

SYMMETRY INVEST A/S



AKTIEANALYSE

Piteco SpA

DATO: 15/06/2018

KURSMÅL: 10,1 EUR

NUVÆRENDE KURS: 4,7 EUR

UPSIDE: 115%

Disclaimer

Denne analyse er skrevet og udgivet af Symmetry Invest A/S. Analysen er baseret på research, regnskaber, interviews, field research, analytikerrapporter mv. Rapporten indeholder Symmetry's egne meninger, forudsætninger og holdninger. Symmetry garanterer ikke for korrektheden af indholdet i denne rapport.

Researchen er oftest lavet over en løbende periode på 6-12 måneder før publiceringen af rapporten.

Denne rapport skal ikke ses som en køb, hold eller salgsanbefaling af den pågældende aktie. Symmetry er en registreret forvalter af alternative investeringsforeninger (AIF) hos Finanstilsynet. Symmetry er IKKE en registreret/autoriseret investeringsrådgiver og giver på baggrund heraf ingen anbefaler om konkrete aktier. Rapporten skal ikke anses som en investeringsanalyse. Rapporten skal udelukkende ses som journalistisk research.

Symmetry er under ingen omstændigheder ansvarlig for tab som følge af investeringer baseret på brugen af denne rapport.

Læsere af rapporten bør forudsætte at Symmetry Invest A/S eller dets datterselskaber på analysetidspunktet ejer aktier i det analyserede selskab. Symmetry Invest A/S fraskriver sig retten til at købe eller sælge aktier i selskabet i op 72 timer efter denne rapport er publiceret på selskabets hjemmeside jf. datoen øverst. Derefter forbeholder Symmetry Invest A/S eller dets datterselskaber sig retten til at købe eller sælge aktier i selskabet uden nærmere notifikationer herom. Vores holdning eller kursmål til aktien kan blive ændret løbende efter udgivelse af rapporten. Vi forpligter os ikke til at opdatere herom.

Rapporten er udarbejdet af Andreas Aaen med assistance fra øvrige analytikere hos Symmetry. Analytiker', herunder Andreas Aaen, ejer ikke på analysetidspunktet aktier i det analyserede selskab udover via deres investering i Symmetry Invest A/S.

Denne analyserapport forventes frigivet på selskabets hjemmeside over for selskabets aktionærer og øvrige personer.

Symmetry har muligheder for og vil i de fleste tilfælde løbende følge op på de analyserede cases, opdatere kursmål på aktierne mv. Symmetry er dog ikke forpligtet til dette og kan vælge ikke at kommentere yderligere på en aktie efter den første analyse er udsendt. Symmetry har ikke pligt til at orientere læsere om ændringer i kursmål til den pågældende aktie.

Investering i aktier er forbundet med høj risiko og det anbefales derfor altid at rådføre sig med en kompetent økonomisk rådgiver, inden der disponeres.

Billeder og andet materiale anvendt i rapporten er copyright beskyttet og kan ikke videredistribueres.



Overset markedsleder

- Piteco opererer indenfor en attraktive niche, ved at levere nødvendig software til mellemstore virksomheder.
- Selskabet har lavet et yderst attraktivt opkøb i USA som accelerer væksten og øger recurring revenue.
- Piteco er klar markedsleder i Italien med høje barriers to entry, hvilket EBITDA marginer på +40 % vidner om.
- Der kan være en signifikant international ekspansionsmulighed.
- Ledelsen har stort insiderejerskab
- Aktien har et attraktivt voksende udbytte.
- Selskabets underliggende indtjening er "skjult" i regnskabet.
- Ledelsen har en god track rekord for at lave turn arounds.
- Aktien handles til 12,7 gange net cash flow, hvilket vi mener er alt for billigt for et softwaresekskab der er klar markedsleder i en attraktiv niche med voksende recurring revenue.
- Vi mener Piteco bør handles til 20-25 x cash flow. Vi ser dog aktien som en fantastisk buy and hold for den langsigtede investor.

Ticker	PITE
ISIN	IT0004997984

Valuta	EUR
Target kurs	10,1
Seneste kurs	4,7
Aktier (mil.)	18,13
Markedsværdi (mil.)	93

Nøgletal (2018)

P/E*	12,7
Dividend yield	3,9 %

*Indtjening justeret for afskrivninger på immaterielle aktiver, som er non-cash charges, net og cash.

