



1. Historia de la empresa

Relatech es una empresa de consultoría digital italiana enfocada a ofrecer a sus clientes soluciones de transformación digital. Ellos denominan este servicio como DESK (Digital Enable Solution Knowledge)

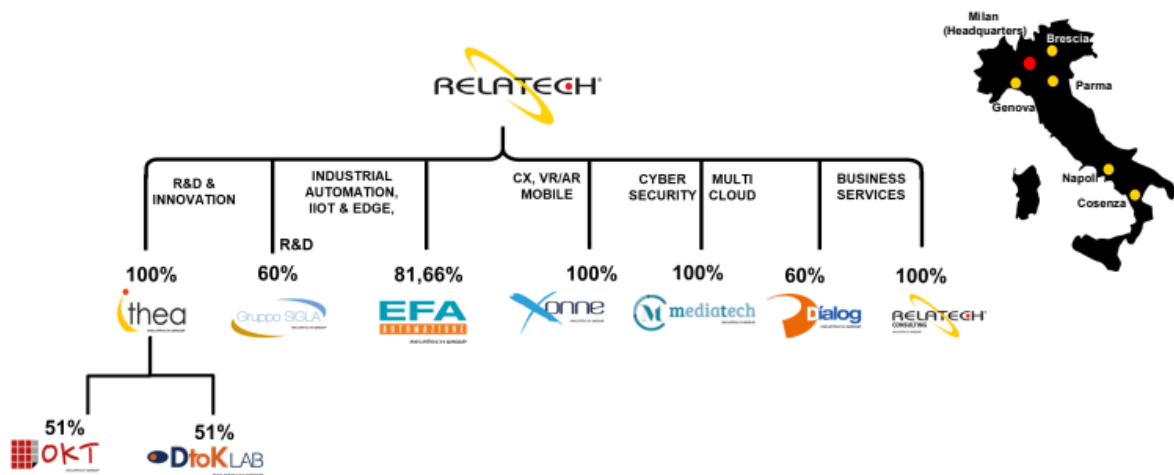
DIGITAL TECHNOLOGIES TO
ENABLE YOUR INNOVATION,
SOLUTIONS FOR A SUSTAINABLE GROWTH,
KNOW-HOW TO DRIVE YOUR SUCCESS!
RELATECH: YOUR DESK FOR INNOVATION

La empresa fue creada en 2001, por lo que cuenta con una trayectoria de más de 20 años de crecimiento. Empezó a cotizar en la bolsa de Milán en 2019. Relatech está focalizada 100% en la innovación para ayudar a sus clientes en esta transformación digital; para ello, la compañía invierte constantemente en I+D tanto internamente como en distintas asociaciones con las principales universidades italianas.

Entre los principales servicios que ofrecen a sus clientes destacan: servicios en la nube, ciberseguridad, blockchain, gestión de datos, inteligencia artificial, realizada virtual, etc.

La compañía ha experimentado un fuerte crecimiento desde su creación principalmente a través de diferentes adquisiciones, sobre todo desde su salida a cotizar en bolsa. En la actualidad tiene una capitalización bursátil de 78 millones de Euros y una cotización de 2.11 Euros por acción. Basa su crecimiento en lo que denomina 3M (Merge, Management, Margin). En 2021 la empresa adquirió el Gruppo SIGLA y Dialog Sistemi; además, se firmó la futura adquisición de EFA Automazione que se cerró finalmente a principios de 2022.

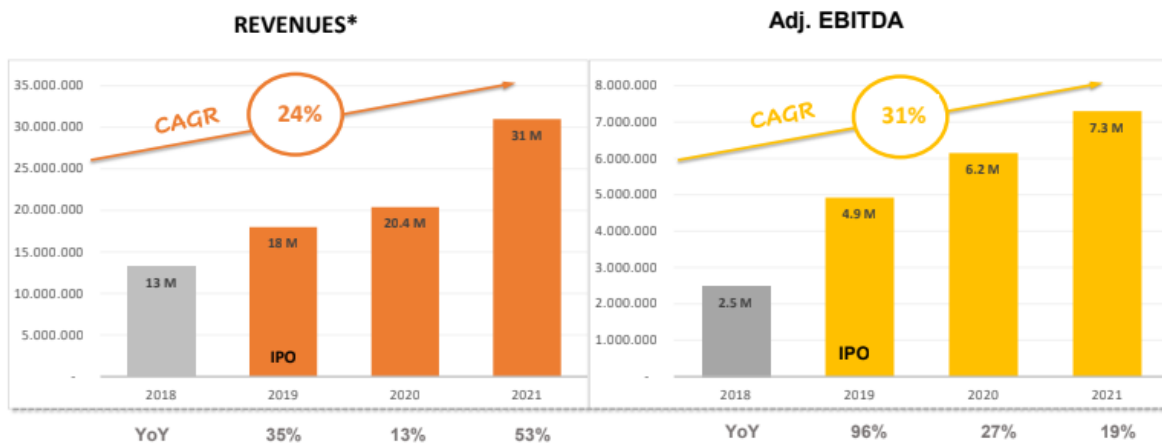
Actualmente, presenta la siguiente estructura societaria:



Esta estrategia de 3M le ha permitido crecer de manera importante tanto en ventas como en beneficio de una manera consistente en los últimos años:

2018-2021 Annual Economic Results

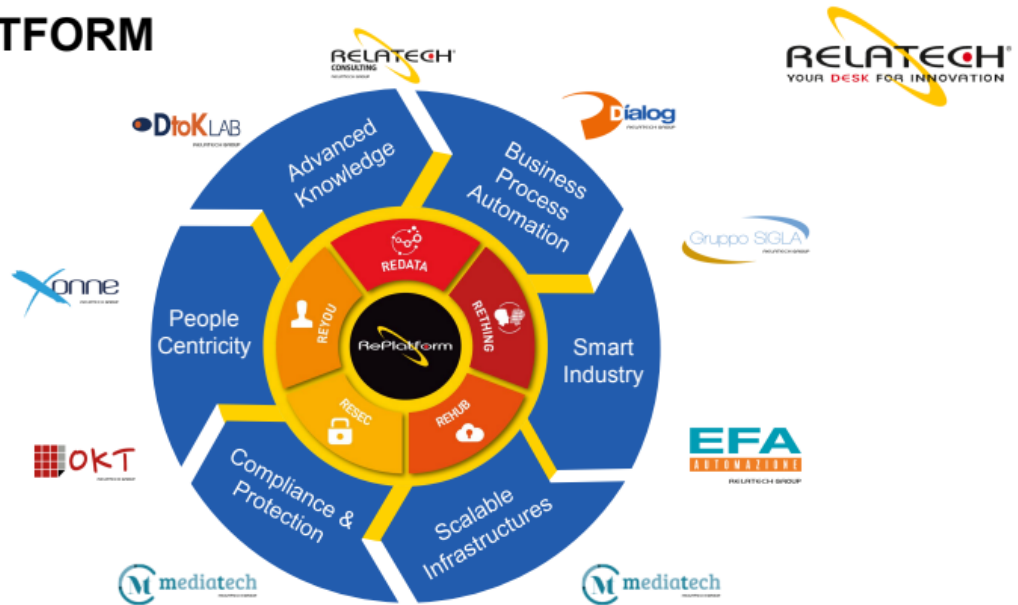
(€/mln)



* Pro-forma with 12 months consolidation acquired companies

La principal propuesta de valor de la compañía viene en lo que ellos denominan su RePlatform. Se trata de una plataforma modular que ofrece diferentes productos a través de las diferentes partes de la compañía:

REPLATFORM

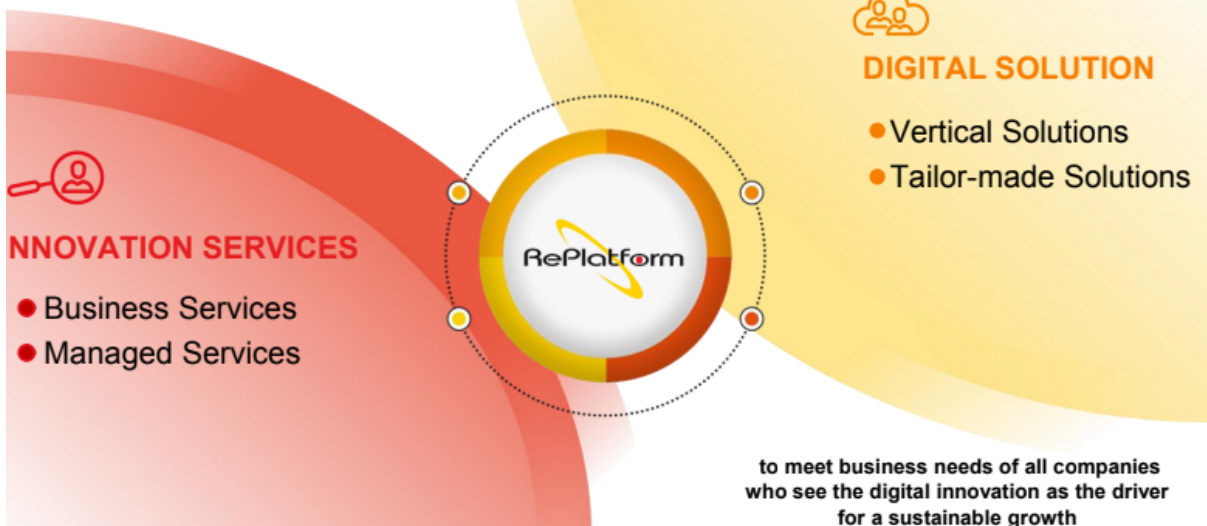


Así, podríamos diferenciar dos líneas de negocio principales en la compañía:

- Servicios de innovación, son servicios de consultoría tecnológica con el objetivo de entender las necesidades del cliente y diseñar la mejor estrategia de digitalización. De este modo la empresa ayuda a sus clientes a diseñar y gestionar sus infraestructuras digitales, la seguridad de las mismas y los diferentes servicios de IT que pueden desarrollar. Esta línea de negocio representa actualmente un 30% de los ingresos.
- Servicios digitales, donde tenemos aplicaciones basadas en RePlatform y el diseño de otras aplicaciones más customizadas para cada cliente. Esta línea de negocio representa actualmente el 70% de los ingresos.

Value Proposition

We design and develop **DIGITAL SOLUTIONS** and **INNOVATION SERVICES**



2. Sector y mercado

El mercado de innovación digital estaba valorado en 2020 a nivel mundial en \$700B, con una previsión de crecimiento hasta 2028 del 18-22% anual, lo que llevaría a alcanzar una dimensión de \$3.4T.



Por subsectores:

- Industrial Internet of Things (IIoT): con un valor en 2020 de \$216M y una perspectiva de crecimiento hasta 2028 del 22.8% anual.
- Inteligencia Artificial (AI) con un valor en 2020 de \$62.3M y un crecimiento previsto del 40.2% anual
- Cloud: con un valor en 2020 de \$212M y un crecimiento previsto del 17.9% hasta 2028.
- Ciberseguridad: con un valor de \$163B y un crecimiento del 10.9% hasta 2028.
- Digital Customer Experience (DCX): con un valor en 2020 de \$38.65B y un crecimiento previsto hasta 2028 del 19.1% anual.

A nivel Unión Europea, a raíz de la reciente pandemia, se creó un programa llamado Horizon Europe para impulsar la investigación y la innovación en la empresa europea. Este es un programa que va desde 2021 a 2027 con un presupuesto de 95.5 billones de Euros. Con una garantía presupuestaria de la UE de 6600 millones de Euros, **se espera que la investigación, la innovación y la digitalización movilicen unos 90 mil millones de Euros.**

InvestEU para la investigación y la innovación (I+i)

Estimula una mayor inversión en investigación e innovación, especialmente por parte del sector privado; moviliza y complementa las iniciativas nacionales o regionales.

Ninguna distorsión del mercado: intervención solo para subsanar las lagunas de financiación en la cadena de ejecución de la I+i (sobre todo las debidas al alto riesgo).

Apoyo a través de:

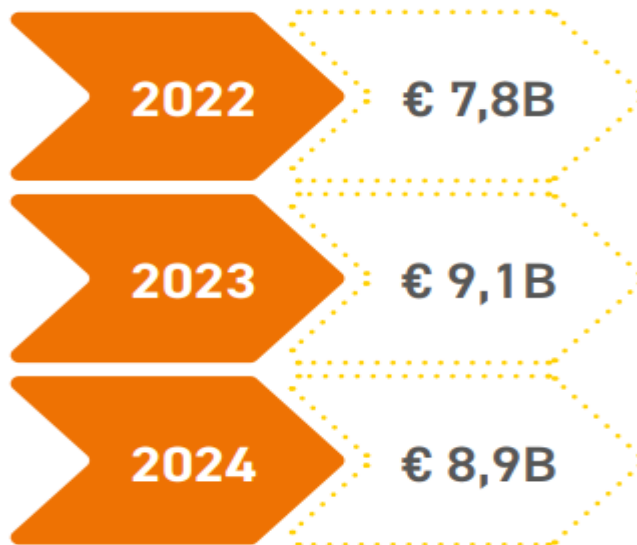
- el Fondo InvestEU
- la Asistencia InvestEU
- el Portal InvestEU

Con una garantía presupuestaria de la UE de **6 600 millones EUR**, se espera que la investigación, la innovación y la digitalización movilicen unos **90 000 millones EUR** de inversión en I+i. **Financiación basada en el mercado** para la explotación y la expansión de la I+i europea.



