción en 711 mil eur dentro de fondos propios y el de la deuda en 1,87 mln eur.

Para el cálculo de la deuda hemos excluido los bonos convertibles. Como veremos más adelante en nuestra valoración, **consideramos que los bonos se convertirán en acciones** (entre 2021 y 2025). Al precio actual (6,8 eur), la conversión del primer tramo (a 3 eur/acción) es más que factible, mientras que el segundo tramo (a 6,22 eur/acción) ya estaría “dentro del dinero”. Esperamos que la progresión de la compañía en los próximos años lleve a su cotización al alza, permitiendo también la conversión del segundo tramo. De este modo, incluiremos el **número de acciones (totalmente diluidas) procedente de la conversión (13% del total)** para valorar Gigas.

Guía 2019e con crecimiento de doble dígito apoyado por las adquisiciones

Para 2019, los objetivos de Gigas descuentan que mantenga un ritmo de crecimiento elevado. Sus previsiones no incluyen adquisiciones, que podrían producirse, aunque incorporan la contribución durante todo el año de Ability (7 meses en 2018), y de SVT (desde enero de 2018). Sirva como referencia que Ability consiguió ingresos de 1,67 mln eur en 2018 (aportando en torno a 900 mil eur a Gigas) mientras que SVT obtuvo 860 mil eur en todo el año.

Como podemos ver en la siguiente tabla, Gigas espera conseguir un crecimiento de **ingresos netos** de casi +22% y que el margen bruto ceda -1 pp vs 2018 hasta el 77,2% debido a que los márgenes de SVT y Ability son menores (>60%) que los del resto del grupo. El mayor apalancamiento operativo y sinergias haría posible que el **EBITDA** repunte +58%, con una mejora significativa del **margen EBITDA**, que alcanzaría el 24,1% (+5,5 pp vs 2018).

Gigas - Guía 2019e (En Euros)	1T19e	2T19e	3T19e	4T19e	1S19e	9M19e	2019e	2018	% Var.
Ingresos brutos	2.766.364	2.885.117	2.975.718	3.205.072	5.651.481	8.627.199	11.832.270	10.155.158	16,5%
Periodificaciones de ventas	(12.351)	(9.292)	64.910	(28.217)	(21.643)	43.267	15.050	(87.111)	-117,3%
Descuentos y promociones sobre ventas	(312.628)	(317.968)	(310.054)	(336.704)	(630.596)	(940.650)	(1.277.354)	(1.384.168)	-7,7%
Ingresos netos	2.441.385	2.557.857	2.730.574	2.840.151	4.999.242	7.729.816	10.569.966	8.683.879	21,7%
Trabajos realizados para su activo	61.236	59.236	56.736	60.736	120.472	177.208	237.944	250.881	-5,2%
Ingresos Extraordinarios, Subvenciones y Otros	7.263	7.263	7.263	7.263	14.526	21.789	29.052	58.255	-50,1%
Aprovisionamientos	(578.251)	(583.332)	(613.439)	(632.254)	(1.161.583)	(1.775.022)	(2.407.276)	(1.882.547)	27,9%
Costes de captación clientes online y terceras partes	(32.835)	(34.294)	(37.873)	(39.033)	(67.129)	(105.002)	(144.035)	(64.221)	124,3%
Datacenters y conectividad	(255.514)	(261.415)	(275.214)	(282.814)	(516.929)	(792.143)	(1.074.957)	(813.510)	32,1%
Otros aprovisionamientos	(289.902)	(287.623)	(300.352)	(310.407)	(577.525)	(877.877)	(1.188.284)	(1.004.816)	18,3%
Gastos de personal	(945.281)	(981.298)	(971.210)	(976.743)	(1.926.579)	(2.897.789)	(3.874.532)	(3.220.912)	20,3%
Sueldos, salarios y asimilados	(786.628)	(815.159)	(806.836)	(810.649)	(1.601.817)	(2.408.653)	(3.219.302)	(2.665.992)	20,8%
Cargas sociales	(158.653)	(166.109)	(164.374)	(166.094)	(324.762)	(489.136)	(655.230)	(554.920)	18,1%
Otros gastos de explotación	(485.703)	(508.660)	(480.818)	(527.430)	(994.363)	(1.475.181)	(2.002.611)	(2.274.574)	-12,0%
Servicios exteriores	(448.751)	(470.653)	(440.928)	(486.194)	(919.404)	(1.360.332)	(1.846.526)	(1.819.352)	1,5%
Servicios profesionales y otros	(273.249)	(273.566)	(275.620)	(276.211)	(546.815)	(822.435)	(1.098.646)	(1.312.615)	-16,3%
Marketing y publicidad	(64.001)	(88.058)	(53.827)	(97.415)	(152.059)	(205.886)	(303.301)	(181.546)	67,1%
Costes Internacionales excepto Marketing	(111.501)	(109.029)	(111.481)	(112.568)	(220.530)	(332.011)	(444.579)	(325.191)	36,7%
Pérdidas, deterioro y var. provisiones ops. comerciales	(36.952)	(38.007)	(39.890)	(41.236)	(74.959)	(114.849)	(156.085)	(455.222)	-65,7%
Otros resultados	-	-	-	-	-	-	-	1.369	
Resultado bruto de explotación (EBITDA)	500.649	551.066	729.106	771.723	1.051.715	1.780.821	2.552.543	1.616.351	57,9%
Resultado bruto de explotación (EBITDA) %	20,5%	21,5%	26,7%	27,2%	21,0%	23,0%	24,1%	18,6%	29,7%
Margen bruto	1.863.134	1.974.524	2.117.134	2.207.897	3.837.658	5.954.792	8.162.690	6.801.332	20,0%
Margen bruto %	76,3%	77,2%	77,5%	77,7%	76,8%	77,0%	77,2%	78,3%	-1,4%

Datos compañía. Elaboración propia.

Gigas presentó el pasado 19 de septiembre los **resultados 1S 19**. Como podemos ver en la siguiente tabla, **la evolución ha sido muy favorable**. No solamente Gigas demuestra una **mejora significativa frente a 1S 18** sino que también, y más importante si cabe, confirma un **inicio de año a nivel operativo mejor de lo presupuestado**. Además, destacamos que Gigas consiguió un resultado neto positivo por primer semestre en su historia y que la directiva ha confirmado que cerrará 2019 con beneficio neto.

Como podemos ver, los **ingresos netos** crecieron a gran ritmo (+25,8% vs 1S 18), el **margen bruto** cedió -1,4 pp, provocado por la incorporación de SVT y Ability, que cuentan con márgenes más bajos, y a la creciente inclusión de licencias de software de terceros en los productos de la compañía. No obstante, la caída del margen bruto fue inferior a lo previsto. Por su parte, el **EBITDA** más que triplicó el de un año antes hasta 1,28 mln eur y el **margen EBITDA** se amplió +15,9 pp vs 1S 18 hasta el 25,9%. **Destacamos favorablemente la contribución de las dos adquisiciones** antes mencionadas, cuya integración ya estaría casi finalizada y cuya captación de sinergias se habría conseguido en su mayoría.

La comparativa frente al objetivo (presupuesto) de la directiva también es muy favorable a nivel operativo. Los **ingresos netos** quedaron levemente por debajo del objetivo (-0,9%) impactados por la finalización de un contrato importante a principios de año con un cliente que, tras ser adquirido, traspasó su contrato a la matriz. El **margen bruto** fue +0,5 pp superior al situarse en el 77,2% y el **EBITDA** mejoró la previsión por un 22%, con lo que el **margen EBITDA** superó el presupuesto muy ampliamente, habiendo sido +4,9 pp superior.