NØGLETAL (tusinder EUR)	2018	2019	2020
Net Revenue	19.944	21.539	23.155
EBITDA	8.177	8.831	9.493
EBIT	6.477	7.106	7.743
Net Income	5.649	6.025	6.505
<i>EBITDA margin</i>	41,0%	41,0%	41,0%
<i>EBIT Margin</i>	32,5%	33,0%	33,4%

Piteco er lige det type firma Symmetry elsker at investere i. Selskabet er stadig lille med omkring 93 mio. Euro i market cap. Alligevel er det markedsleder i en lille software niche med høje barriers to entry, voksende recurring revenue streams, en dygtig ledelse med højt insiderejerskab og en attraktiv valuation.

Symmetry følger løbende de fleste small cap IPO's. Selvom vi ikke investerer i IPO er der ofte attraktive virksomheder der går på børsen. De er blot dyre og har højere risiko lige når de går på børsen. Vi følger dem derfor tæt i årene derefter, for at se om de på et tidspunkt skulle blive attraktive.

Piteco havde en ambition om at gå ind i USA via et opkøb. Vi var lidt bange for at de ville betale dyrt, købe noget dårligt eller betale med egne aktier. Dette afholdte os fra at investere i Piteco. I starten af 2017 lavede Piteco et yderst attraktivt opkøb af LendingTools (LT). Vi har siden da fulgt selskabet meget tæt og lavet grundig due diligence. Denne due diligence har gjort at vi nu har investeret i Piteco.

Om Piteco:

Piteco udvikler og sælger software til corporate Treasury og financial planning. Deres primære kunder er mellemstore og store selskaber. Selskaberne er primært Italienske, men der er også nogle internationale selskaber iblandt. Vi vil senere gå i dybden med nogle af kunderne.

Pitecos software anvendes af virksomheder til at styre deres likviditet indenfor koncerner. Dette kan eksempelvis være selskaber med mange datterselskaber eller projektforetning, hvor likviditetsstyring på tværs af dette og på hovedniveau er ekstremt vigtigt.

Store regnskabssoftwareselskaber som SAP, Microsoft og Oracle har også sådan software tilknyttet deres normale programmer. Vores research viser dog at mange kunder finder denne utilstrækkelig til den meget komplekse verden corporate treasury er. De anvender derfor Piteco som add-on.

Fordelene ved Pitecos software er at den findes i et hav af forskellige versioner direkte rettet mod den branche som kunden findes i. dvs. er der tale om et forsikringsselskab, et utility-selskab eller globalt produktionsselskab får de deres egen skræddersyede version med forskellige applikationer.

Piteco har over 20 forskellige moduler som kan anvendes. Kunder starter normalt med at købe 4-6 moduler og opgraderer så løbende til flere moduler, i takt med at de bliver bekendt med softwaren.

Samtidig er deres software fuldt implementerbar med de øvrige regnskabsprogrammer. Det betyder at selskaberne ikke skal forholde sig til enten eller ifht. Pitecos software, men nemt kan få det integreret som

en del af deres eksisterende SAS, Oracle, Microsoft- program etc. Vi dykker nærmere ned i Pitecos forretning efter vi har gennemgået deres amerikanske opkøb, Lending Tools nærmere.

Om Juniper Payments/Lending Tools (fremover LT):

Piteco gennemførte i april 2017 et attraktivt opkøb af LT fra USA. Vi mener kombinationen at LT's ledende markedsposition indenfor international payment processing for amerikanske banker er et perfekt match for Pitecos software. LT's ultimative slutkunder er alle de potentielle kunder i USA som Piteco gerne vil have fat i med deres software. LT kan derfor udover at være en fantastisk virksomhed i sig selv fungerer som en distributør af Pitecos software i USA.

ABOUT US



In the late 1990's three community bankers saw a need for software tailored specifically for community bankers' needs. In 2000, they founded LendingTools.com, introducing affordable and user-friendly banking applications. From here, our company founders effectively changed the software landscape in the banking industry.

With early offerings like lending analysis tools, CRM and an Intranet platform, the name "LendingTools.com" was fitting for our small Kansas company. We soon developed solutions for a local correspondent bank and tapped into a new need: correspondent software. Here, we found a niche, launching the industry's only web-based software tools crafted exclusively for correspondent institutions.

Today, our name remains the same, though it's often shortened to "LT" by our customers. Whatever you call us, our dedication, vision and reliability in serving correspondent financial institutions and their respective customer bases, is second to none. We are the leading third-party provider of inter-bank transaction and reporting systems outside the Federal Reserve serving thousands of institutions nationwide.