En cuanto al mercado italiano, el Gobierno aprobó el Plan Nacional de Recuperación y Resiliencia (PNRR), el cual forma parte del programa Next Generation EU (NGEU). Dentro de este programa PNRR se encuentra la misión de la “Digitalización, Innovación Competitividad y Cultura” de la empresa. el cual asigna 49.200 millones de Euros al objetivo de promover la transformación digital del país mediante la adopción de tecnologías innovadoras y habilidades digitales en el sector privado y sector público. Algo más de la mitad van al sector digital específico de la compañía

PNRR DIGITAL SECTOR €29,2B IN 2021-2024



Además, el mercado potencial en Italia es de más de 40B€, del cual Relatech tiene actualmente menos de un 1%. Por lo tanto, el potencial de crecimiento tan sólo a nivel nacional es enorme para la compañía.

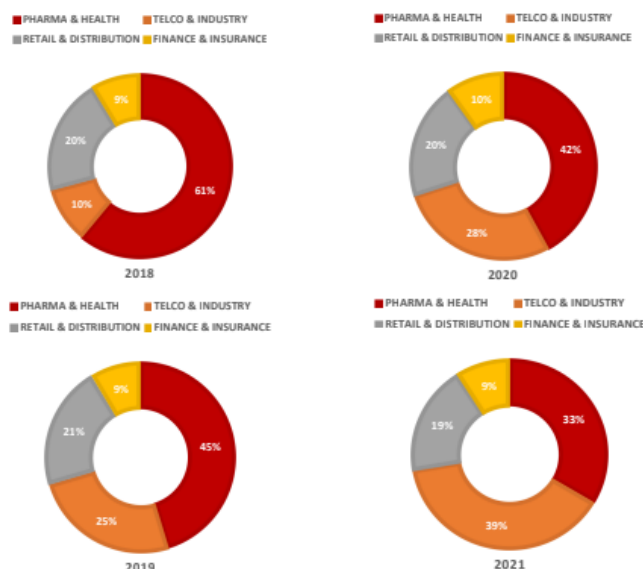
Por otro lado, el sector es muy propenso a M&A ya que se trata de un sector muy fragmentado. En el momento de escribir estas tesis, sale la noticia de que McKinsey acaba de adquirir S4G Consulting, una empresa española de consultoría especializada en ayudar a las empresas en su transformación digital.

3. Cientes

En cuanto a sus clientes deberíamos destacar:

- La empresa cuenta en la actualidad con más de 250 clientes activos.
- El 70% de estos clientes tienen contratos con Relatech con duración superior a los 3 años.
- La tasa de abandono de sus clientes es inferior al 1%.
- La facturación de la empresa procede un 55% de clientes en Italia y el 45% restante de clientes internacionales.
- El 27% de sus ingresos son recurrentes en 2021, lo que supone un crecimiento del 50% con respecto al año anterior.
- El 39% de su clientela pertenece al sector de Telecomunicaciones e Industriales, siendo el siguiente subsector con mayor presencia el sector farmacéutico o de cuidados de la salud, que representa un 33% de sus ingresos.

2018-2021 Market trend results



- **Pharma & Health** business percentage decrease from 2018 to 2021 passing from 61% to 33%.
- **Retail & Distribution** lost market over the last two years 2020-21 suffering covid-19 effects.
- **Finance & Insurance** the same target thank to consolidated business relationships.
- **Telco & Industry** reached in 2021 39% with a huge increase from 10% in 2018, resulting the biggest performance thanks to cross-selling sales and the acquired companies.

4. Competencia

Vamos a ver algunos múltiplos de otras empresas que trabajan en el mismo sector que Relatech y que algunas de ellas podríamos considerar como sus competidores:

	<i>Margen EBIT</i>	<i>PER</i>	<i>EV/Ebitda</i>	<i>ROE</i>
<i>Relatech</i>	17%	14.37	6.94	22%
<i>Gruppo Fos</i>	9%	13	4.8	15%
<i>Sourcesense</i>	8%	12.7	6.7	21%
<i>Spindox</i>	6%	23	12	29%
<i>Digital Value</i>	8%	20.66	10.8	28%
<i>Indra</i>	7%	9.57	4.88	19%
<i>Novabase</i>	7%	25	8	12%
<i>Reply</i>	14%	30	17	20%
<i>Capgemini</i>	11%	18	11	16%
PROMEDIO	9%	18.99	9.40	20%

Como podemos observar, Relatech muestra un crecimiento por encima de la media en su sector y cotiza a unos múltiplos relativamente conservadores cuando lo comparamos con el resto de empresas. Además, un ROE por encima de la media muestra claramente la calidad de la empresa que estamos analizando.