Gigas - 1S 19 vs 1S 18 y presupuesto (En Euros)	1S19	1S19e	1S18	1S19a vs 1S19e	1S 19 / 1S 18
				%Chg.	%Chg.
Ingresos brutos	5.756.853	5.651.480	4.609.370	105.373	1,9%
Periodificaciones de ventas	(16.149)	(21.643)	(34.117)	5.494	-25,4%
Descuentos y promociones sobre ventas	(788.276)	(630.596)	(637.810)	(157.680)	25,0%
Ingresos netos	4.952.428	4.999.241	3.937.443	(46.813)	-0,9%
Trabajos realizados para su activo	135.400	120.472	124.234	14.928	12,4%
Ingresos Extraordinarios, Subvenciones y Otros	64.529	14.526	39.862	50.003	344,2%
Aprovisionamientos	(1.126.367)	(1.161.583)	(840.530)	35.216	-3,0%
Costes de captación clientes online y terceras partes	(34.352)	(67.129)	(29.435)	32.777	-48,8%
Datacenters y conectividad	(507.282)	(516.929)	(368.919)	9.647	-1,9%
Otros aprovisionamientos	(584.734)	(577.525)	(442.177)	(7.209)	1,2%
Gastos de personal	(1.800.552)	(1.926.579)	(1.537.949)	126.027	-6,5%
Sueldos, salarios y asimilados	(1.500.324)	(1.601.817)	(1.268.197)	101.493	-6,3%
Cargas sociales	(300.228)	(324.762)	(269.752)	24.534	-7,6%
Otros gastos de explotación	(922.411)	(994.363)	(1.309.914)	71.952	-7,2%
Servicios exteriores	(847.935)	(919.404)	(936.192)	71.469	-7,8%
Servicios profesionales y otros	(562.585)	(546.815)	(734.542)	(15.770)	2,9%
Marketing y publicidad	(84.037)	(152.059)	(89.066)	68.022	-44,7%
Costes Internacionales excepto Marketing	(201.313)	(220.530)	(112.584)	19.217	-8,7%
Pérdidas, deterioro y var. provisiones ops. comerciales	(74.476)	(74.959)	(373.722)	483	-0,6%
Otros resultados	(19.656)	-	(600)	NR	NR
Resultado bruto de explotación (EBITDA)	1.283.371	1.051.714	412.546	231.657	22,0%
<i>Resultado bruto de explotación (EBITDA) %</i>	25,9%	21,0%	10,5%	+4,9 pp	+15,9 pp
Margen bruto	3.826.061	3.837.658	3.096.912	(11.597)	-0,3%
<i>Margen bruto %</i>	77,3%	76,8%	78,7%	+0,5 pp	-1,4 pp

Datos compañía. Elaboración propia.

De este modo, **el inicio de 2019 ha sido muy positivo y mejor de lo previsto a nivel operativo.**

En Renta 4, no obstante, preferimos ser algo conservadores. Descontamos un **crecimiento de ingresos netos 2019e** levemente inferior al de la guía del grupo: +20% vs guía +21,7% (+25,8% en 1S 19 vs 1S 18) teniendo en cuenta que la directiva ha comunicado que pudieran acabar “algo por debajo de lo presupuestado” y esperamos que el **margen bruto** ceda -1,1 pp vs 2018 hasta 77,2%, en línea con la guía de Gigas, al considerar los márgenes más bajos de las dos compañías adquiridas en 2018, SVT y Ability. Nuestra previsión del **margen EBITDA**, 24,5%, es superior al del objetivo del grupo (24,1%) tras la gran evolución en 1S 19: 25,9% (+5,9 pp vs 2018) con lo que el **EBITDA** repuntaría +58% vs 2018 (+211% en 1S 19 vs 1S 18), en línea con la guía de Gigas. Esperamos que el mayor nivel de activos y de deuda (incluyendo convertibles) eleven la **depreciación y amortización y los gastos financieros**. Dentro de estos últimos, hay un importe elevado de los gastos de intereses del convertible que no implican salida de caja. Según nuestras previsiones, Gigas entraría en **beneficio antes de impuestos** por primer año en su historia este año. Descontamos el pago de impuestos por primer año (-10%) con lo que llegaría a un **beneficio neto** de unos 412 mil eur, en línea con el objetivo de la directiva de entrar en resultado neto positivo (155 mln eur en 1S 19).

En cuanto a las inversiones, la compañía considera que **la inversión en inmovilizado material podría quedar por debajo del nivel de 2018 y del objetivo de 2019e** de en torno a 1 mln eur excluyendo

adquisiciones después de que en 1S 19 hayan invertido 338 min eur. En cualquier caso, esperamos que el capex en 2S 19 sea superior al de 1S, principalmente por motivos estacionales. En R4 descontamos un **capex/ingresos 2019e** del 8,6%, similar al objetivo del grupo de algo por debajo del 10%. Esta ratio mantiene la tendencia a la baja frente a los últimos años. Además, el principal componente de las inversiones está destinado a crecimiento. Por tanto, Gigas cuenta con flexibilidad para reducirlo y así conservar caja en caso de que entremos en una fase de ralentización macro que impacte negativamente las inversiones de las compañías. En nuestras previsiones no tenemos en cuenta **operaciones corporativas**. En este sentido, la directiva está activa buscando operaciones, principalmente en Latinoamérica, que encajen en su estrategia. En su opinión, **México es un mercado muy interesante** al considerar que el gasto en IT es aproximadamente la mitad del de Latinoamérica (excluyendo Brasil) y las compañías son ahora más receptivas a mantener sus datos a nivel doméstico cuando hasta ahora las entidades preferían guardarlos en servidores estadounidenses. Además, habrían evaluado que existen pocos proveedores locales. Esto les ha llevado a comenzar a lanzar sus propuestas comerciales y a reforzar su plantilla en el país. En México analizaron una operación recientemente, que se frustró al no alcanzar un acuerdo sobre el precio. Creemos que existen otras oportunidades interesantes y que la clave, teniendo en cuenta que los mercados financieros norteamericanos están cerca de máximos históricos, será negociar un precio razonable.

En la **siguiente tabla** podemos ver el **resumen de previsiones de Gigas para 2019, las nuestras (R4e) y una comparativa entre ambas**. Nosotros **somos algo más conservadores en el crecimiento de ingresos netos** si bien en el resto de parámetros nos mantenemos muy alineados. Como podemos ver, prevemos un crecimiento de ingresos elevado, caída del **margen bruto** (incorporación de SVT y Ability, que cuentan con márgenes más bajos) y expansión significativa del **margen EBITDA**, aprovechando su mayor escala y mayores eficiencias.

Gigas (en Eur)	2018	2019e guía	Crec. Guía	2019 R4e	Crec. R4e	R4e vs Guía
Ingresos brutos	10.155.158	11.832.270	17%	11.774.751	16%	-0,5%
Ingresos netos	8.683.879	10.569.966	22%	10.420.655	20%	-1,4%
EBITDA	1.616.351	2.552.543	58%	2.553.060	58%	0,0%
Mg. EBITDA	18,6%	24,1%	+5,5 pp	24,5%	+5,9 pp	+0,4 pp
Margen bruto	6.801.332	8.162.690	20%	8.044.746	18%	-1,4%
Margen bruto (%)	78,3%	77,2%	-1,1 pp	77,2%	-1,1 pp	en línea

Datos compañía y estimaciones R4.