1

Som citatet ovenfor illustrer blev LT stiftet i slut 2000. LT blev oprindeligt stiftet af en ejer af en mindre amerikansk bank, som var træt af storbankernes "monopol" som clearing af interbank transaktioner. Han fik derfor ideen til at bygge en software som alle de små banker i USA kunne anvende som "clearing house/platform" til at håndtere alle interbank overførsler.

Platformen er løbende udrullet, opgraderet etc. så den i dag er ren "cloud/SAAS" baseret. Over 3.500 banker/finansielle institutioner bruger nu platformen. Ultimative slutbrugere (virksomhederne) er over 20.000 virksomheder. Disse anser Piteco nu som potentielle kunder til deres cash management software.

¹ <http://www.lendingtools.com/aboutus.html>

LT er gennem årene blevet ledet af de to sønner til stifteren. Da stifteren var blevet gammel/syg valgte sønnerne at de ville overtage faderens bank og sælge LT. De ville dog ikke sælge til en konkurrerende bank. De ville ikke sælge til en stor international koncern og de ville ikke sælge til en IT-konkurrent. Pris var derfor ikke den vigtigste årsag til at sælge.

I stedet valgte man at lave et delvist management buyout til en forholdsvis billig valuation. Den totale valuation var en enterprise value på ca. 11 mio. USD svarende til en P/E på 10. Dette for en virksomhed som historisk er vokset med 10-20 % årligt. Således gik selskabets tidligere COO og nuværende CEO Jon Budd sammen med den nuværende bestyrelsesformand Jorge Jimenez og købte hver 20 % af LT. Jorge Jimenez er ejer af LT's partnere for international blockchain teknologi i eZforex.com og tidligere produktudvikler hos Federal Reserve.

Jimenez havde en relation til Piteco (herudover tror jeg ikke Budd og Jimenez havde pengene til at købe hele LT). Dealen blev derfor klaret sådan at Piteco indskød 3 mio. \$ for at eje 60 % af Juniper payments (der ejer LT). Budd og Jimenez ejer hver 20 % for 1 mio. \$. Herudover har Piteco lånt 10 mio. \$ til Juniper til en rente på 2,5 % til at finansiere opkøbet af Lending Tools. Piteco har lånt disse penge i banken til 1,75 % i rente og scorer derfor en marginal rente arbitrage.

Men det vigtigste. Piteco er ad den vej kommet til at eje 60 % af en ekstremt attraktiv forretning til en billig valuation. Samtidig har man fået nogle voldsomt motiverede medejere der ejer 20 % hver og som i dagligdagen har et kæmpe incitament til arbejde hårdt.

De to medejerers 20 % ejerskab svarer jo til et gearret instrument hvor de har hånden på kogepladen med 1 mio. \$ hver. Da Piteco har givet lånet ovenpå vil en upside for medejerne være enorm hvis de leverer værdi. Det giver dem et kæmpe commitment til at udvikle og vokse LT.

<http://www.marketwired.com/press-release/juniper-payments-llc-jumps-forward-into-bank-credit-union-space-with-acquisition-lendingtoolscom-2209222.htm>

Så hvad laver LendingTools?

LT's Cloud platform forbinder bankernes forskellige datasystemer og agerer som clearing "correspondent" for transaktionerne. Det skaber enorm tillid til at håndtere disse transaktioner for bankerne at de kan anvende en uafhængig clearing partner.

LendingTools.com is the correspondent technology expert. Our services simplify the process of delivering correspondent transaction and reporting by consolidating multiple payment channels into a single online system. We empower correspondent institutions of all sizes to become the correspondent service and settlement partner of choice. Thousands of institutions are already benefiting from LT's technology.

The LT Advantage

- › No software to manage
- › More comprehensive services for customers
- › Increased transaction and service fee income
- › Full compliance and DR services
- › Custom back-office integration

2

Resultater:

Siden Piteco opkøbte LT har det performet flot. Den organiske vækst i 2017 ifht. 2016 var omkring 8 %, hvilket var et "omstillingsår" ifht. skiftet i ejerkredsen etc. Ledelsen forventer 2-cifrede vækstrater fremover. Vi håber de får ret, men indregner en mere konservativ omsætning i vores estimater.

Den rapporterede omsætning har været ramt af det store fald i \$, da Piteco opgør deres regnskab i Euro. Den underliggende organiske vækst har dog været flot.

