

Poligrafica San Faustino

Equity Update

Target price: €10,2
Rating: BUY

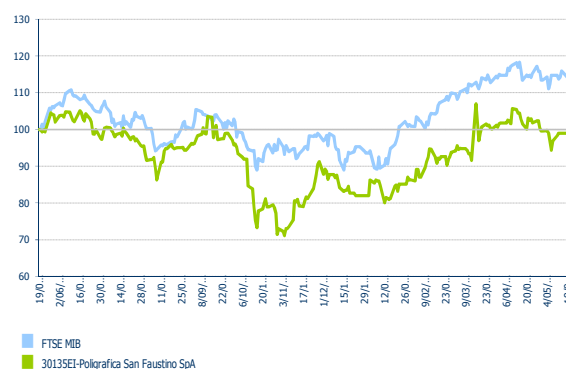
Year	Sales	EBITDA	Adj EPS	P/E	P/BV	EV/EBITDA	EV/EBIT
2013	39,47	0,94	n.m.	7,42	5,70	14,38	n.m.
2014	41,31	1,43	0,18	4,88	5,88	8,68	14,20
2015F	42,55	1,78	0,47	3,92	6,35	6,66	9,67
2016F	43,83	2,01	0,58	3,47	6,93	5,89	8,14

	Old	New
Rating	BUY	BUY
Risk Rating	Medium	Medium
Target (€)	10,9	10,2

Market Data (€)

Close Price (€)	6,99
Share Outstanding (m)	1,19
Market Cap. (€/m)	8,3
Market Float (%)	41,7
Avg daily Vol. (000s)	13,8
Past 12 Months	Max 8,49 Min 4,59

Performance	3 M	12 M
Absolute	2,0	0,1
Relative	1,0	-12,7



**GRUPPO
SANFAUSTINO**
PRINT&MULTICHANNEL COMMUNICATION

I risultati del 1Q15 sono sostanzialmente in linea con nostre stime. Invariate le stime per il 2015-16F. Nel 1Q15 il Gruppo Sanfaustino ha registrato un fatturato complessivo in crescita dell'1% YoY e pari a €10,6 mln (€10,5 mln nel 1Q14). L'Ebitda cresce invece di oltre il 300% YoY e raggiunge €0,5 mln (€0,1 mln nel 1Q14) e di conseguenza l'Ebitda margin cresce dall'1,15% al 4,7%. L'indebitamento finanziario netto è in flessione di €1,8 mln rispetto al 1Q14 e sostanzialmente in linea a quello del FY14 (€4,1 mln). La crescita della marginalità è dovuta all'incessante opera del management volta a razionalizzazione i costi del personale e dei servizi.

Invariate le stime 2014-15F. Alla fine del 2012 la capogruppo ha completato il processo di esternalizzazione della produzione dei processi più semplici e meno redditizi che hanno permesso, a partire dal FY13 e ancor più nel FY14, 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 risultati di questa strategia evidenziano la crescita dell'Ebitda margin negli ultimi due anni. Le nostre stime 2015-16F prevedono un graduale incremento della redditività lorda (Ebitda margin 4,2% e 4,6% per il 2015F e 2016F rispettivamente). Crediamo che a partire dal 2016F ed ancor più nel 2017-18F, la marginalità possa essere più robusta.

La valutazione: TP €10,2 (da €10,9), rating BUY e risk Medium (invariati). 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 2016F, esercizio in cui il 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

I risultati

Le stime 2015-16

Non modifichiamo le nostre stime per il biennio 2015-16. Nel 2015 la Capogruppo focalizzerà le proprie attività su progetti printing ad alto valore (label&packaging e supporti cartotecnici per promozioni, direct marketing) rispetto ai prodotti commodity legati al printing tradizionale.

Inoltre sarà attuata una strategia di sviluppo commerciale di progetti legati alla multicanalità frutto delle sinergie con le altre aziende del Gruppo. La strategia sarà inoltre volta a consolidare il nuovo posizionamento aziendale di Linkonline come una “global outsourcing company”, in particolare su alcuni top client, al fine di orientare la politica commerciale verso nuovi clienti e prospect.