Buenas perspectivas de crecimiento para los próximos años

Las previsiones del mercado de **Cloud computing** en el campo de **laaS** siguen siendo muy favorables para los próximos años. Creemos que el mercado presenta buenas perspectivas apoyado en la fuerte capacidad de generación de datos, creciente demanda de análisis y gestión de los mismos, necesidad de almacenaje y ventajas que ofrece su externalización. Consideramos que los mercados del ámbito de Gigas, España y Latinoamérica, son también atractivos debido a la baja penetración actual del almacenaje de servidores en la nube.

Según Gartner, principal consultora del sector, el **mercado de laaS** está en pleno proceso de expansión y crecerá en torno al 27% de media anual entre **2018 y 2021e**.

Previsión mercado mundial (mln USD)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	TAAC 2018/21e
Infraestructura como Servicio (IaaS)	23.600	31.000	39.500	49.900	63.000	
Crec.		31%	27%	26%	26%	27%

Fuente: Gartner (septiembre 2018).

En Rent4, **prevedmos que Gigas continúe creciendo a doble dígito en ingresos netos durante los próximos años**, si bien a una tasa más moderada que en el pasado. Calculamos una tasa anual acumulada (TAAC) de +16% para los próximos 4 años hasta 2022e (+37% entre 2014/18). Esperamos que el **margen bruto** se mantenga por debajo del nivel de 2018 tras las incorporaciones de SVT y Ability y que el **margen EBITDA** continúe mejorando, a un ritmo moderado, aprovechando su mayor escala y mayores eficiencias. Esperamos que el **margen EBITDA en 2022e** se sitúe en el 28% (+3,5 pp vs 2019e). Prevedmos que el **resultado financiero** caiga desde el pico previsto de -345 mil eur en 2019e (por la incorporación del pago de intereses del bono convertible emitido en 2018, 4% anual) a medida que la generación de caja va permitiendo reducir la deuda neta. En cualquier caso, buena parte del gasto financiero actual no implica salida de caja. Descontamos una **tasa fiscal** del 10% para los próximos años, teniendo en cuenta los créditos fiscales acumulados. Así, esperamos que el **beneficio neto** alcance 2,3 mln eur en 2022e.

En la **siguiente tabla** podemos ver un resumen de nuestras previsiones de la cuenta de **pérdidas y ganancias hasta 2022e**:

Gigas (en Eur)	2019e	2020e	2021e	2022e
Ingresos brutos	11.774.751	13.699.063	15.753.923	17.644.393
Crec. Ing. Brutos	16%	16%	15%	12%
Ingresos netos	10.420.655	12.192.166	14.020.991	15.703.510
Crec. Ing. Netos	20%	17%	15%	12%
EBITDA (Euros)	2.553.060	3.169.963	3.785.668	4.396.983
Mg. EBITDA (%)	24,5%	26,0%	27,0%	28,0%
Margen bruto (%)	77,2%	77,3%	77,5%	77,8%
Depreciación y Amortización	-1.750.000	-1.800.000	-1.820.000	-1.830.000
D&A / Ingresos Netos	16,8%	14,8%	13,0%	11,7%
Resultado de explotación (EBIT)	803.060	1.369.963	1.965.668	2.566.983
Resultado financiero	-345.121	-264.417	-95.000	-15.000
Impuesto sobre beneficios	-45.794	-110.555	-187.067	-255.198
Resultado del ejercicio	412.146	994.992	1.683.601	2.296.785

Estimaciones Rent4 banco.

A continuación podemos ver nuestras **previsiones de generación de caja 2019/22e**:

Gigas (En Eur)	2019e	2020e	2021e	2022e
CF Operativo	2.132.060	2.738.163	3.348.968	3.955.483
Inmovilizado Material	-900.000	-1.000.000	-1.200.000	-1.300.000
Adquisiciones	-164.000	0	0	0
CF Inversion	-1.089.000	-1.030.000	-1.230.000	-1.330.000
CF Operativo - CF Inversión	1.043.060	1.708.163	2.118.968	2.625.483
<i>Imn. material/Ingresos Netos</i>	<i>-8,6%</i>	<i>-8,2%</i>	<i>-8,6%</i>	<i>-8,3%</i>

Estimaciones Renta 4 banco.

Prevedemos que se mantenga la mejora en la tendencia de generación de caja. **Esperamos un avance significativo de la generación de caja operativa** (en positivo en 2018) gracias a la capacidad de crecimiento de Gigas y con la aportación de las adquisiciones de SVT y Ability ya los 12 meses del año a partir de 2019. La directiva apuntó que las **inversiones en inmovilizado material** quedarían seguramente levemente por debajo del millón de euros en 2019e. Prevedemos un aumento moderado hasta 2022e, si bien la ratio de **capex/ingresos netos** seguirá bajando desde el 10,5% en 2018 hasta en torno al 8,3% en 2022e. Además, en abril 2019 Gigas hizo el pago final por la **adquisición de SVT** por importe de 164.000 eur y realizó otro en julio de 273.000 eur por la de Ability (en deudas a corto plazo en 1S 19) y ya no tiene pendientes pagos adicionales por adquisiciones. Bajo nuestro escenario **no incluimos adquisiciones**, si bien creemos que la posibilidad de que Gigas lleve a cabo operaciones corporativas es elevada. En ese caso, seguramente la compañía se vea obligada a contratar nuevos Datacenters. Prevedemos que Gigas supere los 1,7 millones de euros en generación de caja (CF operativo – CF inversión) en 2020e y que se eleve por encima de 2,6 mln eur en 2022e.

Como comentamos previamente, **Gigas cuenta con una posición financiera saneada. En 1S 19 terminó con una deuda financiera neta (excluyendo convertibles) de 1,90 mln eur (0,76x EBITDA R4 2019e)**. Prevedemos que continúe la reducción de la deuda neta (ex convertibles) en 2S 19, hasta 1,2 mil eur, dejando la ratio **deuda neta/EBITDA 2019e en 0,5x**, cerca del objetivo de Gigas de 0,4x. Según nuestras estimaciones, Gigas dispondría de caja neta en 2020, que se ampliaría por encima de los 5 mln eur en 2022e. Como hemos comentado, **nuestras estimaciones excluyen operaciones corporativas**. Reiteramos nuestra idea de que seguramente Gigas lleve a cabo alguna operación. Creemos que la fuente de financiación preferida sería la emisión de deuda teniendo en cuenta que disfruta de una posición financiera holgada y que podría conseguir unas condiciones favorables.

En la **siguiente tabla** podemos ver nuestra **previsión de deuda/caja neta hasta 2022e**:

Deuda neta (ex convertibles)	2018	1S 19	2019e	2020e	2021e	2022e
Deuda financiera neta (mln eur)	2,15	1,91	1,10	-0,61	-2,72	-5,35
DFN/EBITDA (En veces)	1,33	0,75	0,43	-0,19	-0,72	-1,22

Datos 2018 y 1S 19 compañía. Estimaciones Renta 4 Banco.

El accionariado e inversores en Gigas fortalecen nuestra visión favorable

Los principales accionistas de Gigas llevan desde la fundación del grupo. En nuestra opinión, la trayectoria y el perfil profesional de los mismos es muy cualificada y uno de los principales puntos

fuerzas de la compañía. El **Consejo de Administración**, máximo órgano de decisión, control y supervisión del grupo, está formado por 9 personas.