En organisk 2 cifret vækst er rigtig flot. Baseret på vores research har LT adskillige muligheder for at opretholde en 2 cifret omsætningsvæksts også i de kommende mange år. De nye ejere, direktør og chairman implementerer en masse nye ideer og væksttiltag som ikke blev udnyttet fuldt under det tidligere ejerskab, hvor vores research indikerer at forretningen har været drevet lidt forsigtigt/konservativt.

Det er stadig kun en mindre del af bankerne i USA der anvender en software som LT's, selvom det gør deres infrastruktur langt nemmere.

LT er markedslederen, de konkurrerende produkter er et fra Federal Reserve og et som flere banker i fællesskab ejer. Vores research viser at LT har taget markedsandele de sidste par år. Baseret på et suverænt produkt kan vi ikke se grund til at dette ikke skal fortsætte.

² <http://www.lendingtools.com/>

Piteco omsætning:

For at forstå Piteco, er det vigtigt at forstå hvordan deres omsætning indregnes i regnskabet. Dette for at forstå den underliggende udvikling. Herudover har Piteco traditionelt solgt deres software "on-premise" dvs. hvor kunderne får softwaren som en engangslicens med efterfølgende maintaince fees. Efter at Piteco har fået udviklet cloud på al deres software kan nye kunder vælge hvilken type de helst vil have. Det gør at væksten på papiret bliver ramt, fordi Cloud/SAAS salg bookes over en længere periode i stedet for licenser der tager upfront.

Pitecos omsætning er fordelt på forskellige områder:

- Licenser
- SAAS
- Maintaince/service
- Projekter/implementering

Traditionelt har Piteco kun solgt deres software som licens, men sælger nu også som SAAS. En typisk kunde der vælger licens vil omsætningen være således:

- Licens: Det første der sker er at kunden køber en licens til Pitecos software for det antal moduler de ønsker at have. Det er normalt 4-6 moduler for en ny kunde. Kunderne vælger så efterfølgende ofte at tilkøbe flere moduler. Piteco booker dettes licenssalg som en indtægt med det samme.
- Projekt: Samtidig køber kunden ofte et implementeringsprojekt hvor Piteco skal integrere softwaren sammen med kundens eksisterende Oracle, SAP, Microsoft program etc. Disse projekter kan variere meget i størrelse afhængig af kunden og projektet. Piteco bogfører omsætning her i takt med at projektet udføres
- Maintaince/service: Kunden tegner samtidig med købet en vedligeholdelseskontrakt som normalt udgør ca. 18-20 % af licenssalget. Denne fakturerer Piteco 1. januar hvert år og den løber en år. Dette er en den afgørende driver for Pitecos vækst, da det er årlig recurring revenue der bare vokser og vokser.

Salget af licenser og projekter er volatil, da det afhænger meget af timingen fra kunderne. Samtidig er det både nye kunder der kommer ombord og eksisterende som skal have opgraderinger.

Vedligeholdelsessalget vokser dog stabilt år efter år.

Pitecos churn på deres kunder er under 1 % årligt, hvilket vi vil gennemgå senere. Det betyder at Piteco stort set aldrig mister kunder og nye kunder derfor blot giver ekstra årlig omsætning oveni den eksisterende.

Den anden mulighed kunderne har er at købe en Cloud/SAAS licens. Denne vil Piteco booke således i regnskabet:

- Der startes med at lave et "projekt" ligesom ved licenssalget. Her får kunden implementeret softwaren som en del af deres system. Da Pitecos software er i "skyen", kræver det normalt også at det er en kunde som anvender cloud ved siden af. Dvs. har en kunde eksempelvis en cloud software fra Oracle som regnskabssystem, vil de gerne have denne integreret med Cloud fra Piteco og omvendt.
- Piteco kan her vælge enten af fakturere projektet separat eller lade kunden betale som en del af cloudbetalingen. Der er to forhold der afgør dette. For det første hvor stort projektet er. Hvis projektet er meget stort betaler kunden separat. Det andet er hvem kunden er. Da Piteco jo tager omkostninger ved implementeringen men først får betalingen over nogle år som en del af cloudindtægterne, skal de være sikker på at det er en god stabil kunde.
- Herefter tegner kunden en kontrakt hvor de betaler Piteco et årligt fee for at have adgang til cloudplatformen. De betaler derfor både for licensen, servicekontrakten og i nogle tilfælde projektsalget som en fast årlig betaling, dvs. ingen engangsindtægter til Piteco.

