

Piteco, la perla del Mediterráneo

Thesis publicada en [Rankia Italia](#).



Lucas López, Analista en Galileo Capital y Fundador de microvalue

Si hasta ahora no conocías la compañía Piteco, estoy convencido que no te dejará indiferente.

Antes de nada, decir que su Rentabilidad sobre el Capital Invertido, métrica que diferencia los buenos negocios de los mediocres, es superior al 20%. El margen EBITDA asciende al 40%, que en la peor de las crisis (año 2008) ha podido sostener sin apuros por encima del 30%.

Además, reúne las siguientes características:

- La mayor parte de sus ingresos son recurrentes, ya que se corresponden con ingresos de mantenimiento.
- Realiza adquisiciones con un criterio muy similar a **Constellation Software**, manteniendo al fundador al frente del negocio.
- Tiene accionista de referencia.
- Posee una diversificación altísima de sectores entre sus clientes.
- Actualmente la directiva está comprando acciones a mercado abierto y la compañía no para de recomprar acciones semana tras semana.

Piteco Spa cotiza en el mercado de valores italiano y tiene una capitalización bursátil de 230 millones de euros, a un precio de cotización actual de 11,65 euros. Cuando hablé de ella en mi web de inversión **microvalue.es** capitalizaba sólo 111 millones de euros, aunque por los motivos que expónré a continuación creo que hoy continúa tan barata como entonces.

Piteco

FINANCIAL SOFTWARE & CONSULTING

El negocio

Piteco es un holding de 4 empresas dirigidas por sus fundadores, con 4 oficinas operativas en Italia (Milán como sede central, Padua, Turín y Roma), una oficina en Estados Unidos, una en Suiza y una plantilla de más de 120 profesionales.

Piteco se ha dedicado durante los últimos 30 años a desarrollar y mejorar diferentes plataformas integrables en los ERPs, con una clara orientación y especialización en la gestión de tesorería (control financiero, planificación de tesorería, necesidad de fondos ajenos, etc.). Al suponer una infraestructura crítica y altos costes de cambio, tiene una retención de clientes cercana al 100%.

En su nicho de mercado (TMS) tiene una cuota de mercado en Italia del 80%, con una contabilidad conservadora, ya que no capitaliza gastos I+D, y con la cobertura de un solo analista, que habla así de la compañía: “Piteco, es 4 veces más grande que su competidor más cercano, es el líder absoluto en el mercado doméstico en gestión de tesorería y software de planificación financiera. Las alternativas son más caras y limitadas, menos flexibles y personalizables. Incluso el módulo de gestión de tesorería desarrollado por la propia SAP es peor que la herramienta de Piteco.”

En la siguiente imagen podemos ver algunos de los más de 600 clientes de la compañía, entre los que podemos destacar Fresenius, Brembo, Dolce & Gabbana, Versace, Societe Generale, AXA, Zurich, La Doria, Grupo Orsero, Air Liquide, Kiko Milano, Auchan, Randstad, entre muchos otros.