Fuente Gigas

El **Presidente** es **Moisés Israel Abecasis**, Ingeniero Industrial y de Gestión (Technion Haifa, Israel) y MBA (Tel Aviv University, Israel), inició su carrera directiva en el sector financiero (Citibank, Santander Investment y Merrill Lynch), pasó a ser Consejero Delegado de Ya.com, proveedor de acceso a internet adquirido por Deutsche Telekom, y por último, antes de fundar Gigas, fue socio y director gerente de Atlas Capital entre 2004 y 2011. Actualmente, aparte de presidir Gigas, es socio de la gestora de fondos de deuda Mezzanine Oquendo Capital y consejero independiente de Banca March.

Diego Cabezudo Fernández de la Vega es el **Consejero Delegado**. Anteriormente fue CEO de AGS, consultora de IT y servicios. Previamente fue Director de operaciones de FON Wireless, la red WiFi más grande del mundo y fue responsable del despliegue de 3G de operador O2 en Irlanda. Anteriormente tuvo puestos directivos en TeleCable y Consultor de estrategia en DMR, Fujitsu Consulting. Es Ingeniero de Telecomunicaciones y MBA por la London Business School.

Jose Antonio Arribas Sancho, Consejero Ejecutivo. Cuenta con amplia experiencia en la gestión y desarrollo de productos, servicios y equipos del sector tecnológico. Previamente trabajó en la consultora de IT, AGS, como responsable de estrategia de proyectos y producto para España y LatAm. Al igual que Diego Cabezudo, trabajó en FON Wireless, donde creó y desarrolló los servicios técnicos de la compañía en 14 países. Al igual que el Presidente Moisés Israel, trabajó en Ya.com, como director técnico.

Javier Cebrián Monereo. Consejero Dominical. Socio y fundador de la empresa de capital riesgo **Bonsai Venture Capital**, especializado en los sectores de internet y nuevas tecnologías. Ha participado como inversor y consejero desde el año 2000 en empresas como Infojobs, Softonic, Emagister, Neurona, Idealista, Wuaki.tv, Tuenti, Wallapop, Bodas.net o Akamon. Javier Cebrián es Licenciado en Derecho por la Universidad San Pablo CEU y obtuvo un posgrado en Dirección de Empresas por el Instituto de Empresa.

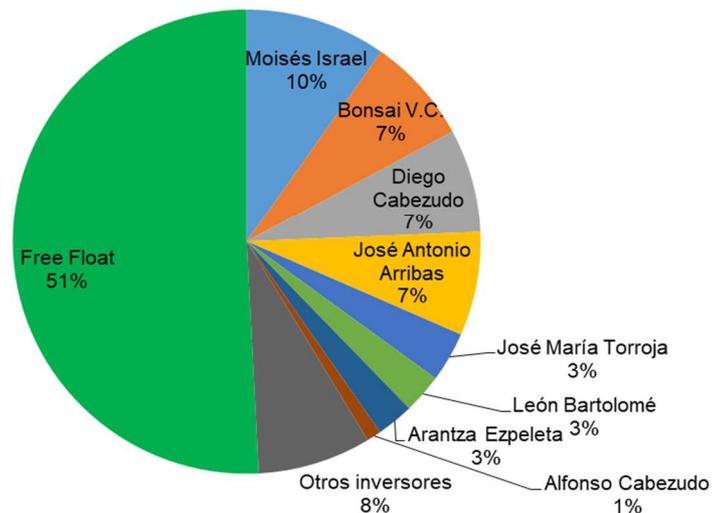
El resto de miembros del Consejo de Administración son **Arantza Ezpeleta (Consejera Independiente)** actualmente Directora General de Tecnología e Innovación del grupo Acciona, **Rosalía Lloret (Consejera Independiente)** es directora de Relaciones Institucionales de la Asociación

Europea de Editores Online, OPA, **Jose María Torroja (Consejero Independiente)** fundador de Eenpro Energía, empresa pionera en promoción de proyectos de energías alternativas. Previamente ocupó puestos directivos en varios bancos de inversión, **León Bartolomé (Consejero Independiente)** fue fundador y Consejero Delegado del hedge fund BBVA&Partners y anteriormente asumió cargos de responsabilidad en varios bancos de inversión y, por último, **Alfonso Cabezado Fernández de la Vega (Consejero Independiente)** agente de grandes patrimonios en Bankinter.

Consideramos que el **equipo directivo** cuenta con **amplia experiencia en el sector y una probada capacidad de gestión** tanto en grandes multinacionales como en empresas de recién creadas. En nuestra opinión, la capacidad de la directiva es una de las principales fortalezas de Gigas.

En el **siguiente gráfico** podemos ver el accionariado de Gigas a diciembre 2018. Como podemos comprobar, los 3 principales directivos de Gigas cuentan con un 24,2% del capital. La representación accionarial del Consejo nos parece muy elevada, alcanzando el 41% del total, confirmando el compromiso del mismo con la compañía. Descontando otras participaciones de inversores no representados en el consejo del 7,8%, el resto de acciones (50,8% del total) cotiza en el MAB desde noviembre 2015 bajo el ticker "GIGA".

Accionariado



Datos compañía. Elaboración propia.

Aparte de éstos accionistas, **Inveready** apostó por Gigas al suscribir íntegramente, como ya hemos comentado, 2,5 mln eur en bonos convertibles en abril 2018. ¿Quién es Inveready? Inveready es un grupo de inversión en compañías tecnológicas y biofarma, normalmente en las primeras fases de expansión. Cuenta con una amplia experiencia de inversión y ha financiado varias compañías que cotizan en el MAB como en las que ha conseguido un gran éxito como MásMóvil o Atrys Health. Inveready es muy conocida dentro de la comunidad inversora del MAB y es un reclamo para atraer capital. La compañía fue fundada y está liderada por **Josep María Echarri**, que compagina su actividad en Inveready con puestos de consejero en MásMóvil, cuarta teleco española, Fersa, Agile, Atrys Health

y Oryzon, en donde fue director financiero entre 2003 y 2007 y en otras tecnológicas como PaloBiofarma o Ability Pharmaceuticals.

Gigas como modelo en el MAB de responsabilidad corporativa

Destacamos favorablemente que **Gigas es una referencia en el MAB para inversores en términos de atención al inversor, transparencia y credibilidad**. Gigas forma parte de un grupo de 8 entidades, de las 41 del MAB, que publica información trimestral y realiza una conferencia para inversores con tanta frecuencia (desde los resultados del 3T 2018) con un amplio espacio de tiempo para preguntas. De hecho, Gigas es de las compañías que más tiempo lleva haciéndolo. Otro de los aspectos más destacados es que Gigas es una de las escasas entidades que ofrece previsiones con un año de antelación desde hace varios ejercicios. A su favor, además, queremos reflejar el elevado grado de cumplimiento de dichos objetivos, que a nivel EBITDA, principal magnitud financiera, siempre ha cumplido/superado.