Cloud salg vil på sigt give en højere og mere stabil omsætning med bedre marginer. På kort sigt presser det dog Pitecos rapporterede vækst. Det har en naturlig forklaring. Hvis Piteco i 2016 får 30 nye kunder og de alle køber en licens og et projekt får Piteco hele denne indtjening i 2016. Hvis de så får 40 kunder i 2017 men halvdelen af disse er cloud kunder uden engangsindtægter rammer det Pitecos omsætning i 2017 ifht. 2016. Det gør dog deres underliggende omsætning langt bedre, da det sikrer konstante vedvarende indtægter i årene bagefter.

Kunder:

Pitecos kunder er primært store selskaber med en omsætning på +100 mio. euro.

Automation, Automotive, Chemicals & Pharmaceuticals, Construction, Consumer Goods, Fashion, Finance & Insurance, Food, Logistics, Mechanics & Steel, Media, Retail, Services, Telecom, Utilities, Oil & Gas are some business industries where **PITECO** contributes to create additional value implementing solutions and projects dedicated to support **Treasury, Administration and Finance** activities.

3

Man kan finde navnet på Pitecos kunder på deres hjemmeside:

<http://www.pitecolab.it/static/content/Piteco-Customers-279.aspx>

Vi har nedenfor vist et udpluk af disse for at give et indblik i hvem de typiske kunder for Piteco er.

Indenfor Automation & Paper:

³ Pitecolab.IT

Indenfor Consumer goods:



Indenfor Fashion:



Indenfor finans og forsikring:



Indenfor fødevarer:



Indenfor mechanics og steel:



En af de væsentligste egenskaber ved at sælge software er at have lav customer churn dvs. lav udskiftning af kunderne hvert år. Det er ofte dyrt at skaffe en ny kunde, få dem ombord og implementeret. Omvendt er indtjeningen og marginerne ekstremt høje i årene derefter. Dette skyldes at kunderne derfra betaler årlige fees, men kun kræver meget få omkostninger at vedligeholde.

Dette er efter vores opfattelse en af de mest attraktive egenskaber ved Piteco. Jf. vores samtaler med selskabet har vi lært at deres årlige churn er under 1 %. Dvs. ud af de kunder Piteco har ved begyndelsen af et år har de over 99 % af ved slutningen af året. Vi har selvfølgelig undersøgt hvorfor denne churn er lav og også hvorfor der overhovedet er et churn.

Da vi konkret spurgte selskabet hvor kunderne går hen når de skifter væk fra Piteco var svaret:

- "De skifter ikke. Der er to årsager til at vi mister kunder. Den ene er at kunderne går konkurs, hvilket desværre sker engang imellem. Den anden er at de bliver opkøbt og det nye moderselskab har en anden software."

De kan nærmest ikke huske kunder der frivilligt har skiftet til en konkurrent.

Den primære årsag er at Piteco er den klare markedsleder i Italien. Af alle de kunder der anvender et TMS har Piteco +80 % markedsandel. Der er nærmest ingen konkurrenter i Italien. De konkurrenter der har forsøgt at gå ind i Italien er hoppet ud igen, da de ikke kan komme til for Pitecos markedslederskab. Den anden årsag er at det er dyrt og avanceret at implementere et TMS. Når først man har gjort det og man er glad for systemet skifter man ikke ud. Prisen på TMS er en ekstremt lille omkostning for de her virksomheder, men et kritisk produkt. Derfor betaler man bare den årlige regning uden brok.

Ledelse/ejerskab:

Piteco er ejet af det Italienske softwaresekskab DedaGroup som ejer 55 % af aktierne (som er ejet af Podini familien). Herudover ejer Podinifamilien også direkte ca. 8,6 % og dermed ca. 64 % af alle aktierne totalt. Udover Podini familien ejer 3 øvrige ledende medarbejdere, herunder direktør Paolo Virenti tilsammen 8,6 %. Vi elsker at eje aktier i selskaber hvor ledelsen er pæne aktionærer.

Table 1 - PITECO, Shareholders structure details

	%	# m
Podini Family	63.98	11.60
Dedagroup S.p.A.	55.44	10.05
Marco Podini	2.97	0.54
Maria Luisa Podini	2.97	0.54
Fago60 srl	2.60	0.47
Management	8.58	1.56
Andrea Guido Guillerma	2.86	0.52
Riccardo Veneziani	2.86	0.52
Paolo Virenti	2.86	0.52
Free Float	27.45	4.98
Treasury shares	-	-
Total	100.0	18.13