5. Accionariado y Equipo gestor

Relatech tiene como principal accionista a su fundador Pasquale Lombardi, el cual posee el 53% de la compañía. El siguiente accionista de referencia es el Director y COO de la compañía Silvio Cosoleto, el cual posee el 4.4% de la compañía. Por lo tanto, vemos que los directivos se encuentran fuertemente alineados con la evolución de la compañía.

Shareholders Structure

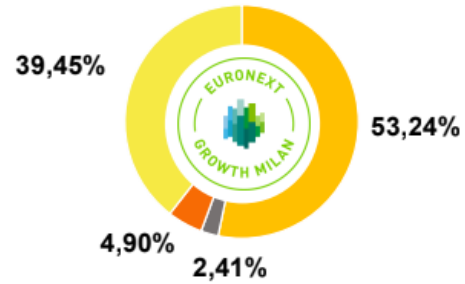
● Share Capital Euro 159.044,66

● N. Shares 37.749.480

● N. Warrant 3.472.180

“Relatech Warrant 2019-2022”:
III° Conversion: 9-20, May 2022
(2 warrant per 3 shares, price 0,95 Euro)

UPDATED TO FEBRUARY 22, 2022



● GAXDER Srl (100% hold by Lambardi Pasquale)

● TREASURY SHARES

● SHARES WITH LOCK UP**

● MARKET

** NON-SIGNIFICANT SHAREHOLDERS WITH LOCK-UP ON THE SHARES INCLUDING SILVIO COSOLETO, COO RELATECH

Históricamente, los directivos han potenciado las adquisiciones como principal destino del beneficio generado por la compañía. En épocas donde las adquisiciones no han sido posible, la reducción de deuda ha sido otro motor importante. Como podemos ver en el último comunicado de la compañía, los directivos proponen mantener el beneficio en la compañía en lugar de distribuirlo en forma de dividendo, lo que se utilizará posteriormente bien para nuevas adquisiciones o para reducir la deuda.

Proposal for the allocation of the profit for the year

Relatech's financial statements as at 31st December 2021 show a profit of Euro 1,187,811.

The Board of Directors proposed to the Shareholders' Meeting to allocate the profit as follows:

- Euro 9,964 to the legal reserve;
- Euro 619,538 to the unavailable reserve pursuant to art. 2426 paragraph 1 n. 4 of the Civil Code, corresponding to the portion of profit for the year formed following the adoption of the criterion for valuing equity investments using the equity method;
- Euro 558,309 to the extraordinary reserve,

A mi modo de ver, la estrategia que mantiene la directiva en su política de M&A muestra una senda clara de especialización en su sector; siguen comprando empresas especializadas en los servicios que ofrecen que les aporta una nueva base de clientes y a los que Relatech puede mejorar su nivel de satisfacción mediante las aplicaciones a medida y los RePlatform que ha ido diseñando y mejorando.

En algunos casos, empieza con una compra parcial de la compañía y supedita la compra total a la obtención de unos determinados resultados y sinergias (como hizo con Xonne o Mediatech). En otros casos compra directamente la compañía en un 100% pero, inteligentemente, lo hace mediante un pago mixto de efectivo y acciones (incluso valorando sus acciones en el pago casi el doble del precio actual).

6. Comportamiento en crisis

Dado que la compañía no cotizaba en la anterior crisis del 2007-2009, podemos ver alguno de sus comparables para ver cómo se comportaron en dicho período.

Analizando la compañía Reply S.p.A. durante el período en cuestión, vemos como tanto sus ingresos como su beneficio crecieron a ritmos de doble dígito en dicho período, a pesar de la reducción de los márgenes. Esto le llevó a casi duplicar sus EPS desde 2006 a 2010