Además, su directiva mantiene reuniones de forma recurrente con inversores compartiendo de primera mano su visión sobre la evolución del negocio y sus perspectivas. Participan en numerosos foros y convenciones nacionales e internacionales como el foro Medcap (mayo de 2019, 2018, 2017, 2016), Iberian Value (10/04/2019), Frankfurt European Midcap Event (Febrero 2019 y 2018), 36th ESN European Conference en Londres (12/12/2018), Udekta: Desayunos de Inversión (26/09/2018), Rankia: Oportunidades de Inversión en el Mercado Alternativo (18/10/2018), Estrategias de Inversión: Salón del Inversor (29/10/2018), European Spring Midcap Event 2018 de París (27 y 28 de Junio /2018).

Principales riesgos del sector y la compañía

Como parte del sector tecnológico, la infraestructura como servicio (IaaS) se caracteriza por la **rapidez en la que cambia y mejora la tecnología** y en la evolución de los estándares de la industria. En este sentido, la capacidad de Gigas para adaptarse a dichos cambios y a las necesidades de los clientes es esencial. Así, creemos que los clientes pueden demandar nuevos productos por lo que Gigas tendría que ser capaz de desarrollar nuevas funcionalidades y aplicaciones.

La **entrada de nuevos competidores**, especialmente de grandes compañías tecnológicas o de telecomunicaciones, con un elevado número de clientes corporativos y buena capacidad financiera pueden conseguir una importante presencia en el mercado.

El sector tecnológico es deflacionista por naturaleza. Tiene que enfrentarse a un entorno en el que los precios unitarios (medidos frente a la capacidad, por ejemplo precio/MW) tienden claramente a la baja, comprometiendo su capacidad de crecimiento. No puede descartarse que los líderes del sector lleven a cabo recortes de precios agresivos para comprometer la evolución de la competencia. Esto sería muy negativo para compañías con un tamaño más reducido, como Gigas.

Dado que el sector de IaaS está en una etapa de desarrollo prematuro, no puede descartarse que los **reguladores** aprueben cambios que puedan afectar la evolución de las compañías del sector.

Si el **entorno económico** se deteriora en los mercados en los que opera Gigas (España y LatAm) las compañías podrían verse obligados a reducir el nivel de contratación o retrasar la instalación de servicios. El riesgo de divisa es latente en Gigas al tener exposición a varios países de Latinoamérica.

Por otro lado, algunos **riesgos vinculados a la cotización** serían la salida de algún inversor de referencia, ampliaciones de capital dilutivas o la ausencia de liquidez de los títulos.

Evolución de la cotización. Gran evolución y máximos históricos

En el siguiente gráfico podemos ver la **evolución de la cotización** de Gigas desde su inicio en noviembre 2015.



Fuente: Bloomberg

Como vemos, **los títulos comenzaron a cotizar justo por encima de los 3 eur/acción** y tocaron un **mínimo de 2,18 eur en marzo 2017**. A partir de entonces comenzó a remontar y a **finales de año** ya se situó en torno a **3,5 eur**. El anuncio de la adquisición de **SVT** en enero 2018, la entrada de **Inveready** a través de bonos convertibles en abril y la adquisición de **Ability** en mayo supusieron un **gran espaldarazo para la cotización**, que a mediados de año ya se encontraba en torno a 6 eur. La **mala evolución de las bolsas internacionales** en la segunda mitad de 2018 provocó un **fuerte repunte de la volatilidad** de la cotización de Gigas, si bien retomó la senda alcista a finales de año. La buena evolución del negocio y favorables perspectivas para 2019 reflejadas en el presupuesto presentado en

enero y la confirmación del buen inicio del año tras publicar resultados del 1T a finales de mayo llevaron a la cotización de Gigas a **máximos históricos hasta 8,48 Eur** a principios de junio, nivel desde el que ha corregido en las últimas semanas.

En la **siguiente tabla** podemos ver el **volumen negociado entre enero-agosto 2019** de las compañías más líquidas del MAB. **Gigas** se sitúa en el noveno lugar de un total de 42 entidades.

El **volumen medio diario de negociación** en los primeros 8 meses de 2019 alcanza 23 mil euros y el **volumen acumulado** en este periodo es de 3,852 mln eur, equivalente a un **13% de su capitalización bursátil actual**. Consideramos que este porcentaje de rotación es elevado. Además, se han negociado títulos de Gigas un 90% de las sesiones de 2019, casi el doble frente a la media del MAB del 48%. De este modo, **podemos concluir que Gigas es una de las compañías más líquidas del MAB**.

<i>En Miles Eur</i>	Negociación total
Eurona	19.355
Facephi	18.358
Ebioss Energy	13.833
Grenergy	10.885
Atrys Health	9.248
AB-Biotics	7.598
ADL Bionatur	6.413
Elzinc	4.057
Gigas Hosting	3.852

Valoramos Gigas entre 8,6/9,2 eur/acción. Potencial atractivo.

Hemos valorado Gigas utilizando distintos métodos con objeto de ofrecer una visión más completa.

La **valoración** toma como referencia nuestras estimaciones **con el perímetro actual**, esto es, con las compañías que conforman Gigas a fecha de hoy. Por tanto, **se incluye** la aportación de **SVT y Ability pero se excluye cualquier tipo de operación corporativa adicional**. Como hemos comentado anteriormente, consideramos que Gigas cuenta con buenas posibilidades para integrar nuevas compañías. En tal caso, tendríamos que valorar dichas operaciones y ajustar nuestro precio objetivo.

Los métodos utilizados han sido el de **valoración por múltiplos (EV/EBITDA)** tomando como referencia una fecha a partir de la cual consideramos que el nivel de crecimiento de la compañía se normalice, **Descuento de Flujos de Caja (DCF)**, **valoración por comparables**, tomando como referencia las dos entidades cotizadas más parecidas a Gigas y **valoración por transacciones relevantes del sector**.

Valoración por Múltiplos: 8,6 eur/acción.

En nuestra opinión, Gigas cuenta con grandes oportunidades para seguir creciendo a unas tasas considerablemente altas en los próximos años. Calculamos que el **EBITDA 2022e** sea 2,7x el de 2018. A partir de esta fecha, prevemos que las tasas de crecimiento sean más moderadas, de doble dígito bajo/un dígito alto al no considerar crecimiento a través de operaciones corporativas. Para valorar Gigas **hemos aplicado un múltiplo de 10 veces a nuestra previsión de EBITDA 2022e**. Creemos

que este múltiplo es adecuado para una compañía cuyo negocio habrá madurado otros 4 años más y que mantenga buenas perspectivas de negocio en un mercado en crecimiento. **Restamos la deuda neta a junio 2019 y añadimos el valor actual de los créditos fiscales** que dispone en la actualidad valorados en 1,5 mln eur. Asumimos que Gigas los recupere linealmente en los próximos 10 años y los descontamos a un tipo del 7%. Según nuestro análisis, el **valor del capital alcanza 43,2 mln eur**. Para el **número de acciones** tenemos en cuenta las 4,3 mln actuales y añadimos 700 mil procedentes de los dos tramos de **bonos convertibles** que **asumimos que se canjeen** a partir de abril 2021. Nuestra valoración por múltiplos se sitúa en **8,6 eur/acción**.

Valoración Gigas

EBITDA 2022 R4e (Eur)	4.396.983
Múltiplo EBITDA (x)	10
Valoración Compañía	43.969.828
VA Créditos fiscales	1.131.029
Deuda neta 1S 19 (ex convertibles)	1.908.334
Valor Equity	43.192.523
Nº acciones actual	4.322.318
Nº acciones máximo convertibles	700.276
Nº acciones diluidas	5.022.594
Valor/acción (Eur)	8,6
Precio actual	6,8
Potencial revalorización	26%

Estimaciones R4 Banco.