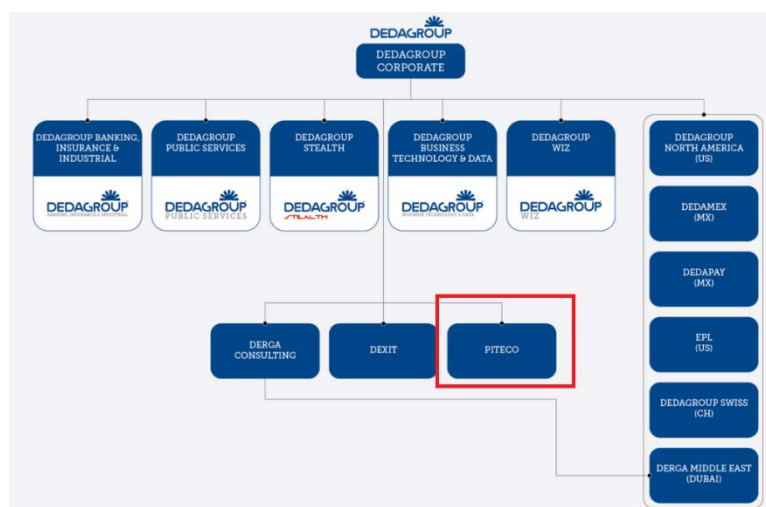
Source: Company data, updated 15 March 2018

Symmetry har haft rigtig gode erfaringer ved at købe sig ind som minoritetsaktionær i de små italienske, franske og tyske familieejede selskaber. En stor fordel ved disse selskaber, er at der bliver tænkt meget langsigtet i de strategiske beslutninger.

Symmetry ejer ca. 1 % af alle aktierne og er dermed en af selskabets største aktionærer.

Free float i aktien er 27,5 %. Det har været vigtigt for Piteco at få free float over 25 %. Det har givet dem mulighed for at skifte den Italienske AIM bør ud med den større og bedre MTB bør henover sommeren 2018. Det vil give aktien langt bedre dækning og gøre den nemmere at handle. Når de konvertible

obligationer konverteres vil free float gå over 30 %, hvorved selskabet kan ansøge om at komme på STAR børsen.



DedaGroup er ejet af Podini familien. Dedagroup er et stort italiensk softwarekonglomerat med over 230 mio. Euro i årlig omsætning. Piteco udgør kun en mindre del af det samlede DedaGroup. Det udgør dog en betydelig del af indtjeningen grundet Pitecos høje marginer. DedaGroup valgte at børsnotere Piteco for at få de betydelige værdier der lå i ejerskabet heraf frem i lyset. Dette skete ikke for at sælge ud, hvilket det høje ejerskab de stadig har tyder på.

Vækstmuligheder:

Pitecos vækstmuligheder er enorme. Piteco har stort set ingen konkurrenter i Italien, hvor de sidder på +80 % af markedet for TMS software. Det er jf. Piteco i dag kun ca. 1/4 af de potentielle kunder som anvender et TMS. Deres store konkurrent er derfor primært excelark. Pitecos salgsopgave er derfor at overbevise kunderne om at det er bedre at gå væk fra brug af excelark og implementere et rigtigt TMS software til deres eksisterende regnskabsprogram. Alene på det italienske marked er der derfor rig mulighed for at fortsætte med at holde en høj vækst i årene fremover i takt med at flere og flere kunder går væk fra excelark og over på Piteco software.

Herudover har Piteco enorme muligheder for at vækste internationalt. Deres produkter er jf. vores research af høj kvalitet, hvilket gør at de bør være eftertragtet for kunder i hele verden. Piteco har først de seneste år fået en cloud platform, som vil være den primære salgform internationalt. Herudover har de haft travlt i Italien. Vi tror at Piteco vil satse endnu mere internationalt de kommende år. Dette vil primært ske igennem distributører og ikke egen salgsstyrke.

Lendingtools (LT) har også nogle store muligheder for at vokse stærkt i USA og internationalt. Penetreringen af banker i USA til LT-software er stadig lav sammenlignet med potentielt. Ved at få flere og flere banker på softwaren og øge omsætningen til eksisterende, bør LT være i stand til at fortsætte med at vokse pænt. Pitecos ledelse forventer at LT kan holde 2-cifrede vækstrater de kommende år. Der eksisterer samtidig et stort potentiale i at LT kan sælge Piteco TMS software i USA. Det amerikanske marked er estimeret 40-50 gange større end det italienske. Det amerikanske marked er samtidig meget underpenetreret i anvendelsen af TMS, hvor excelark stadig er meget udbredt. Piteco ser derfor et stort potentiale i USA. Ved at LT implementerer Pitecos software i den clearing software de sælger til bankerne, kan de ultimative slutbrugere af LT-software få direkte adgang til Pitecos cloud platform.

