

Poligrafica San Faustino

Initiating Coverage

Target price: €7.9

Rating: BUY

Year	Sales	EBITDA	Adj EPS	P/E	P/BV	EV/EBITDA	EV/EBIT
2012	40,72	n.m.	n.m.	n.m.	5,90	n.m.	n.m.
2013F	41,94	0,74	n.m.	6,94	5,74	17,14	n.m.
2014F	44,88	1,86	0,40	2,75	6,14	6,94	11,82
2015F	46,22	2,21	0,58	2,31	6,72	5,81	8,89

	New
Rating	BUY
Risk Rating	Medium
Target (€)	7.9

Market Data (€)

Close Price (€)	5,1
Share Outstanding (m)	1,19
Market Cap. (€/m)	6,1
Market Float (%)	41,7
Avg daily Vol. (000s)	7,6
Past 12 Months	Max 6,3 Min 3,6

Performance

	3 M	12 M
Absolute	0,3	25,7
Relative	-1,5	0,1



**GRUPPO
SANFAUSTINO**
PRINT&MULTICHANNEL COMMUNICATION

L'attività. Il Gruppo Sanfaustino (SF) opera nei settori dei servizi di publishing dove integra competenze nel mondo della comunicazione, della stampa, del label&packaging, del web, della gestione elettronica documentale e dell'e-procurement. Grazie alle diverse specializzazioni raggiunte, il Gruppo Sanfaustino offre ai propri clienti tutti i vantaggi di avere un unico e qualificato referente: pensiero coordinato, assenza di dispersioni, visione d'insieme, capacità di dare univocità ed efficacia ai progetti e alle strategie.

I risultati. Alla fine del 2012 la capogruppo ha completato il processo di esternalizzazione della produzione dei processi più semplici e meno redditizi che permetteranno, già a partire dal 2013 di ridurre sensibilmente i costi di gestione. Il modello di business basato sul networking ha permesso inoltre di creare nuove collaborazioni per ampliare l'offerta commerciale. Nel 1Q13 il Gruppo Sanfaustino ha realizzato vendite complessive pari a €10,59 mln, con una modesta crescita (+1%) rispetto al 1Q12 (€10,49 mln). Le vendite sul mercato estero nel 1Q13 a €0,79 mln, sostanzialmente invariate rispetto al 1Q12 (€0,81 mln) e costituiscono una modesta componente (7,48%) rispetto al fatturato complessivo. Abbiamo effettuato le nostre stime 2013 tenuto conto della struttura del gruppo e delle indicazioni del management riportate nella relazione trimestrale, stimando un graduale ritorno alla redditività lorda (Ebitda margin 1.8%) ed un sostanziale pareggio netto (-€0.2 mln). A partire dal 2014 ed ancor più nel 2015, la marginalità dovrebbe essere più robusta. Sostanzialmente stabile la posizione finanziaria netta, che dovrebbe rimanere intorno a €6.5 - 6.8 mln.

La valutazione: TP €7,9 rating BUY, risk Medium. Abbiamo condotto la valutazione sulla base di due metodologie: DCF e multipli di un campione di società comparabili. Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, siano in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società come il Gruppo Sanfaustino caratterizzata da alcuni particolarità. Le stime dei peers si fermano al 2014F, esercizio in cui Gruppo Sanfaustino riteniamo non avrà ancora espresso completamente il proprio potenziale reddituale (le nostre stime si estendono fino al 2015F). Per il calcolo del fair value complessivo abbiamo quindi effettuato una media aritmetica semplice attribuendo lo stesso peso alle diverse metodologie, avendo ben presente, come dicevamo, che in periodi di mercato particolarmente depressi la metodologia dei multipli tende a sottovalutare il "corretto" fair value.

Antonio Tognoli
+39 02 7862 5303
antonio.tognoli@integrae.it

L'attività

Il Gruppo Sanfaustino, opera nel settore dei servizi di publishing, della stampa, del label&packaging, del web, della gestione elettronica documentale e dell'e-procurement. Il Gruppo è attivo lungo tutta la catena del valore della comunicazione integrata: dallo studio alla realizzazione di supporti e strategie di promotion, alla web strategy, fino alla gestione elettronica documentale.

Il gruppo Sanfaustino opera nei settori dei servizi di publishing dove integra competenze nel mondo della comunicazione, della stampa, del label&packaging, del web, della gestione elettronica documentale e dell'e-procurement.