Valoración por DCF: 9,2 eur/acción.

A continuación presentamos nuestra valoración siguiendo el **método de descuento de flujos de caja (DCF)**. Hemos escogido un periodo largo, de **10 años, 2019/2028e**. A partir de entonces aplicamos un **crecimiento terminal de +2%**. Las estimaciones hasta 2022e son idénticas a las que utilizamos en la valoración por múltiplos. Esperamos que a partir de entonces Gigas mantenga la tendencia de moderación de crecimiento y descontamos que los **ingresos** avancen en torno a un dígito medio/bajo al final de este periodo (2028). El **margen EBITDA** debería seguir avanzando, aunque a menor ritmo, y calculamos que se sitúe, y mantenga, en torno al 30% de los ingresos netos a partir de 2024 incluido. Esperamos que Gigas recupere los créditos fiscales en 2023e (5 años) y que a partir de entonces su **tasa fiscal** se sitúe en el 25%. El **capex** debería seguir moderando como porcentaje de ingresos y esperamos que se establezca en torno al 7,2% mientras que la **inversión en circulante** debería ser más moderada. Descontamos los flujos a un **WACC del 8%** (tasa libre de riesgo 3,5%, beta 0,6x y prima de riesgo del 9%, elevada debido a su reducido tamaño, menor liquidez, operar en un sector en el que la tecnología es cambiante y elevada y creciente exposición a LatAm). Así, alcanzamos un **valor empresa** de 48,3 mln eur y deducimos el valor de la deuda (ex convertibles) a 1S 19 para llegar a un valor de los **fondos propios** de 46,4 mln eur. Dividimos entre 5,022 mln acciones para incluir los títulos derivados de los bonos convertibles, para llegar a un **valor por acción de 9,2 eur**.

GIGAS (En Eur)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Ingresos Brutos	11.774.751	13.699.063	15.753.923	17.644.393	19.232.389	20.350.004	21.571.004	22.649.555	23.329.041	24.028.912
Crec. Ingresos Ordinarios	15,9%	16,3%	15,0%	12,0%	9,0%	5,8%	6,0%	5,0%	3,0%	3,0%
Ingresos Netos	10.420.655	12.192.166	14.020.991	15.703.510	17.116.826	18.315.004	19.413.904	20.384.599	20.996.137	21.626.021
Crec. Ingresos Netos	20,0%	17,0%	15,0%	12,0%	9,0%	7,0%	6,0%	5,0%	3,0%	3,0%
EBITDA	2.553.060	3.169.963	3.785.668	4.396.983	4.963.879	5.494.501	5.824.171	6.115.380	6.298.841	6.487.806
Crec. EBITDA	58,0%	24,2%	19,4%	16,1%	12,9%	10,7%	6,0%	5,0%	3,0%	3,0%
% Ingresos	24,5%	26,0%	27,0%	28,0%	29,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBIT	803.060	1.369.963	1.965.668	2.566.983	2.909.860	3.479.851	3.882.781	4.076.920	4.199.227	4.325.204
Crec. EBIT	769,6%	70,6%	43,5%	30,6%	13,4%	19,6%	11,6%	5,0%	3,0%	3,0%
% Ingresos	6,8%	10,0%	12,5%	14,5%	15,1%	17,1%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
BAI	457.940	1.105.547	1.870.668	2.551.983	2.894.860	3.464.851	3.867.781	4.061.920	4.184.227	4.310.204
Crec. BAI	-275,6%	141,4%	69,2%	36,4%	13,4%	19,7%	11,6%	5,0%	3,0%	3,0%
Tasa Impuestos	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-19,1%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Impuestos	-45.794	-110.555	-187.067	-255.198	-551.737	-866.213	-966.945	-1.015.480	-1.046.057	-1.077.551
Bº Neto	412.146	994.992	1.683.601	2.296.785	2.343.123	2.598.638	2.900.836	3.046.440	3.138.171	3.232.653
Crec. BN	-378,7%	141,4%	69,2%	36,4%	2,0%	10,9%	11,6%	5,0%	3,0%	3,0%
% Ingresos	4,0%	8,2%	12,0%	14,6%	13,7%	14,2%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%
Depreciación & Amortización	1.750.000	1.800.000	1.820.000	1.830.000	2.054.019	2.014.650	1.941.390	2.038.460	2.099.614	2.162.602
D&A / Ingresos	16,8%	14,8%	13,0%	11,7%	12,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Otros no caja	198.000	160.000	30.000							
Cash Flow de Operaciones	2.162.146	2.794.992	3.503.601	4.126.785	4.397.142	4.613.288	4.842.226	5.084.900	5.237.784	5.395.255
Inversión en activo circulante	-150.000	-150.000	-150.000	-150.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000
Capex	-1.094.600	-1.030.000	-1.230.000	-1.330.000	-1.454.930	-1.465.200	-1.553.112	-1.630.768	-1.679.691	-1.730.082
Crec. Capex	15,9%	-5,9%	19,4%	8,1%	9,4%	0,7%	6,0%	5,0%	3,0%	3,0%
Capex / Ingresos (%)	9,3%	7,5%	7,8%	7,5%	7,6%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Cash Flow Libre	917.546	1.614.992	2.123.601	2.646.785	2.892.212	3.098.088	3.239.114	3.404.132	3.508.093	3.615.174
Días a flujo	96	462	827	1.189	1.557	1.923	2.288	2.653	3.018	3.384
Factor descuento	0,98	0,91	0,84	0,78	0,72	0,67	0,62	0,57	0,53	0,49
Cash Flow descontado	899.219	1.465.552	1.784.795	2.061.542	2.085.041	2.068.099	2.002.573	1.949.185	1.860.383	1.775.226
Valor residual										61.734.974
Valor residual descontado										30.314.872

Fuente: Renta 4 Banco

GIGAS (En eur)

Valor Actual flujos de caja (2019-2028e)	17.951.614
Valor Terminal	30.314.872
VALOR DE EMPRESA	48.266.486

Deuda Financiera Neta 1S 19 (Excl. Convertibles)	1.908.334
Valor Capital	46.358.153

Nº acciones (mln)	5.022.594
-------------------	-----------

Valor objetivo (eur/acción)

Cotización Actual	6,8
Descuento(-) / Prima(+) s/ valor objetivo	36%

Fuente: Renta 4 Banco

Valoración por Comparables: 8,6 eur/acción

Aunque existen numerosas competidoras de Gigas a nivel mundial, hemos descartado las grandes del sector (Amazon, Microsoft, Alibaba, Google, etc...) ya que los líderes tecnológicos cuentan con numerosos negocios distintos y la contribución del almacenamiento de datos "en la nube" es sólo una parte reducida del total. Por tanto, no nos parecen representativas. Además, hemos visto que un gran número de las compañías del sector son de capital privado y no cotizan en los mercados, por lo que no tenemos acceso a información detallada de su negocio. **Hemos encontrado dos entidades comparables cotizadas.** Por un lado, **Iomart Group plc**, británica, y por otro, **WIIT**, italiana. Ambas compañías cotizan en sus respectivos mercados domésticos.