Vi ser derfor Piteco forretningen vokse med 5-7 % i Italien de kommende 4-5 år på recurring revenue. Herudover vil projektsætningen svinge lidt fra år til år. Vi ser LT vokse med 2 cifret vækst, hvilket vil give den samlede Piteco forretning en organisk vækst på ca. 8-10 %. Ovenpå dette er der så en stor joker i en international ekspansion der kan gøre væksten langt højere.

Finansielle resultater:

Vi har kigget nærmere på Pitecos resultater over de seneste par år. Det er vores erfaring baseret på samtaler med ledelsen at Piteco har været en god vækstforretning i mange år. Vi har dog kun kunnet finde omsætningstal tilbage fra 2013. Som det ses har Piteco holdt en pæn omsætningsvækst på ca. 9,1 % i snit set over de sidste 3 år. Det er en pæn udvikling efter vores mening. Hvad der er endnu mere vigtigt er selskabets vækst af recurring høj margin omsætning. Denne har været 8,4 % i snit over de sidste 3 år (organisk) og forventes at vokse markant fremover, i takt med at LT også indgår.

	2013	2014	2015	2016	2017
Maintaince		4.882.928	5.145.768	5.589.933	5.745.000
SAAS		31.939	275.049	312.649	497.000
Banking					2.874.000
Total Recurring		4.914.867	5.420.817	5.902.582	9.116.000
Vækst:			10,3%	8,9%	54,4%
Licens		1.509.591	1.710.869	1.422.875	1.542.000
Projekt		4.505.439	4.853.547	5.325.302	4.528.000
Øvrig		1.404.103	1.353.205	1.308.292	1.860.000
Total omsætning	10.787.00	12.334.000	13.338.43	13.959.05	17.046.00
	0		8	1	0
Vækst:		14,3%	8,1%	4,7%	22,1%

2017 tallene var præget af opkøbet af LT, som også vil bidrage markant til væksten i 2018, da det kun var 8 måneder som indgik i 2017 tallene. Vi mener man bør fokusere på organisk recurring revenue som målepunkt. Dette område voksede ca. 6 % i 2017 ifht. 2016. Den samlede omsætning steg hele 22 %, men den samlede Piteco omsætning steg ca. 1 %. Efter en meget høj projektindkomst i 2016 havde man mindre projektindkomst i 2017. Dette er lave marginer og volatil indtjening, hvorfor vi fokuserer primært på den organiske recurring revenue.

Vi mener, ligesom selskabet selv at de kan vokse denne 5-7 % årligt de kommende mange år i Piteco delen og omkring 9-11 % for LT delene, hvilket vil give en total årlig vækst på ca. 7-8 % i selskabets recurring revenue.

landet en masse nye kunder midt til slut 2017 og forventer en pæn acceleration i 2018. Ledelsens egne udmeldinger er at Piteco forretningen vil vokse høj encifret (7-9 %) og LT 10-15 % i 2018.

Hvis man samtidig tager et kig på de marginer der i forretningen, kan man tydeligt se hvorfor vi kan lide den.

	2013	2014	2015	2016	2017
EBITDA		5.229.000	5.396.000	5.606.000	6.941.000
EBIT margin:		42,4%	40,5%	40,2%	40,7%

Når man er markedsleder og sælger et godt produkt kan man tage nogle gode priser og skabe skalafordele. Piteco formår alt dette, hvilket illustreres tydeligt i deres flotte marginer. Piteco marginer har været en lille smule nede pga. investeringer i Cloud de seneste år. Forventningen fra selskabet er stabile marginer omkring 41 % fremadrettet. Marginerne vil blive positivt påvirket af at recurring revenue vil udgøre en større og større andel af den samlede omsætning. Omvendt vil de også gerne investere i flere væksttiltag.

LT har endnu højere marginer, hvorfor den samlede forretning faktisk kan opleve højere marginer fremover.

Forecasts:

	2018	2019	2020
Omsætning	19.944	21.539	23.155
Vækst YoY	17%	8%	7,5%
EBITDA	8.177	8.831	9.494
EBITDA margin	41%	41%	41%
Capex	-500	-510	-525
Tax	-680	-981	-1.239
Minority interest	-300	-350	-385
Free cash flow	6.697	6.990	7.345

Ovenfor er vist vores estimater for free cash flow de kommende 3 år. Omsætningsvæksten vil være høj i 2018 da man har 12 måneder LT indregnet mod kun 8 måneder indregnet i 2017.