Grazie alle diverse specializzazioni raggiunte, il Gruppo Sanfaustino offre ai propri clienti tutti i vantaggi di avere un unico e qualificato referente: pensiero coordinato, assenza di dispersioni, visione d'insieme, capacità di dare univocità ed efficacia ai progetti e alle strategie.

Il Gruppo Sanfaustino si pone come network in grado di offrire una rete per lo studio, la progettazione, la realizzazione di supporti e di strategie di promotion, acquisition, loyalty, direct incentive, corporate, nella gestione dei flussi e del trattamento dei dati, nell'e-procurement, nella web strategy e nella gestione elettronica documentale. Le diverse specializzazioni consentono spesso al Gruppo Sanfaustino di anticipare i bisogni dei propri clienti, trovando la soluzione più adatta.

In ogni caso, la nostra vera "specialità" sta nel capire quello che il cliente esprime e trovare la soluzione più adatta.

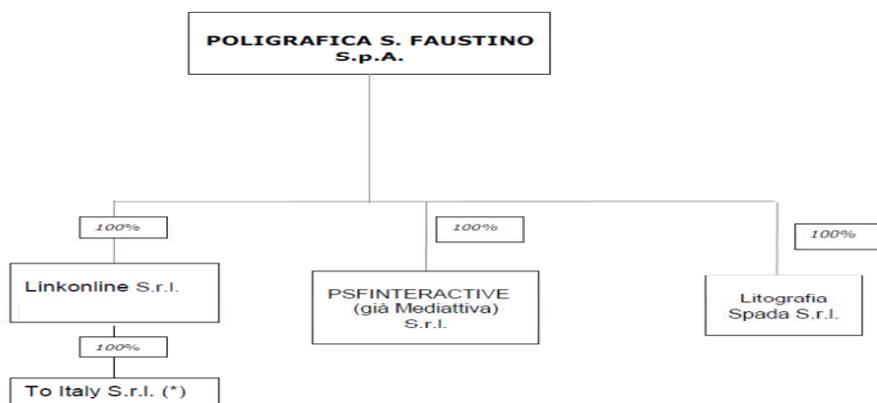
Nel corso degli anni il Gruppo Sanfaustino ha fatto della scelta delle persone, orientata all'eccellenza professionale e alla motivazione di squadra, un elemento distintivo della propria crescita. Questo, unito alla costante attività di ricerca tecnologica e R&D, ha permesso al gruppo di allargare gradualmente i propri orizzonti proponendosi sul mercato con un'offerta ricca e puntuale in risposta alle nuove esigenze del mercato stesso.

La struttura del gruppo vede al vertice la Poligrafica Sanfaustino S.pA che svolge il ruolo di coordinamento e tre società operative:

- Linkonline Srl, specializzata nella distribuzione di prodotti di consumo per l'informatica. La società To Italy Srl è stata costituita in data 13 marzo 2013 ed opera nel settore dei tour operator.
- PSF Interactive Srl, web agency e internet provider;
- Litografia Spada Srl, specializzata nella produzione di etichette di pregio su carta e colla;

Di seguito la struttura del gruppo:

Fig. 1 – La struttura del gruppo



Fonte: Gruppo Sanfaustino

Il Gruppo Sanfaustino è strutturato in modo da poter soddisfare efficacemente la domanda del mercato. Domanda che sempre di più è rivolta a servizi avanzati di comunicazione con alto livello di specializzazione. Poligrafica S. Faustino in azione sinergica con PSF Interactive è una realtà in grado di coniugare online e offline per le tutte le attività below the line. L'esperienza nel settore digital che risale agli inizi degli anni 2000, multicanalità integrata, ricerca e sviluppo e produzione industriale dei materiali di comunicazione rappresentano oggi una garanzia per i propri clienti che possono dialogare con un solo interlocutore ed essere certi che, dalla strategia alla produzione dei materiali, il Gruppo Sanfaustino è in grado di soddisfare le loro diverse esigenze.

I risultati del 1Q13 e le stime 2013-15F

Nel 1Q13 il Gruppo Sanfaustino ha realizzato vendite complessive pari a €10,59 mln, con una modesta crescita (+1%) rispetto al 1Q12 (€10,49 mln). L'Ebitda margin, pari al 3,69% delle vendite, registra una analoga performance e si incrementa di €1,08 mln rispetto al 1Q12, dopo ammortamenti complessivi pari a €0,19 mln. Abbiamo quindi stimato un graduale ritorno alla redditività lorda (Ebitda margin 1.8%) ed un sostanziale pareggio netto (-€0.2 mln). A partire dal 2014 ed ancor più nel 2015, la marginalità dovrebbe essere più robusta.

