

Poligrafica San Faustino

Equity Update

Target price: €10,5

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	39,47	0,94	n.m.	7,32	5,70	14,27	n.m.
2014F	42,23	2,20	0,61	3,14	6,31	5,87	8,53
2015F	43,50	2,58	0,80	2,68	7,11	4,71	6,42

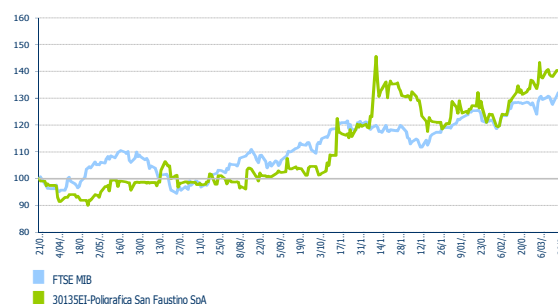
	Old	New
Rating	BUY	BUY
Risk Rating	Medium	Medium
Target (€)	7,9	10,5

Market Data (€)

Close Price (€)	6,9
Share Outstanding (m)	1,19
Market Cap. (€/m)	8,2
Market Float (%)	41,7
Avg daily Vol. (000s)	9,2
Past 12 Months	Max 7,6 Min 4,4

Performance

	3 M	12 M
Absolute	17,8	42,9
Relative	4,8	11,2



GRUPPO
SANFAUSTINO
PRINT&MULTICHANNEL COMMUNICATION

I risultati del FY13 sono leggermente migliori delle nostre stime, in particolare per quanto riguarda l'Ebitda. Le vendite complessive sono scese del 2,9% a €39,5 mln (da €40,7 mln), a causa soprattutto dell'andamento del settore grafico tradizionale, particolarmente debole nel secondo trimestre dell'esercizio, solo parzialmente controbilanciata dalla performance positiva del settore multimediale e web agency. Il fatturato estero è stato €2,63 mln e rappresenta il 6,7% del totale (€3,10 mln nel, pari al 7,6% nel 2012). L'Ebitda è tornato positivo per €0,94 mln (negativo per €0,66 mln al 31 dicembre 2012). Il forte miglioramento è dovuto all'opera del management di razionalizzazione dei costi del personale e dei servizi. Positivo anche l'Ebit per €0,26 mln contro €-4,91 mln al 31 dicembre 2012 (quando si erano rese necessarie significative rettifiche di valore sugli avviamenti per Euro €3,4 mln). La posizione finanziaria netta migliora a €5,2 mln (da €6,2 mln al 31 dicembre 2012).

Invariate le stime 2014, ma in rialzo dell'8% l'Ebitda 2015F. In flessione la stima di PFN di €1,5 mln. Alla fine del 2012 la capogruppo ha completato il processo di esternalizzazione della produzione dei processi più semplici e meno redditizi che hanno permesso, già a partire dal 1H13 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. I primi risultati di questa strategia, come dicevamo, hanno cominciato ad essere visibili nel 2H13. Le nostre stime 2014-15F prevedono un graduale incremento della redditività lorda (Ebitda margin 5,2% e 5,9% per il 2014F e 2015F rispettivamente. Crediamo che a partire dal 2014 ed ancor più nel 2015-16F, la marginalità possa essere più robusta.

La valutazione: TP 10,5 (da €7,9), rating BUY, risk Medium (invariati). La revisione delle stime, unita ad una crescita dei multipli dei principali competitors, consentono un rialzo del TP a €10,5 mln. Abbiamo condotto la valutazione sulla base di due metodologie: DCF e multipli di un campione di società comparabili. Riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società come il Gruppo Sanfaustino. Le stime dei peers si fermano al 2015F, esercizio in cui Gruppo Sanfaustino riteniamo non avrà ancora espresso completamente il proprio potenziale reddituale. Per il calcolo del fair value complessivo abbiamo effettuato una media aritmetica semplice attribuendo lo stesso peso alle diverse metodologie.

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

Fig. 1 – Il conto economico

Data in €m	2011	2012	2013	2014F	2015F
Sales	41,4	40,7	39,5	42,2	43,5
Other sales	0,6	0,4	1,0	0,4	0,4
Value of production	42,0	41,2	40,4	42,7	43,9
Cost of good sold	(21,6)	(22,8)	(22,3)	(23,5)	(24,2)
Services	(10,7)	(9,9)	(9,7)	(10,2)	(10,4)
Personnel costs	(7,6)	(6,6)	(4,5)	(4,5)	(4,6)
Other operating costs	(2,2)	(2,6)	(3,1)	(2,3)	(2,2)
EBITDA	(0,1)	(0,7)	0,9	2,2	2,6
<i>EBITDA margin%</i>	10,2%	-1,6%	2,4%	5,2%	5,9%
Depreciations	(1,2)	(0,9)	(0,7)	(0,7)	(0,7)
Write-off	(0,2)	(3,4)	0,0	0,0	0,0
EBIT	(1,5)	(4,9)	0,3	1,5	1,9
<i>EBIT margin %</i>	7,7%	-12,1%	0,7%	3,6%	4,4%
Net Financial Charges	(0,2)	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,3)
Pre-Tax Profit	(1,7)	(5,2)	0,0	1,2	1,6
Taxes	1,7	(0,4)	(0,3)	(0,5)	(0,6)
<i>tax-rate</i>	46,2%	6,8%	-1275,0%	40,0%	40,0%
Minorities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Profit	0,1	(5,5)	(0,2)	0,7	1,0