ACTUALS & FORWARD ESTIMATES

Actuals & Forward Estimates	31/12/06 A	31/12/07 A	31/12/08 A	31/12/09 A	31/12/10 A	CAGR
Revenue	230,16	277,16	330,21	340,17	384,20	13,7 %
% Change YoY	59,3 %	20,4 %	19,1 %	3,0 %	12,9 %	
EBITDA	31,97	42,27	46,04	42,86	49,20	11,4 %
% Change YoY	52,9 %	32,2 %	8,9 %	(6,9 %)	14,8 %	
% EBITDA Margins	13,9 %	15,3 %	13,9 %	12,6 %	12,8 %	(2,0 %)
EBIT	28,35	38,02	41,16	35,88	41,60	10,1 %
% Change YoY	50,6 %	34,1 %	8,3 %	(12,8 %)	15,9 %	
% EBIT Margins	12,3 %	13,7 %	12,5 %	10,5 %	10,8 %	(3,2 %)
EBT Normalized		37,78	40,14	33,97	40,09	
% Change YoY			6,2 %	(15,4 %)	18,0 %	
% EBT Margins		13,6 %	12,2 %	10,0 %	10,4 %	
Net Income Normalized	10,71	15,81	19,04	16,75	20,37	17,4 %
% Change YoY		47,6 %	20,4 %	(12,0 %)	21,6 %	
% Net Income Margins	4,7 %	5,7 %	5,8 %	4,9 %	5,3 %	3,3 %
EPS Normalized	0,30	0,44	0,52	0,46	0,55	16,4 %
% Change YoY		46,3 %	16,9 %	(11,7 %)	21,4 %	
EPS (GAAP)	0,29		0,51	0,45	0,55	17,6 %
% Change YoY				(11,7 %)	22,1 %	

Otra empresa comparable podría ser Novabase. En este caso sí que vimos un ligero decrecimiento de sus ventas durante la crisis pero consiguió incrementar su beneficio gracias al mantenimiento (o incluso crecimiento) de los márgenes.

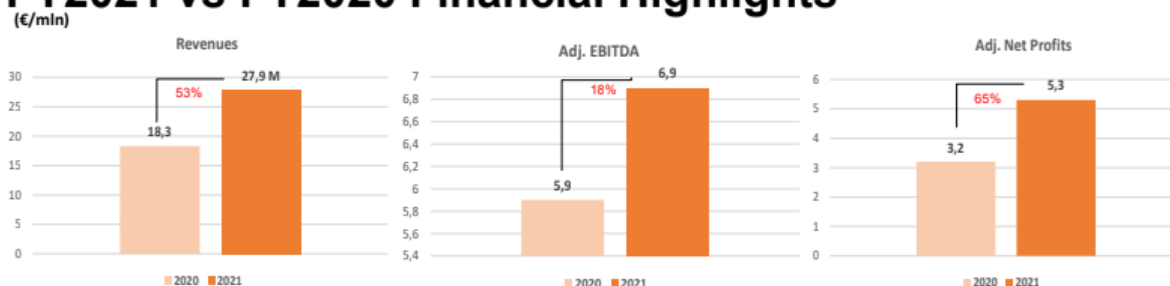
ACTUALS & FORWARD ESTIMATES

Actuals & Forward Estimates	31/12/06 A	31/12/07 A	31/12/08 A	31/12/09 A	31/12/10 A	CAGR
Revenue	261,50	313,20	292,00	241,41	236,30	(2,5 %)
% Change YoY	15,5 %	19,8 %	(6,8 %)	(17,3 %)	(2,1 %)	
EBITDA	18,09	20,02	21,05	22,73	22,20	5,3 %
% Change YoY	4,8 %	10,7 %	5,1 %	8,0 %	(2,3 %)	
% EBITDA Margins	6,9 %	6,4 %	7,2 %	9,4 %	9,4 %	8,0 %
EBIT	12,52	13,86	15,25	17,62	16,70	7,5 %
% Change YoY	11,1 %	10,7 %	10,0 %	15,6 %	(5,2 %)	
% EBIT Margins	4,8 %	4,4 %	5,2 %	7,3 %	7,1 %	10,2 %
EBT Normalized	9,43	10,35		16,68	16,32	14,7 %
% Change YoY	8,7 %	9,7 %			(2,2 %)	
% EBT Margins	3,6 %	3,3 %		6,9 %	6,9 %	17,6 %
Net Income Normalized	9,15	7,00	1,61	13,88	13,10	9,4 %
% Change YoY	(4,5 %)	(23,5 %)	(77,0 %)	763,3 %	(5,6 %)	
% Net Income Margins	3,5 %	2,2 %	0,6 %	5,8 %	5,5 %	12,2 %

7. Análisis de Estados contables

Los ingresos de la compañía han crecido un 53% en el año 2021 frente a los conseguidos en 2020, tanto si tenemos en cuenta las adquisiciones realizadas como si no. El crecimiento orgánico lo podríamos cifrar en un 20%.