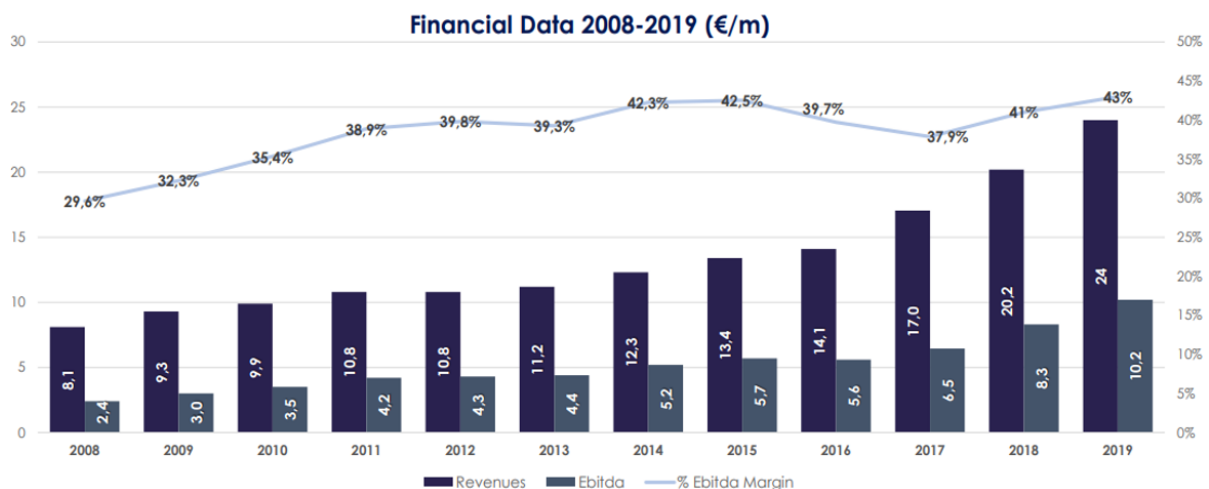
La calidad del negocio

Dada la naturaleza del negocio, ligera en activos y con bajos requerimientos de capital, el ROIC se eleva por encima del 20% de manera recurrente.

Como decíamos, este tipo de negocios presenta altísimos costes de cambio, ya que la inversión inicial es 50x superior al coste de mantenimiento, supone una alta adaptación del cliente a la herramienta, en la que ha invertido tiempo y recursos, años de especialización en sus productos, etc.

En resumen, presenta las típicas barreras de entrada a cualquier producto de software consolidado en el departamento de administración de una compañía.

Todo esto le ha permitido generar de manera recurrente márgenes EBITDA por encima del 40%:



Cabe destacar que durante el primer semestre de 2020, en el peor periodo económico de la historia, **Piteco incrementó de manera orgánica sus ingresos en un 8%, y su EBITDA en más de un 11%**.

Accionariado y equipo gestor

Dedagroup es el accionista mayoritario de Piteco. Dedagroup Spa está controlado en un 97,29% por Sequenza Spa, que a su vez está controlada por la empresa Lillo Spa, sociedad holding del grupo Podini, a cuya cabeza se encuentra Marco Podini, Presidente de la Junta Directiva de Piteco. Por tanto, existe un accionista que controla la mayor parte del accionariado.

También poseen en torno al 2% de la compañía Riccardo Veneziani y Paolo Virenti, CFO y CEO de Piteco respectivamente.

Marco Podini (54 años) fundó Dedagroup Spa. en el año 2001. También es director financiero de Sequenza SpA y accionista de referencia de Md SpA, empresa de distribución con una red de 800 puntos de venta y una facturación que sobrepasa los 2.300 millones de euros. Entre 1995 y 2001 fue director financiero de Elma SpA y Pasubio SpA, compañías de capital riesgo, gracias a lo cual adquirió una amplia experiencia en el campo financiero.

Se graduó con Matrícula de Honor en Administración de Empresas en la Universidad de Bocconi (Milán). Domina el italiano, el alemán y el inglés.

En cuanto al CEO, **Paolo Virenti**, controla cerca del 2% de la compañía. Graduado en Electrónica, comenzó su carrera en 1981 como analista programador. En 1987 se unió al grupo MET para ocuparse del desarrollo de la solución de tesorería de Piteco con el rol de gerente de proyectos y análisis. Posteriormente, asumió el papel de Product Manager en Piteco, coordinando los grupos de trabajo técnicos involucrados en el desarrollo, mantenimiento y gestión del software. En 1996 asumió la responsabilidad del proyecto para la realización del nuevo producto “Piteco Duemila”.

En 1997 se convirtió en Gerente. En el 2000 se unió a la Junta Directiva del grupo MET. En el 2000 se hizo cargo de la gestión de la fábrica de software de todo el grupo. En el 2003 desempeñó un papel destacado en el nacimiento de la compañía Piteco, convirtiéndose inmediatamente en su accionista, CEO y miembro de la Junta Directiva, y en el 2006 se convirtió en Presidente de la misma. Desde 2012 es CEO de Piteco, compañía en la que lleva desde su nacimiento. Existe un pacto de no competencia de 24 meses si Paolo abandonara la empresa en algún momento.