Según hemos comprobado, **Iomart** es una compañía cuyos ingresos están creciendo actualmente a un dígito después de haber estado creciendo casi al +20% hasta 2017. Igualmente, el crecimiento del

EBITDA se ha desacelerado considerablemente y también lo está haciendo a un dígito. **En nuestra opinión, el momento del ciclo para Iomart podría ser distinto al de Gigas**, al considerar que el principal mercado de la primera, el británico, está más consolidado y cuenta con menor capacidad de crecimiento que los de Gigas.

Datos comparables	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e
Crec. Ingresos					
Iomart	16%	17%	9%	6%	8%
WIIT		22%	29%	30%	31%
Gigas	52%	29%	23%	46%	20%
Crec. EBITDA					
Iomart	11%	10%	12%	6%	5%
WIIT		19%	82%	39%	39%
Gigas	nr	nr	nr	183%	55%

Nota: EBITDA 2016 de Gigas, negativo.

Datos Factset. Elaboración propia.

En la siguiente tabla podemos ver los **múltiplos EV/Ventas y EBITDA** al que cotizan actualmente las dos principales comparables de Gigas:

2019e	EV/VENTAS	EV/EBITDA
Iomart	3,6x	8,5x
WIIT	5,1x	12,0x

Datos Factset. Elaboración propia.

Teniendo en cuenta estos múltiplos, la **valoración de Gigas** estaría comprendida entre 21,3 (EV/EBITDA Iomart) y 52,7 mln eur (EV/Ventas WIIT).

En mln eur	EV/VENTAS	EV/EBITDA
Iomart	37,1	21,3
WIIT	52,7	30,0

Elaboración propia.

Como hemos comentado anteriormente, **creemos que los múltiplos de Iomart son menos representativos** al ser una compañía más consolidada y, en nuestra opinión, con menores posibilidades de crecimiento, tal y como indican las previsiones del consenso del mercado. De hecho, hemos comprobado que **cuando Iomart crecía a ritmos similares a los actuales de Gigas** (años 2012/14) **los múltiplos a los que cotizaba eran muy superiores a los actuales.**

lomart	2012	2013	2014
EV/VENTAS (x)	5,7	5,1	3,6
EV/EBITDA (x)	15,0	12,7	8,3

Datos Factset. Elaboración propia.

En cuanto a la **valoración en función de los múltiplos de WIIT**, creemos que el indicador más representativo es el de **EV/Ventas** ya que el nivel de crecimiento de ingresos sigue siendo elevado en ambas compañías. Por otro lado, vemos difícil que WITT consiga ampliar el margen EBITDA de forma significativa en los próximos años dada la gran mejora ya alcanzada, mientras que **Gigas**, con unos márgenes operativos significativamente más bajos (R4 2019e 24% vs WIIT 42%) **tiene mayor capacidad de mejora en términos de EBITDA**. Así, creemos que **el múltiplo más representativo** para valorar Gigas por comparables es el de **(EV/ventas)** y no el de (EV/EBITDA). A pesar de que creemos que WIIT es una compañía más parecida por crecimiento a Gigas que lomart, **hacemos una media** de las dos para llegar a un **valor empresa de 44,9 mln eur**. Al restar la deuda neta a junio 2019 el **valor de los fondos propios (equity)** queda en **43,0 mln eur u 8,6 eur/acción**.

Valoración por Transacciones del sector: 9,0 eur/acción

Hemos buscado **operaciones corporativas** (adquisiciones) **de compañías representativas del sector** que se han llevado a cabo **desde 2011**. La mayoría de estas operaciones se han llevado a cabo en EEUU y Europa. **El múltiplo más recurrente** que hemos visto para reflejar el valor de la transacción ha sido el de **EV/ventas**. En la siguiente tabla podemos ver un resumen del comprador, vendedor y el múltiplo de ventas al que se llevó a cabo la operación. En algunos casos sólo hemos encontrado un rango estimado y en tal caso hemos optado por utilizar la media.

Comprador	Vendedor	EV/Ventas
Telia	Nebula	4x
IBM	Softlayer	6x
Cogeco	Peer1	4-5x
Oak Hill Partners	Pulsant	4,5x
Equinix	Data Electronics	5x
Montagu	HostEurope	4x
Godaddy	HostEurope	5,5x
Telefónica	Acens	3x
United Internet	Arsys	3,5x
EMC	Virtustream	10x
Samsung	Joyent	5x*
Century Link	Tier3	n.a
Internap	Singlehop	2,9*
United Internet	Profitbricks	6x

* cifras estimadas

Fuente: Factset. Elaboración propia.

La media que calculamos es de 4,5x ventas excluyendo la operación de EMC/Virtustream (10x) al considerar que está muy fuera del rango del resto de operaciones.

Si tenemos en cuenta los ingresos de Gigas 2019e, a un múltiplo de 4,5x obtendríamos un EV de 46,9 mln eur.

Si excluimos la deuda a junio 2019 de 1,90 mln eur llegaríamos a un **valor de los fondos propios de 45,0 mln eur o 9,0 eur/acción.**

Valoración por transacciones (en Euros)

EV/Ventas (x)	4,5
Ventas 19e	10.420.655
EV	46.892.947
Deuda Fin Neta 1S 19	1.908.334
Valor Capital	44.984.613
Nº acciones	5.022.594
Valor/acción (Eur)	9,0

Elaboración Renta 4 Banco

Por último, a modo de resumen les presentamos nuestro **cuadro de valoración según los distintos métodos:**

Valoración GIGAS (mln eur)	EV	Valor Equity	Valor/acc.
Múltiplos	44,0	43,2	8,6
DCF	48,3	46,4	9,2
Comparables	44,9	43,0	8,6
Transacciones	46,9	45,0	9,0

Elaboración propia

Cuenta de pérdidas y ganancias 2016/22e

(En miles Eur)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Ingresos brutos	5.713	7.053	10.155	11.775	13.699	15.754	17.644
Crec. Ing. Brutos	24,9%	23,5%	44,0%	15,9%	16,3%	15,0%	12,0%
Ingresos netos	4.834	5.947	8.684	10.421	12.192	14.021	15.704
Crec. Ing. Netos	29,0%	23,0%	46,0%	20,0%	17,0%	15,0%	12,0%
EBITDA	-186	572	1.616	2.553	3.170	3.786	4.397
Mg. EBITDA (%)	-3,8%	9,6%	18,6%	24,5%	26,0%	27,0%	28,0%
Margen bruto (%)	74,2%	78,2%	78,3%	77,2%	77,3%	77,5%	77,8%
D&A	-800	-1.014	-1.524	-1.750	-1.800	-1.820	-1.830
D&A / Ingresos Netos	16,5%	17,1%	17,5%	16,8%	14,8%	13,0%	11,7%
EBIT	-986	-442	92	803	1.370	1.966	2.567
Resultado financiero	-94	-197	-353	-345	-264	-95	-15
Impuesto sobre beneficios	307	147	113	-46	-111	-187	-255
Resultado del ejercicio	-773	-493	-148	412	995	1.684	2.297

Fuente: datos compañía, estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

Valoración:

	2018	2019e	2020e	2021e
Precio cotización	5,58	6,80	6,80	6,80
Market Cap (mín de euros)	24,1	29,4	29,4	29,4
Deuda Neta (mín de euros)	4,6	3,7	2,0	-0,2
EV (mín de euros)	28,8	33,1	31,4	29,2
Nº acciones excl. Conv. (mín)	4,3	4,3	4,3	4,3
BPA (EUR/acc)	-0,03	0,10	0,23	0,39
DPA (EUR/acc)	0,00	0,00	0,00	0,00
Pay-Out Ratio	0%	0%	0%	0%
P/E	-163,1	71,3	29,5	17,5
P/VC	4,8	5,9	5,3	4,4
P/FCF	-12,0	28,2	17,2	13,9
FCF Yield	-8%	4%	6%	7%
Dividend Yield	0%	0%	0%	0,0%
EV/Ventas	3,3	3,2	2,6	2,1
EV/EBITDA	17,8	13,0	9,9	7,7
EV/EBIT	311,5	41,2	22,9	14,9