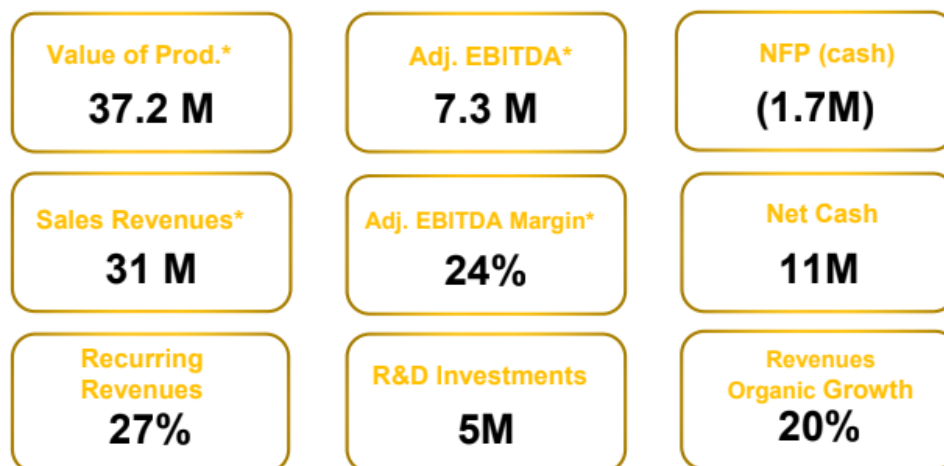
FY2021 vs FY2020 Financial Highlights



Durante 2021, los clientes crecieron en un 70%. Y, como hemos comentado anteriormente, el 45% de los ingresos corresponde a clientes de fuera de Italia.

El EBITDA consolidado subió un 18% hasta los 6.9 millones de Euros. Esta cifra está ajustada por los 1.7 millones de gastos extraordinarios derivados de las stock options y otros extraordinarios. Esto nos lleva a un resultado neto reportado de 3.6 millones, lo que representa un +43% con respecto a 2020.

FY2021 Key Financials



* The data of pro-forma base include the acquisitions of Dialog Sistemi and Gruppo SIGLA completed during 1H 2021. EFA Automazione and DtoK Lab are not included.

La posición financiera neta de la compañía a finales de 2021 es igual a una caja de 1.7 millones. Las principales salidas de caja corresponden a las adquisiciones realizadas y al incremento de la autocarera de la compañía en 1.5 millones de Euros. Actualmente, esta autocarera de la compañía corresponde al 2.41% de su capitalización bursátil.

Destacamos los siguientes ratios de la compañía con las previsiones de 2022:

- ROE: 22%
- ROCE con goodwill: 34%
- EBITDA Margin: 22%
- EBIT Margin: 17%
- Crecimiento Ventas: 25%

Algo que llama la atención cuando analizamos el balance de la compañía es el alto Capex que presenta la compañía en relación con sus ventas. Actualmente, la empresa gasta en Capex aproximadamente el 23% de sus ventas. Este es un ratio bastante alto si lo comparamos con la media del 5% que suele ser en sus competidores.

Esto viene dado principalmente por la gran propuesta de valor por la que ha apostado Relatech en la creación de su propia plataforma RePlatform. La periodificación de los costes iniciales de la creación de dicha plataforma puede estar detrás de este elevado Capex. Esto le ha proporcionado un importante apalancamiento operativo en los últimos años mostrando los importantes crecimientos de ventas que hemos comentado anteriormente.

Ésto debe ser un elemento a vigilar, la compañía ha comentado en varias ocasiones que este ratio irá disminuyendo a lo largo de los años.

8. Ventajas competitivas

Vamos a analizar donde residen las ventajas competitivas de la compañía:

- **Coste de Sustitución.** Todo cambio de la infraestructura digital de una compañía lleva asociado un alto coste de tiempo y formación del personal. Por lo tanto, todo cambio de la plataforma digital de una compañía supone un alto coste para la misma. De ahí que sólo un 1% de los clientes de Relatech abandonen la compañía anualmente para cambiar a otro competidor. Además, este coste de sustitución proporciona un ingreso recurrente a la compañía en concepto de mantenimiento y actualizaciones de la plataforma digital.

- **Poder de fijación de precios.** Al hilo con lo comentado en el anterior punto, ese coste de sustitución hace que la compañía tenga un poder en la fijación de los precios de mantenimiento y actualización de sus productos. En un entorno inflacionario como el actual, este factor resulta de gran importancia.

- **Producto líder.** Relatech ha sido capaz de crear un producto diferenciador con respecto a sus competidores con la creación de Cloud Platform. Esto le permite esa recurrencia en los ingresos que comentamos en el punto anterior.