I risultati del 1Q13

Alla fine del 2012 la capogruppo ha completato il processo di esternalizzazione della produzione dei processi più semplici e meno redditizi che permetteranno, già a partire dal 2013 di ridurre sensibilmente i costi di gestione. Il modello di business basato sul networking ha permesso inoltre di creare nuove collaborazioni per ampliare l'offerta commerciale.

Linkonline si è concentrata sul mantenimento dei clienti in portafoglio e nella ricerca di nuovi grandi clienti a cui poter offrire un servizio completo.

Con Litografia Spada si è conclusa l'integrazione tecnica e commerciale con Poligrafica San Faustino velocizzando e semplificando la gestione interna.

PSF Interactive alla fine del 2012 da web agency si è trasformata in communication agency, inglobando servizi come design & creativity, web marketing, piani di loyalty, e-commerce, attività strategiche sui social media, sviluppo di App, elaborazione di campagne di direct marketing e piani di comunicazione integrati.

Nel primo trimestre 2013 il Gruppo Sanfaustino ha effettuato modesti interventi di adeguamento su software, attrezzature ed altri beni per un investimento complessivo assolutamente irrilevante (€31 K). Sono stati alienati alcuni macchinari stampa in capo alla controllata Litografia Spada realizzando una plusvalenza di circa €0,321 mln.

La posizione finanziaria netta consolidata, che include debiti verso società di leasing pari ad €0,27 mln (di cui €0,13 mln a medio-lungo termine), presenta un saldo di indebitamento netto pari a €6,26 mln, sostanzialmente invariato rispetto alla fine dell'esercizio precedente (€6,20 mln al dicembre 2012).

Le variazioni della posizione finanziaria netta sono essenzialmente riferibili alle dinamiche del cash flow reddituale unitamente alle variazioni di circolante, data la momentanea assenza di rilevanti investimenti.

Nel 1Q13 il Gruppo Sanfaustino ha realizzato vendite complessive pari a €10,59 mln, con una modesta crescita (+1%) rispetto al 1Q12 (€10,49 mln).

Le vendite sul mercato estero nel 1Q13 a €0,79 mln, sostanzialmente invariate rispetto al 1Q12 (€0,81 mln) e costituiscono una modesta componente (7,48%) rispetto al fatturato complessivo.

A fronte della graduale esternalizzazione di alcune produzioni e considerando la leggera ripresa delle vendite, ad una modesta variazione di incidenza degli acquisti e dei consumi (dal 54,5% al 55,0%) si è, di converso, registrata una

riduzione del 1,8% nel peso dei servizi ed ancor più una contrazione del 5,5% nell'incidenza dei costi del personale (dal 18,2% al 12,7%).

Le azioni intraprese, così come ben riflesse nella diminuzione di incidenza dei costi di produzione, hanno quindi consentito un importante recupero di marginalità sia in termini percentuali che in valore assoluto. L'EBITDA consolidato del 1Q13 ritorna positivo per €0,58 mln (Ebitda margin 5,45%), in netta controtendenza rispetto al dato registrato nello stesso periodo dell'esercizio precedente (negativo per €0,47 mln nel 1Q12).

L'Ebitda margin, pari al 3,69% delle vendite, registra una analoga performance e si incrementa di €1,08 mln rispetto al 1Q12, dopo ammortamenti complessivi pari a €0,19 mln.

Andamento del settore produttivo

Il risultato del settore produttivo tradizionale (all'interno del quale la Capogruppo ha un peso assolutamente preponderante e pari al 94,1% delle vendite) beneficia della leggera ripresa del fatturato (+1,3%), ma soprattutto del recupero di marginalità conseguente alla riduzione dei costi delle lavorazioni e del personale, sia in valore assoluto che in termini di incidenza. L'EBITDA è positivo per €0,53 mln e risulta in sensibile e significativo recupero rispetto al dato registrato nello stesso periodo dell'esercizio precedente (negativo per €0,48 mln). Sono i primi benefici effetti della riorganizzazione produttiva e commerciale iniziata nell'ultimo biennio, supportata anche da una tenuta delle vendite.

La variazione positiva si riflette anche sull'EBIT positivo per €0,35 mln (era negativo di €0,68 mln nel 1Q12) a fronte di ammortamenti pari a €0,18 mln.