Flujos de Caja:

(mín de euros)	2018	2019e	2020e	2021e
FCF	-2,0	1,0	1,7	2,1
Capex	-0,91	-0,90	-1,00	-1,20
Variación Fondo de Maniobra	-1,16	-0,15	-0,15	-0,15

P&L:

(mín de euros)	2018	2019e	2020e	2021e
Ventas netas	8,7	10,4	12,2	14,0
EBITDA	1,6	2,6	3,2	3,8
Amortización	-1,5	-1,8	-1,8	-1,8
EBIT	0,1	0,8	1,4	2,0
Bº antes impuestos	-0,3	0,5	1,1	1,9
Bº neto	-0,1	0,4	1,0	1,7

Performance:

	2018	2019e	2020e	2021e
ROE	-2,9%	8,3%	18,0%	25,3%
ROCE	0,5%	6,7%	9,9%	12,3%
Margen EBITDA	18,6%	24,5%	26,0%	27,0%
Margen EBIT	1,1%	7,7%	11,2%	14,0%
Margen Neto	-1,7%	4,0%	8,2%	12,0%
DFN /Equity	0,9	0,7	0,4	0,0
DFN /EBITDA	2,9	1,4	0,6	0,0
Cobertura de intereses	4,5x	5,6x	6,4x	7,2x
FCF/Ventas netas	-23%	10%	14%	15%
Capex/Ventas	11%	9%	8%	9%
Capex/Amortización	60%	51%	56%	66%

DFN incluye valor de bonos convertibles

Fuente: estimaciones Renta 4 Banco, datos compañía.

GIGAS y comparables

Compañía	Acciones (mln)	Precio por acción	Capitalización (mln)	Recomendación Consenso	Precio Objetivo Consenso	Potencial Revalorización	RPD 19e
Gigas Hosting SA*	5,0	6,8	29	Buy	8,6/9,2	26%/36%	0,0%
WIIT SpA	2,7	59,6	158	Buy	74,1	24,3%	2,2%
iomart Group plc	109	3,6	396	Buy	4,2	14,1%	2,2%
United Internet AG	205	33,2	6.804	Buy	39,5	19,0%	0,1%
GoDaddy, Inc. Class A	177	61,5	10.889	Buy	90,0	46,3%	0,0%
PROMEDIO						25,9%	1,1%

Fuente: estimaciones Renta 4, FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	PER 19e	PER 20e	Cto. BPA 18-20e	PEG 19e	PEG 20e	ROE 19e	P/VC 19e
Gigas Hosting SA*	71,3x	29,5x	nr	nr	nr	8,3%	5,9x
WIIT SpA	25,5x	22,1x	93,9%	0,3x	0,2x	24,1%	6,1x
iomart Group plc	18,6x	17,2x	14,1%	1,3x	1,2x	19,0%	3,5x
United Internet AG	13,8x	12,9x	4,3%	3,2x	3,0x	10,6%	1,5x
GoDaddy, Inc. Class A	130,9x	61,5x	122,2%	1,1x	0,5x	7,8%	10,2x
PROMEDIO	47,2x	28,4x	58,6%	1,5x	1,2x	15,4%	5,3x

Fuente: estimaciones Renta 4, FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	EV/EBITDA 19e	EV/EBITDA 20e	Cto. EBITDA 20e	18- Margen EBITDA 19e	EVG 19e	EVG 20e	DN/EBITDA 19e
Gigas Hosting SA*	13,0x	9,9x	40,0%	24,5%	0,3x	0,2x	1,4x
WIIT SpA	12,9x	10,8x	56,4%	40,4%	0,2x	0,2x	1,0x
iomart Group plc	9,7x	8,9x	10,9%	39,4%	nr	nr	0,7x
United Internet AG	6,9x	6,3x	13,9%	24,9%	0,5x	0,5x	1,7x
GoDaddy, Inc. Class A	15,6x	12,7x	28,3%	25,4%	0,6x	0,4x	1,2x
PROMEDIO	11,3x	9,7x	27,4%	32,5%	0,4x	0,4x	1,1x

Fuente: estimaciones Renta 4, FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2019	1 año
Gigas Hosting SA	0,0%	-0,9%	-4,2%	-6,8%	4,6%	12,4%
WIIT SpA	-0,7%	-0,7%	-0,7%	10,4%	67,9%	41,6%
iomart Group plc	0,8%	2,1%	5,7%	-0,4%	10,5%	-13,2%
United Internet AG	-1,5%	3,7%	1,2%	16,4%	-13,1%	-10,8%
GoDaddy, Inc. Class A	-4,3%	-3,1%	-4,6%	-12,5%	-6,2%	-19,0%
IBEX 35	-1,1%	0,4%	-0,6%	-3,7%	4,7%	-2,8%

Evolución cotización últimos 12 meses



Fuente: Refinitiv Datastream

GLOSARIO

EBITDA: Beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones

EBIT: Beneficio antes de intereses e impuestos

DN/EBITDA: Deuda Neta sobre EBITDA

ROE: Beneficio Neto entre Fondos Propios

ROCE: Rentabilidad entre Capital Empleado

BPA: Beneficio por acción

Pay-Out: % de beneficios destinado a dividendos

ARPU: Ingreso medio por cliente durante un periodo (ej. un mes) medido en euros.

TAAC: Tasa Anual Acumulada Compuesta

DPA: Dividendo por acción

Market Cap: Capitalización bursátil

Valor Empresa: Deuda Neta + Capitalización bursátil

PER: Precio entre Beneficio por acción

P/CF: Capitalización bursátil entre Flujo de Caja

P/VC: Precio / Valor contable por acción

RPD: Rentabilidad por dividendo (DPA/Precio)

Conceptos operativos:

Cloud hosting: Consiste en almacenar datos “en la nube” o en un espacio virtual.

IaaS: Infrastructure as a Service. Modelo de negocio dentro de la tecnología “en la nube” que permite crear un entorno de infraestructura informática que sustituya la gestión propia de recursos de hardware que realiza una entidad.

Cloud Datacenters: Centros de datos “en la nube”. Conjunto de recursos limitado (RAM, memoria, almacenamiento) con los que replicar un centro de datos físico en un entorno virtual.

DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Renta 4 Banco, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Renta 4 Banco por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Renta 4 Banco no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Renta 4 Banco no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante de Renta 4 Banco o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. Renta 4 Banco tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Renta 4 Banco puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Renta 4 Banco actuó como colocador en la oferta de suscripción con motivo de la incorporación al MAB en noviembre de 2015, cobrando una comisión de comercialización por ello.

Renta 4 Banco es la entidad proveedora de liquidez de Gigas Hosting.

Renta 4 Corporate es asesor registrado de Gigas Hosting.

Los empleados de Renta 4 Banco pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Renta 4 Banco. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Renta 4 Banco es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

D. Iván San Félix Carbajo

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 40% Sobreponderar, 52% Mantener y 8% Infraponderar.