Le maggiori attività di R&D saranno legate al potenziamento della piattaforma online di Linkonline dedicata al forecast degli ordini e dell’approvvigionamento, con l’obiettivo di fidelizzare la clientela e rafforzare il riconoscimento di Linkonline S.r.l. come specialist e leader di mercato nei servizi di approvvigionamento di materiale consumabile per la GDO. Per quanto riguarda Psfinteractive prevediamo un 2015 ancora improntato al consolidamento delle attività tradizionali, unito ad una maggiore spinta commerciale legata al comparto del digital advertising per le PMI. Inoltre continuerà l’attività legata al “canale scuole” con un’offerta legata alla digitalizzazione del sistema informativo e le comunicazioni scuola-famiglia.

Fig. 1 – Il conto economico

Data in €m	2012	2013	2.014	2015F	2016F
Sales	40,7	39,5	41,3	42,6	43,8
Other sales	0,4	1,0	0,5	0,4	0,3
Value of production	41,2	40,4	41,8	43,0	44,1
Cost of good sold	(22,8)	(22,3)	(23,7)	(24,4)	(25,1)
Services	(9,9)	(9,7)	(10,5)	(10,7)	(10,9)
Personnel costs	(6,6)	(4,5)	(3,9)	(4,0)	(4,1)
Other operating costs	(2,6)	(3,1)	(2,2)	(2,1)	(2,0)
EBITDA	(0,7)	0,9	1,4	1,8	2,0
<i>EBITDA margin%</i>	<i>-1,6%</i>	<i>2,4%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,6%</i>
Depreciations	(0,9)	(0,7)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
Write-off	(3,4)	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	(4,9)	0,3	0,9	1,2	1,5
<i>EBIT margin %</i>	<i>-12,1%</i>	<i>0,7%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,3%</i>
Net Financial Charges	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)
Pre-Tax Profit	(5,2)	0,0	0,6	0,9	1,2
Taxes	(0,4)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,5)
<i>tax-rate</i>	<i>6,8%</i>	<i>-1275,0%</i>	<i>-66,5%</i>	<i>40,0%</i>	<i>40,0%</i>
Minorities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Profit	(5,5)	(0,2)	0,2	0,6	0,7

Fonte: Bilanci Gruppo Sanfaustino e stime Integrae SIM

Fig. 2 – Lo stato patrimoniale

Data in €m	2012	2013	2014	2015F	2016F
Net Working Capital	6,0	5,2	3,8	3,8	3,9
% on sales	14,7%	12,9%	9,1%	9,0%	9,0%
Net Fixed Assets	9,0	8,6	8,3	10,5	10,7
NET INVESTMENTS	15,0	13,8	12,1	14,3	14,7
Pers Sev. and Tax Funds	(1,76)	(1,15)	(0,96)	(1,50)	(0,50)
NET CAPITAL EMPLOYED	13,3	12,6	11,1	12,8	14,2
SHAREHOLDERS EQUITY	7,1	6,8	7,0	7,6	8,3
MINORITIES	0,00	0,60	0,00	1,70	2,70
NET FINANCIAL POSITION	(6,2)	(5,2)	(4,1)	(3,5)	(3,2)
Cover	13,3	12,6	11,1	12,8	14,2

Fonte: Bilanci Gruppo Sanfaustino e stime Integrae SIM

Fig. 3 – Il cash flow statement

Data in €m	2012	2013	2014	2015F	2016F
N.F.P. at year beginning	(6,3)	(6,2)	(5,2)	(4,1)	(3,5)
Cash Flow	(4,7)	0,4	0,8	1,1	1,2
NWC Change	1,3	0,8	1,4	(0,0)	(0,1)
PSF and Tax F.Allocations	(0,1)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,5)
Operating Cash Flow	(3,5)	1,0	1,8	0,7	0,7
Capital Expenditures	(0,3)	(0,4)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Financial Investments	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Sale of Fixed Assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow	(3,8)	1,3	1,7	0,6	0,6
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	3,9	(0,3)	(0,6)	0,0	0,0
CHG IN NFP	0,1	1,0	1,1	0,6	0,3
N.F.P. at year end	(6,2)	(5,2)	(4,1)	(3,5)	(3,2)

Fonte: Bilanci Gruppo Sanfaustino e stime Integrae SIM

La valutazione

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	1,50%
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	1,61
Ke	16,65%
WACC	9,90%

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Sulla base dei nostri dati di input il valore di Gruppo Sanfaustino risulta pari a €12,36 mln, vale a dire €10,35 per azione.