Capital allocation

Sabemos que la compañía genera dinero de manera recurrente y rentable. Sin embargo, **reinvertir el capital generado de forma eficiente resulta diferencial a largo plazo**, debido a la aplicación del interés compuesto. A continuación, podemos ver la destreza del management a la hora de realizar diversas adquisiciones a lo largo de su historia:

Julio 2015. Piteco adquiere los activos comerciales de Centro Data Srl., que proporciona soluciones para la conciliación de transacciones financieras a través del software MATCHIT. Esta adquisición ha permitido a la compañía agregar nuevos módulos de software a su oferta de productos, en áreas de su negocio principal y alrededor de 50 nuevos clientes, principalmente en áreas hasta entonces no cubiertas, como seguros y créditos al consumo. El precio pagado fue de 1x ventas.

Abril 2017. Piteco toma el control de Juniper Payments (LendingTools com Inc), player importante en el mercado estadounidense en el sector de pagos digitales. Básicamente, sus servicios de

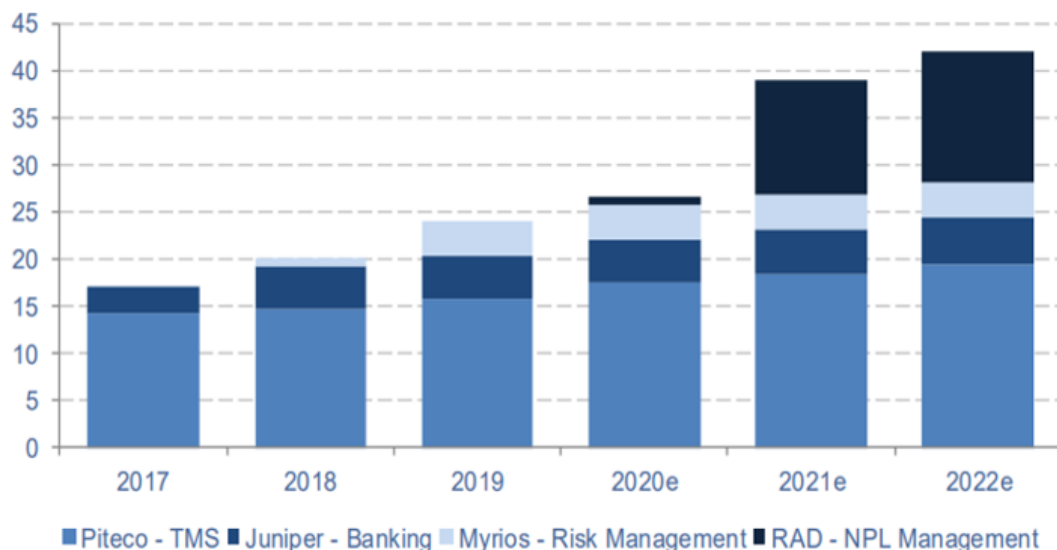
transacciones han proporcionado durante más de 15 años interfaces clave y automatización a cualquier institución financiera al aprovechar la conectividad, la entrada de pagos, la gestión de transacciones y la conectividad de Juniper a la Reserva Federal y a proveedores externos. Es una de las redes interbancarias más extensas de América. Juniper es el tercer proveedor de servicios de pago más grande tras la Reserva Federal y la Automated Clearing House (ACH), y el primero no público. El precio pagado fue de 5x EBITDA.

Julio 2018. Piteco adquiere Myrios, una compañía dedicada al diseño e implementación de soluciones IT de alto valor añadido especializada en el sector financiero (bancos, seguros, industria y administración pública). Esta adquisición se complementó perfectamente con Piteco, generándose importantes sinergias con la operación. El precio pagado fue de 4x EBITDA.