Andamento del settore commerciale

Il volume d'affari del settore commerciale (€2,4 mln), riferibile all'attività della società Linkonline, non registra alcuna variazione significativa rispetto ai dati registrati nel 1Q12. Analogamente non si registrano variazioni sulle diverse componenti di costi operativi sia in valore assoluto che in termini di incidenza sulle vendite. Tali dinamiche confermano risultati operativi (EBITDA ed EBIT) sostanzialmente in equilibrio.

Dopo al chiusura del trimestre, PFS ha finalizzato la cessione alla Loric S.r.l., attiva nella legatoria, del ramo d'azienda relativo all'attività di legatoria (know-how e attrezzature), attività considerata non strategica per il Gruppo.

L'accordo avrà efficacia dal 1° giugno 2013; il controvalore dell'operazione è pari a €170.228 e verrà regolato per cassa.

Abbiamo effettuato le nostre stime 2013 tenuto conto della struttura del gruppo e delle indicazioni del management riportate nella relazione trimestrale: "la situazione congiunturale sempre particolarmente negativa non ci consente di garantire per i mesi a venire un favorevole andamento sulle aree di business legate al mondo promo-pubblicitario e della comunicazione. Analogamente, la generale contrazione dei consumi non ci fa prevedere rilevanti impatti sulle vendite del comparto label&packaging. Ciò premesso,

confidiamo che le economie ed i risparmi realizzati sui costi fissi ci consentano di poter limitare gli eventuali effetti congiunturali negativi tuttora prevedibili”.

Abbiamo quindi stimato un graduale ritorno alla redditività lorda (Ebitda margin 1.8%) ed un sostanziale pareggio netto (-€0.2 mln). A partire dal 2014 ed ancor più nel 2015, la marginalità dovrebbe essere più robusta.

Sostanzialmente stabile la posizione finanziaria netta, che dovrebbe rimanere intorno a €6.5 – 6.8 mln

Fig. 2 – Il conto economico

Data in €m	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Sales	41,4	40,7	41,9	44,9	46,2
Other sales	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Value of production	42,0	41,2	42,4	45,3	46,7
Cost of good sold	(21,6)	(22,8)	(23,5)	(25,1)	(25,9)
Services	(10,7)	(9,9)	(10,1)	(10,8)	(11,1)
Personnel costs	(7,6)	(6,6)	(5,6)	(5,7)	(5,8)
Other operating costs	(2,2)	(2,6)	(2,4)	(1,8)	(1,7)
EBITDA	(0,1)	(0,7)	0,7	1,9	2,2
<i>EBITDA margin%</i>	10,2%	-1,6%	1,8%	4,1%	4,8%
Depreciations	(1,2)	(0,9)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
Write-off	(0,2)	(3,4)	0,0	0,0	0,0
EBIT	(1,5)	(4,9)	(0,0)	1,1	1,4
<i>EBIT margin %</i>	7,7%	-12,1%	0,0%	2,4%	3,1%
Net Financial Charges	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
Pre-Tax Profit	(1,7)	(5,2)	(0,3)	0,8	1,1
Taxes	1,7	(0,4)	0,1	(0,3)	(0,5)
<i>tax-rate</i>	46,2%	6,8%	40,0%	40,0%	40,0%
Minorities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Profit	0,1	(5,5)	(0,2)	0,5	0,7

Fonte: Bilanci Gruppo Sanfaustino e stime Integrae SIM

Fig. 3 – Lo stato patrimoniale

Data in €m	2011	2012	2013 ^F	2014 ^F	2015 ^F
Net Working Capital	7,3	6,0	6,1	6,3	6,2
% on sales	17,4%	14,7%	14,5%	14,0%	13,5%
Net Fixed Assets	13,1	9,0	9,4	10,0	11,7
NET INVESTMENTS	20,4	15,0	15,5	16,3	18,0
Pers Sev. and Tax Funds	(2,00)	(1,76)	(1,50)	(1,50)	(1,50)
NET CAPITAL EMPLOYED	18,4	13,3	14,0	14,8	16,5
SHAREHOLDERS EQUITY	12,6	7,1	6,9	7,3	8,0
MINORITIES	0,00	0,00	0,60	0,70	1,70
NET FINANCIAL POSITION	(5,8)	(6,2)	(6,5)	(6,8)	(6,8)
Cover	18,4	13,3	14,0	14,8	16,5