- **Efecto red.** Cuanto más cliente tenga la compañía, más conocido será su producto. Esto a su vez traerá nuevos clientes. Además, sectores y grupos empresariales pueden aumentar sus sinergias si utilizan una misma plataforma tecnológica.

- **Poca ciclicidad.** Suelen ser compañías que no se ven afectadas fuertemente ante cambios macroeconómicos ya que pueden regular fácilmente su capacidad productiva aumentando o disminuyendo el número de ingenieros que trabajan normalmente por proyectos.

9. Escenarios y Valoración

Con todo lo comentado hasta ahora sobre los diferentes ratios de la empresa, vamos a plantear tres escenarios diferentes:

- **Escenario Base**

En este escenario consideramos que Relatech mantiene un crecimiento de ventas del 20% (por debajo de la media que ha sido del 28% en los últimos 5 años), una cotización por PER de 20x (en la media de su sector) y un ratio EV/EBITDA de 13x. En este escenario la empresa sigue incrementando el número de acciones debido a los warrants ya emitidos, y su deuda neta se mantiene en los niveles actuales que le ha permitido realizar su estrategia de M&A.

Con esto, obtenemos un precio objetivo a 3 y 5 años de de 5€ y 6,4€ respectivamente, lo que implica una **rentabilidad anual superior al 20% en ambos horizontes temporales**.

- **Escenario Pesimista**

En este escenario consideramos que Relatech reduce su crecimiento de ventas a menos de la mitad de su media anual hasta el 12%, una cotización por PER de 15x y un ratio EV/EBITDA de 9x. En este escenario la empresa sigue incrementando el número de acciones debido a los warrants ya emitidos, y su deuda neta se reduce pues tiene que ralentizar su estrategia de M&A.

Con esto, obtenemos un precio objetivo a 3 y 5 años de de 3.1€ y 3.7€ respectivamente, lo que implica **una rentabilidad anual superior al 10% en ambos horizontes temporales**.

- **Escenario Optimista**

En este escenario consideramos que Relatech mantiene el crecimiento actual de ventas del 30%, una cotización por PER de 25x (ya que un mayor crecimiento implicaría una mayor valoración bursátil y acercarse a PER de empresas similares) y un ratio EV/EBITDA de 15x. En este escenario la empresa acelera ligeramente el número de acciones debido a los warrants ya emitidos y a las necesidades de financiación para mantener estos crecimientos, y su deuda neta se incrementa también ligeramente.

Con esto, obtenemos un precio objetivo a 3 y 5 años de de 6.6€ y 10.2€ respectivamente, lo que implica **una rentabilidad anual superior al 35% en ambos horizontes temporales**.

	Crecimiento Ventas	Multiplo PER	Multiplo EV/EBITDA	Valor 3 Años	Valor 5 Años	CAGR
Optimista	30%	25	15	6.6	10.2	39%
Base	20%	20	13	5	6.4	27%
Conservador	12%	15	9	3.1	3.7	11%

10. Riesgos

Entre los riesgos que deberíamos mencionar y a los que se enfrenta RElatech son:

- La alta competitividad del sector, en la que Relatech se encuentra bien posicionada debido a la propuesta de valor que tienes con su desarrollo de RePlatform.
- La concentración de clientes. En 2021 los ingresos generados por los 10 principales clientes de la compañía representaban el 60% del total. Es verdad que muchos de estos clientes son instituciones públicas que garantizan una recurrencia. Además, con las recientes adquisiciones esta concentración de clientes se diluirá significativamente.
- El importante Capex sobre ventas que hemos comentado anteriormente hace que se reduzca su FCF. En teoría esto se irá reduciendo con el tiempo ya que el mantenimiento de su producto necesitará menos Capex que en su creación.
- Riesgo de Liquidez, al ser una empresa de baja capitalización.

11. Conclusión

Resumiendo, tenemos ante nosotros una oportunidad de inversión a unos niveles atractivos en una empresa que cumple con los criterios que exigimos en toda inversión a largo plazo:

- I. Empresa que mantiene unos **crecimientos constantes en sus ingresos y en sus márgenes**, y por encima de la media del sector.
- II. Una **ventaja competitiva destacable** que le otorga una diferenciación con respecto a sus competidores
- III. Un **ROE y ROCE por encima del 15%**
- IV. Empresa de un sector con **poca ciclicidad** y que se comporta bien en momentos de crisis.
- V. **Accionistas y gestores alineados** con la evolución de la empresa.
- VI. Estimaciones de rentabilidad a 3 y 5 años de doble dígito, y con **CAGR superior al 20% en su escenario base**.