Marzo 2020. Aprovechando la crisis del coronavirus, Piteco adquiere Everymake srl, que incluye productos de software en la nube, soluciones para ERPs del sector público, crédito al consumo, compañías de arrendamiento financiero y factoring y otros sectores similares. Durante el 2019, Everymake registró ingresos de 0,5M euros, principalmente de alquileres recurrentes.

Octubre 2020. Adquisición de RAD Informatica. RAD desarrolló una herramienta para la gestión operativa de la morosidad. En 2019 tuvo unos ingresos de 10,3M, y un EBITDA de 5,9M (márgenes EBITDA del 57%). **Piteco ha pagado 35M por el 70% de la compañía, lo que supone pagar 8,5x EBITDA (Piteco cotizaba a 16x).** El pago asciende a 4M en acciones y 31M en cash financiado con una deuda financiera a un tipo de interés del 2,5%, guardándose una opción de compra hasta 2025 por el 30% restante. Esta adquisición supone un game changer para la compañía. **Además de aumentar los ingresos en un 45%, catapulta el EBITDA un 60% gracias a la mejora de márgenes.** Esto considerando que el resto de los segmentos no crezcan, que lo siguen haciendo. Además, la base de clientes, áreas geográficas y líneas de negocio se diversifican de forma muy notoria:

Chart 1 – Piteco, 2017-22e revenues breakdown by business segment



En definitiva, la compañía reinvierte su capital en adquirir compañías muy pequeñas, con negocios de nicho, alta calidad, que generen fuertes sinergias, con ingresos recurrentes, a precios muy atractivos y, además, con un perfil que recuerda mucho al bueno de Mark Leonard: **prefieren que los fundadores sigan al frente de las compañías adquiridas**, con el mayor porcentaje accionarial posible.

Por último, la compañía distribuye un dividendo correspondiente al 65% de sus beneficios, y recompra acciones cuando considera que el precio es muy atractivo, como hace en la actualidad semana tras semana.

La valoración

En este tipo de compañías, los ingresos por mantenimiento de software son lo más relevante. Es lo que confiere recurrencia al negocio, y además es la pata más rentable del mismo. Básicamente, es lo que sustenta de manera constante márgenes EBITDA tan altos, como en el desastroso año 2008, manteniéndolos por encima del 30%.

Por todo ello, **resulta fundamental saber que en 2017 los ingresos de mantenimiento eran de 10,3M, de 12,5M en 2018, y de 15,6M en 2019**. Esto supone que el primer día del año la compañía tiene asegurados dos terceras partes de sus ingresos. Esta situación ofrece una predictibilidad y una certidumbre sobre el negocio como pocos.

Asimismo, el incremento orgánico anual de estos ingresos asciende al 1,7% durante los últimos 4 años. Este dato cobra gran importancia, ya que permite conocer el pricing power de su producto, lo cual habla al mismo tiempo de su calidad y de lo pegajoso que se vuelve para el cliente.

Una forma de valorar este tipo de compañías es aplicar un múltiplo sobre los ingresos de mantenimiento. El múltiplo promedio utilizado en este tipo de valoraciones se sitúa en una horquilla de 7x a 11x.

Con la integración de RAD Informatica, estimo que Piteco generará unos ingresos de mantenimiento de al menos 23 millones. Situándonos en la parte media de la horquilla y detrayendo la deuda, obtendríamos una valoración de **200 millones**. A día de hoy, la compañía capitaliza 228 millones (a un precio actual de 11,45 euros), por lo que el downside parece muy limitado (cumpliendo así con la principal regla de inversión de Warren Buffett "*nunca perder dinero*").

En cuanto a la valoración por el método tradicional, estimo que Piteco generará un Free Cash Flow de al menos 15 millones de euros para el 2021. Ajustando el market cap por su deuda, hace que **este extraordinario negocio cotice a sólo 19x de este año**. Una compañía americana con todas las bondades que reúne Piteco cotizaría al menos a 25x, siendo muy conservadores, y no cabe duda de que Piteco continuará generando valor en el futuro.