Fonte: Bilanci Gruppo Sanfaustino e stime Integrae SIM

Fig. 4 – Il cash flow statement

Data in €m	2011	2012	2013 ^F	2014 ^F	2015 ^F
N.F.P. at year beginning	(4,9)	(6,3)	(6,2)	(6,5)	(6,8)
Cash Flow	1,2	(4,7)	0,6	1,2	1,5
NWC Change	1,3	1,3	(0,0)	(0,2)	0,0
PSF and Tax F.Allocations	(2,1)	(0,1)	0,1	(0,3)	(0,5)
Operating Cash Flow	0,4	(3,5)	0,6	0,7	1,0
Capital Expenditures	(1,0)	(0,8)	(1,0)	(1,0)	(1,0)
Financial Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sale of Fixed Assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow	(0,6)	(4,3)	(0,4)	(0,3)	0,0
Dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Change in Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Others	(0,9)	4,4	0,0	0,0	0,0
CHG IN NFP	(1,5)	0,1	(0,4)	(0,3)	0,0
N.F.P. at year end	(6,3)	(6,2)	(6,5)	(6,8)	(6,8)

Fonte: Bilanci Gruppo Sanfaustino e stime Integrae SIM

La valutazione

La valutazione del Gruppo Sanfaustino è stata condotta attraverso l'uso di due metodologie: DCF e Multipli, allo scopo di meglio cogliere tutti gli aspetti rilevanti della valore aziendale. L'equity value medio per azione risultante dall'applicazione dei due metodi valutativi, risulta pari a €7,9 per azione.

Abbiamo condotto la valutazione sulla base di due metodologie: DCF e multipli di un campione di società comparabili.

Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, siano in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società come Gruppo Sanfaustino caratterizzata da alcuni particolarità.

Il modello DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equity value di una società sono, come noto, funzione delle stime. Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business. Visibilità che, nel caso del Gruppo Sanfaustino, ci consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2017F, esercizio in cui saranno pienamente operative tutte le operazioni messi in atto dal management e esercizio in cui la ripresa economica dovrebbe a sua volta essere pienamente in atto. Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che il modello basato sui multipli non è in grado di approssimare.

Di seguito i dati di input:

Fig. 5 – I dati di input

Calcolo del Wacc	
Risk Free Rate	3,50%
Market Premium Italia (Bloomberg)	8,43%
Beta Unlevered	1,00
Tax Rate (Ires + IRAP)	31,40%
D/E 2013	0,73
Beta Relevered	1,20
Ke	13,62%
WACC	5,98%

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Sulla base dei nostri dati di input il valore di Gruppo Sanfaustino risulta pari a €10,34 mln, vale a dire €8,66 per azione.

Fig. 6 – Il modello DCF

Cash Flow		2013 F	2014 F	2015 F	2016 F	2017 F	TV
EBIT	-	0,02	1,09	1,45	1,59	1,75	
Operating Taxes		0,01	(0,38)	(0,51)	(0,56)	(0,61)	
NOPAT	-	0,01	0,71	0,94	1,03	1,14	
Depreciations		0,75	0,77	0,77	0,84	0,93	
Δ NWC		(0,04)	(0,20)	0,04	0,0	0,0	
Investments		(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	
FCFO		(0,30)	0,27	0,75	0,88	1,06	18,57
Discounted FCFO		(0,30)	0,27	0,75	0,88	1,06	13,89
FCFO actualized		2,66					
TV actualized DCF		13,89					
Enterprise Value		16,55					
PFN al 31 12 2012		(6,21)					
Equity Value		10,34					
Per azione		8,66					

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Di seguito riportiamo anche la tabella relativa alla sensitività analysis tra il WACC e la crescita a lungo termine:

Fig. 7 – Sensitivity analysis (WACC e LTG) – Dati per azione

	3,50%	3,00%	2,50%	2,00%	1,50%	1,00%	0,50%
7,5%	7,87	6,66	5,69	4,90	4,25	3,69	3,21
7,0%	9,72	8,12	6,89	5,90	5,09	4,42	3,85
6,5%	12,19	10,02	8,39	7,12	6,11	5,28	4,59
6,0%	15,68	12,56	10,33	8,66	7,36	6,32	5,48
5,5%	20,94	16,13	12,93	10,65	8,94	7,61	6,55
5,0%	29,77	21,52	16,59	13,31	10,97	9,22	7,86
4,5%	47,59	30,56	22,11	17,06	13,70	11,31	9,52

Fonte: elaborazione Integrae SIM

La metodologia dei multipli

Il nostro campione è formato da società che operano nello stesso settore del Gruppo Sanfaustino, ma con una capitalizzazione maggiore.