Fonte: Bilanci Gruppo Sanfaustino e stime Integræ SIM

Fig. 2 – Lo stato patrimoniale

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

Fonte: Bilanci Gruppo Sanfaustino e stime Integræ SIM

Fig. 3 – Il cash flow statement

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

Fonte: Bilanci Gruppo Sanfaustino e stime Integræ 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 €10,5 (da €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 ed 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. 4 - I dati di input

Calcolo del Wacc	
Risk Free Rate	3,50%
Market Premium Italia (Bloomberg)	8,43%
Alfa	2,50%
Beta Unlevered	1,00
Tax Rate (Ires + IRAP)	31,40%
D/E 2013	0,50
Beta Relevered	1,34
Ke	17,32%
WACC	10,24%

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Sulla base dei nostri dati di input il valore di Gruppo Sanfaustino risulta pari a €10.7 mln, vale a dire €8,94 per azione.

Fig. 5 - Il modello DCF

Cash Flow	2014 F	2015 F	2016 F	2017 F	TV
EBIT	1,51	1,89	1,99	2,09	
<i>Operating Taxes</i>	(0,61)	(0,76)	(0,79)	(0,83)	
NOPAT	0,91	1,14	1,19	1,25	
<i>Depreciations</i>	0,68	0,68	0,72	0,75	
Δ NWC	(0,08)	0,06	(0,2)	(0,3)	
<i>Investments</i>	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	
FCFO	1,21	1,58	1,41	1,41	15,16
Discounted FCFO	1,21	1,58	1,41	1,41	10,27
FCFO actualized	5,61				
TV actualized DCF	10,27				
Enterprise Value	15,88				
PFN al 31 12 2013	(5,20)				
Equity Value	10,67				
Per azione	8,94				

Fonte: elaborazione Integrae SIM

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

Fig. 6 - Sensitivity analysis (WACC e LTG) - Dati per azione

	2,50%	2,00%	1,50%	1,00%	0,50%	0,00%	-0,50%
11,7%	8,49	8,07	7,69	7,35	7,04	6,75	6,49
11,2%	9,11	8,63	8,21	7,82	7,48	7,16	6,87
10,7%	9,81	9,27	8,79	8,35	7,96	7,61	7,28
10,2%	10,61	9,98	9,43	8,94	8,50	8,10	7,74
9,7%	11,52	10,80	10,16	9,60	9,10	8,65	8,24
9,2%	12,57	11,72	10,99	10,34	9,77	9,26	8,80
8,7%	13,79	12,79	11,93	11,19	10,53	9,94	9,42

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 2013-15F:

Fig. 7 – I peers

Company Name	EV/SALES			EV/EBITDA			EV EBIT			P/E		
	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F
Elanders AB	0,82	0,48	0,46	7,48	5,26	4,93	13,07	8,13	7,52	14,28	10,73	9,33
Service Point Solutions SA	0,65	0,67	0,65	15,10	9,48	7,45	nm	23,68	13,44	nm	nm	6,31
Cenveo Inc	0,78	0,70	0,70	8,09	7,36	6,62	13,19	10,92	9,76	nm	13,19	6,04
Transcontinental Inc.	0,67	0,74	0,73	4,08	4,44	4,36	5,84	6,57	6,39	7,02	8,03	7,87
Wellcom Group Ltd.	1,48	1,24	1,18	6,86	5,81	5,53	7,74	6,45	6,09	12,39	10,79	10,14
InnerWorkings Inc	0,52	0,48	0,43	18,54	11,19	8,14	53,36	22,69	14,51	nm	35,52	21,50
Media	0,82	0,72	0,69	10,02	7,26	6,17	18,64	13,07	9,62	11,23	15,65	10,20

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Infinancials.

Le stime dei peers si fermano al 2015F, esercizio in cui Gruppo Sanfaustino riteniamo non avrà ancora espresso completamente il proprio potenziale reddituale. L'equity value del Gruppo Sanfaustino calcolato con la metodologia relativa dei multipli risulta pari a €12,0 per azione.

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.

Fig. 8 – Definizione del range dei valori

L'Equity Value Medio per azione

Metodologia DCF	8,9
Metodologia Multipli	12,0

Media **10,5**

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Pertanto il nostro target price si incrementa a €10,5 (da €7.9) per azione.

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 table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
24/6/13	Buy	7,9	Medium	Initiating Coverage
10/9/13	Buy	7,9	Medium	1H13 results
14/11/13	Buy	7,9	Medium	9M13 results

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 INTEGRAE 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 INTEGRÆ 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) INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

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.