EBITDA marginen forventer vi vil gå op mod 41 % da LT har højere marginer (omkring 45%) og Pitecos investeringer i Cloud stort set er færdige. Herfra fjerner vi så vores forventninger til selskabets CAPEX, selskabets skat samt minoriteter (de 40-45 % af LT som Piteco ikke ejer).

Derfra ender vi op med vores estimater for selskabets frie cash flow.

Værdiansættelse:

For at værdiansætte Piteco skal man kunne forstå deres regnskaber, herunder opkøbet af LT og hvordan dette indregnes.

- 1) Piteco afskriver goodwill på opkøber over 7 år. Det betyder at Piteco har ca. 1,1 mio. Euro i non-cash afskrivninger herpå. Dem skal man selvfølgelig fratække når man laver en P/E beregning, hvorfor de heller ikke indgår i vores cash flow opgørelse
- 2) Herudover har Piteco lånt 10 mio. \$ til det amerikanske holdingselskab til opkøbet. Dette lån indregnes i \$, dvs. når kursen falder overfor euro, får Piteco også et "finansielt non-cash tab". Dette kan både ende i + og – afhængig af valutakurserne, man bør derfor ikke indregne dette.
- 3) Piteco har dermed et indirekte aktiv i form af 4 mio. \$ lån i LT (den del af lånet som minority interest betaler for). Dette bør man tage med i Pitecos enterprise value
- 4) Man skal huske at fratæke minority interest.

Samtidig har Piteco en lille convertibel obligation udestående, de var tvunget til at tage i forbindelse med deres IPO. Da strikekursen på disse er 4,2 Euro bør man indregne fuld dilution herfra.

Antal aktier	18,13
Convertibel bond	1,19
Total:	19,32

Ved af indregne fuld dilution fra deres obligation får vi 19,32 mio. aktier udestående.

Når vi tager disse forhold ind i vores analyse, rammer vi følgende værdiansættelse:

FCF	Multipel	EV	Net cash	Fair value	Pr. aktie
6.990	20	139.800	20.000	159.800	8,3
6.990	25	174.750	20.000	194.750	10,1
6.990	30	209.700	20.000	229.700	11,9

Som det ses, får vi en fair value mellem 160 mio. Euro og 230 mio. Euro afhængig af hvilken FCF multipel man bruger. Vi mener midtpunktet (25x FCF) er fair og giver derfor aktien et fair value target på 294,8 mio. Euro.

Opgjort pr. aktie mener vi at fair value er ca. **10,1** Euro pr. aktie ved. Tror man væksten vil blive lidt lavere end de 7-8 % og tættere på 4-5 % årligt bør man anvende en multipel omkring de 20 og dermed have omkring 8,3 i fair value.

Konklusion:

Vi mener Piteco er et totalt overset verdensklaseselskab der handles til en alt for lav prisfastsættelse. Vi ser derfor aktien doble i værdi indenfor 2-3 år i takt med at flere og flere får øjnene op for Piteco.

Deres flytning til hovedbørsen i Italien og potentielt til STAR indekset vil øge interessen for selskabet, hvilket vi tror vil være med til at sende aktien op mod fair value. Samtidig bliver obligationsejerne færdige med at sælge, hvilket fjerner potentielle sælgere fra aktien.

Vi mener på den baggrund at Piteco passer perfekt ind i en langsigtet portefølje.

Samtidig ser vi risikoen i aktien som meget lav. Selskabets indtjening er ekstremt stabil og stigende pga. høj vedvarende omsætning. Samtidig giver den lave værdiansættelse aktien et attraktivt udbytte.

Risikofaktorer

Det er ikke nemt at finde potentielle store risikofaktorer i Piteco forretningen.

Den største risiko generelt, er at selskabet er et softwareselskab. Software er en hurtig omskiftende branche. Man kan derfor aldrig udelukke at der pludselig bliver opfundet en ny fantastisk software, der vil udkonkurrere Piteco.

Den anden risiko er at selskabet i håbet om international ekspansion laver dumme opkøb, især med betaling af egne aktier. Vi ser dog risikoen herfor som minimal til nærmest ikke eksisterende. DedaGroup ejer i dag 55 % af aktierne og har ikke i sinde at lade sig udvande til under 50 %. Samtidig viser selskabets opkøb af LendingTools at de er meget bevidste om ikke at betale for dyrt for opkøb.