Fig. 5 – Il modello DCF

Cash Flow	2015 F	2016 F	2017 F	2018 F	2019 F	TV
EBIT	1,23	1,29	1,35	1,42	1,49	
<i>Operating Taxes</i>	(0,49)	(0,52)	(0,54)	(0,57)	(0,60)	
NOPAT	0,74	0,77	0,81	0,85	0,89	
<i>Depreciations</i>	0,56	0,58	0,61	0,64	0,68	
Δ NWC	(0,03)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	0,0	
<i>Investments</i>	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	
FCFO	1,16	1,06	1,12	1,30	1,47	13,73
Discounted FCFO	1,16	1,06	1,12	1,30	1,47	10,34
FCFO actualized	6,11					
TV actualized DCF	10,34					
Enterprise Value	16,45					
PFN al 31 12 2013	(4,09)					
Equity Value	12,36					

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%
11,4%	10,01	9,57	9,17	8,81	8,48	8,18	7,91
10,9%	10,62	10,12	9,67	9,27	8,91	8,57	8,27
10,4%	11,32	10,74	10,24	9,78	9,37	9,00	8,67
9,9%	12,11	11,45	10,87	10,35	9,89	9,48	9,10
9,4%	13,02	12,25	11,58	10,99	10,47	10,01	9,59
8,9%	14,07	13,17	12,40	11,72	11,12	10,59	10,12
8,4%	15,31	14,24	13,33	12,55	11,86	11,25	10,72

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 2014-16F:

Fig. 7 – I peers

Company	EV/SALES			EV/EBITDA			EV EBIT			P/E		
	2014	2015F	2016F	2014	2015F	2016F	2014	2015F	2016F	2014	2015F	2016F
Elanders AB	0,58	0,49	0,48	7,39	5,13	4,76	12,34	7,53	7,10		7,89	7,04
RR Donnelley & Sons Co	0,63	0,57	0,56	5,85	5,51	5,51	9,45	8,85	8,68	12,64	12,00	10,99
Cenveo Inc	0,71	0,67	0,66	8,72	7,17	6,71	21,01	11,30	10,58	nm	26,98	8,17
Transcontinental Inc.	0,80	0,80	0,83	4,61	4,33	4,42	6,46	6,13	6,20	8,94	8,25	8,30
Wellcom Group Ltd.	1,85	1,76	1,68	9,05	8,47	8,04	10,39	9,63	9,05	15,60	14,51	13,65
Wellcom Group Ltd.	0,46	0,40	0,37	11,09	8,53	6,76	12,83	17,34	11,77	8,39	25,84	17,46
Media	0,84	0,78	0,77	7,78	6,52	6,03	12,08	10,13	8,90	11,39	15,91	10,94

Fonte: elaborazione Integræ SIM su dati Infiniti.

Le stime dei peers si fermano al 2016F, 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 dei multipli risulta pari a €10,1 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 target price

L'Equity Value Medio per azione	
Metodologia DCF	10,4
Metodologia Multipli	10,1
Media	10,2

Fonte: elaborazione Integræ SIM

Il nostro target price passa quindi da €10,9 a €10,2. Invariato il rating (Buy) e il rischio (medium).

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 Integræe SIM's current Head of Research, Associazione Italiana Analisti Finanziari – AIAF Board member, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV member, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists guild

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, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

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

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

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
24/3/14	Buy	10,5	Medium	FY13 Results
14/5/14	Buy	10,5	Medium	1Q14 Results
4/9/14	Buy	10,5	Medium	1H14 Results
17/3/15	Buy	10,9	Medium	FY14 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. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

Rating system (long term horizon: 12 months)

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 $\geq$ 7.5%	ETR $\geq$ 10%	ETR $\geq$ 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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).

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.



Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integræ SIM states that:

Integræ SIM S.p.A. pays or has paid in the past 12 months inside of the assignment of specialist, research services in favor of Polygraphic S.F. S.p.A.

Integræ SIM S.p.A. plays, or has played in the last 12 months, the role of specialist financial instruments issued by Poligrafica S.F. S.p.A.