Queste le società con i multipli per il periodo 2012-14F:

Fig. 8 – I peers

Company Name	EV/SALES			EV/EBITDA			EV EBIT			P/E		
	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F
Elanders AB	0,58	0,54	0,52	5,34	4,80	4,44	9,42	8,52	7,60	10,32	6,79	5,43
Service Point Solutions SA	0,58	0,62	0,61	19,03	9,77	8,73	nm	51,10	13,34	nm	nm	nm
Cenveo Inc	0,73	0,74	0,76	6,12	6,36	5,97	9,45	9,56	8,74	4,38	7,33	5,17
Transcontinental Inc.	0,68	0,69	0,70	4,03	4,26	4,23	5,88	6,23	6,15	6,39	6,48	6,48
Wellcom Group Ltd.	1,63	1,56	1,51	6,83	6,17	5,98	8,22	7,32	7,02	13,10	11,67	11,15
InnerWorkings Inc	0,76	0,66	0,56	14,49	12,23	9,40	19,53	16,35	12,05	29,75	23,82	17,92
Media	0,83	0,80	0,78	9,30	7,26	6,46	10,50	16,51	9,15	12,79	11,22	9,23

Fonte: elaborazione Integræ SIM su dati Infinancials.

Le stime dei peers si fermano al 2014F, esercizio in cui Gruppo Sanfaustino riteniamo non avrà ancora espresso completamente il proprio potenziale reddituale (le nostre stime si estendono fino al 2015F). L'equity value del Gruppo Sanfaustino calcolato con la metodologia relativa dei multipli risulta pari a €7,2 per azione.

Non c'è da stupirsi se l'equity value risultante dalla metodologia relativa (dei multipli) appare più basso rispetto a quelle assolute (DCF e RIM). In periodi di mercato particolarmente depressi come quello attuale, gli investitori tendono a sovrastimare il rischio complessivo dell'investimento e, quindi, a parità di condizioni ne risulta un prezzo tanto più basso quanto più il gap tra rischio percepito e rischio "effettivo" è elevato. Le valutazioni assolute, lavorando sul rischio effettivo (beta, rischio paese etc), tendono ad esprimere un equity value tanto più elevato - rispetto al prezzo - quanto più elevato risulta il gap tra le due misure di rischio. Motivo questo per il quale siamo convinti che solo un mix tra le diverse metodologie valutative possa essere in grado di esprimere un equity value che risulti al tempo stesso una buona proxy del "reale" valore dell'azienda e che tenga però anche conto del momento economico finanziario della valutazione, espresso dal comportamento sul mercato dagli investitori.

Il fair value complessivo

Per il calcolo del fair value complessivo abbiamo quindi effettuato una media aritmetica semplice attribuendo lo stesso peso alle diverse metodologie, avendo ben presente, come dicevamo, che in periodi di mercato particolarmente depressi la metodologia dei multipli tende a sottovalutare il "corretto" fair value.

Fig. 9 – Definizione del range dei valori

L'Equity Value Medio per azione	
Metodologia DCF	8,7
Metodologia Multipli	7,2
Media	7,9

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Iniziamo quindi la copertura del Gruppo Sanfaustino con rating BUY, target €7.9 per azione e rischio dell'investimento medio.

**Disclosure Pursuant to Article 69 ET SEQ. of Consob (Italian Securities % Exchange Commission) Regulation
No. 11971/1999**

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is scurrent Vice President of Associazione Italiana Analisti Finanziari – AIAF, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB and member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of specialist for the financial instruments issued by the company covered in this report.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources. The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRA SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof.

Conflicts of interest, including potential conflicts and related organizational measures are set forth in this disclaimer section.

Valuation methodologies

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) INTEGRAE SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may

change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof.

Conflicts of interest, including potential conflicts and related organizational measures are set forth in this disclaimer section.

Rating system

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range.

Risk Total Return - ETR - for different risk and rating categories			
<i>Rating</i>	<i>Low Risk</i>	<i>Medium Risk</i>	<i>High Risk</i>
<i>BUY</i>	<i>ETR >= 7.5%</i>	<i>ETR >= 10%</i>	<i>ETR >= 15%</i>
<i>HOLD</i>	<i>-5% < ETR < 7.5%</i>	<i>-5% < ETR < 10%</i>	<i>0% < ETR < 15%</i>
<i>SELL</i>	<i>ETR <= -5%</i>	<i>ETR <= -5%</i>	<i>ETR <= 0%</i>
<i>U.R.</i>	<i>Rating e/o target price Under Review</i>		
<i>N.R.</i>	<i>Stock Not Rated</i>		

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice.

Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.