

Poligrafica San Faustino

Equity Update

Target price: €7,60

Rating: BUY

Year	Sales	EBITDA	Adj EPS	P/E	P/BV	EV/EBITDA	EV/EBIT
2014	41,3	1,4	0,2	4,5	0,9	8,2	13,5
2015	39,6	1,1	0,1	82,3	0,9	9,8	20,2
2016	43,6	1,2	0,2	40,1	0,9	9,2	18,8
2017F	45,6	1,6	0,5	12,4	0,8	7,0	10,1
2018F	47,6	2,1	0,8	8,6	0,7	5,6	7,2

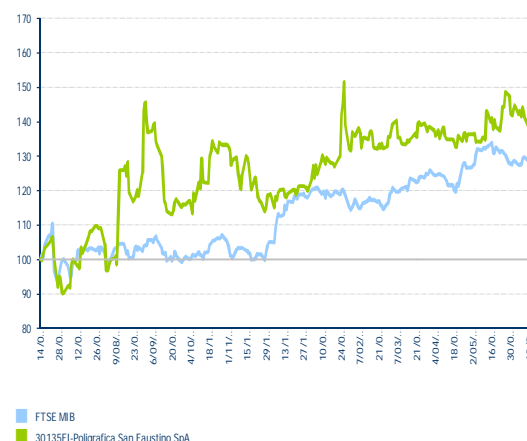
	Old	New
Rating	Buy	Buy
Risk Rating	Medium	Medium
Target (€)	7,40	7,60

Market Data (€)

Close Price (€)	6,57
Share Outstanding (m)	1,19
Market Cap. (€/m)	7,8
Market Float (%)	41,7
Avg daily Vol. (000s)	8,6
Past 12 Months	Max 7,2 Min 4,0

Performance

	3 M	12 M
Absolute	2,9	38,2
Relative	-3,7	10,5



GRUPPO
SANFAUSTINO
PRINT&MULTICHANNEL COMMUNICATION

I risultati del 1Q17 sono in grado di supportare le nostre stime per il FY17F. Il ricavi e l'Ebitda sono cresciuti del 13% YoY a €13 mln e del 56% a €1,1 mln rispettivamente. La graduale seppur minima ripresa del mercato, unita alla ristrutturazione aziendale, che ha portato tra l'altro alla dismissione di alcune linee produttive ritenute non più profittevoli e ad incisivi interventi di adeguamento sulle attività immateriali, ha consentito una beneficio netto di €0,25 mln sull'Ebitda a parità di tutte le altre condizioni. La maggiore dinamica della redditività rispetto al fatturato, ha consentito una crescita dell'Ebitda margin all'8,9% (era il 6,4% nel 1Q16). In crescita del 35% YoY a €1 mln le vendite sui mercati esteri.

Per effetto della positiva ripresa degli investimenti nel settore grafico tradizionale per €1,2 mln, la PFN risulta in funzionale crescita a €4,7 mln (era €3,5 mln nel 1Q16).

Invariate le stime 2017-19F, che prevedono un CAGR 2016-18F del fatturato del 4,7%, dell'Ebitda del 29% e dell'Ebit del 60%. Nel 2017F tutte le aree del gruppo dovrebbero contribuire ad incrementare la redditività. La crescita attesa del fatturato, indotta dalla crescita economica, unita all'ulteriore miglioramento del mix tra costi fissi e costi variabili, stimiamo possa condurre a raggiungere una redditività lorda sostenibile nell'intorno del 5%.

La valutazione: TP €7,6 (da €7,4) BUY rating 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. Per il calcolo del fair value complessivo abbiamo effettuato una media aritmetica semplice attribuendo lo stesso peso alle diverse metodologie. La crescita nel prezzo dei titoli dei comparables, ha portato ad una parallela crescita dei ratios utilizzati nella metodologia dei multipli. Motivo questo per il quale, a fronte di una invarianza delle stime, il TP cresce a €7,6 da €7,4 per azione della nostra nota dell'8 marzo 2017.

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

Fig. 1 – Il conto economico

Data in €m	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Sales	39,6	43,6	45,6	47,6	50,0
Other sales	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
Value of production	40,1	44,1	45,9	47,9	50,3
Cost of good sold	(23,0)	(26,6)	(27,4)	(28,3)	(29,6)
Inventories	(0,2)	0,6	0,4	0,3	0,2
Services	(9,9)	(10,7)	(11,2)	(11,7)	(12,2)
Personnel costs	(3,4)	(3,7)	(3,8)	(3,9)	(4,0)
Other operating costs	(2,4)	(2,4)	(2,3)	(2,3)	(2,3)
EBITDA	1,1	1,2	1,6	2,1	2,5
<i>EBITDA margin%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,6%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,9%</i>
Depreciations	(0,6)	(0,6)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
Write-off	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,5	0,6	1,1	1,6	2,0
<i>EBIT margin %</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,4%</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,9%</i>
Net Financial Charges	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Pre-Tax Profit	0,4	0,5	1,0	1,5	1,9
Taxes	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,6)	(0,7)
<i>tax-rate</i>	<i>-77,7%</i>	<i>-63,4%</i>	<i>-40,0%</i>	<i>-40,0%</i>	<i>-40,0%</i>
Minorities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Profit	0,1	0,2	0,6	0,9	1,1

Fonte: Bilanci Gruppo Sanfaustino e stime Integrae SIM

Fig. 2 – Lo stato patrimoniale

Data in €m	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Net Working Capital	3,5	3,3	3,4	3,5	3,6
% on sales	8,7%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%
Net Fixed Assets	7,7	7,9	8,8	9,6	10,4
NET INVESTMENTS	11,2	11,2	12,1	13,1	14,0
Pers Sev. and Tax Funds	(0,7)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
NET CAPITAL EMPLOYED	10,5	10,7	11,6	12,6	13,5
SHAREHOLDERS EQUITY	7,1	7,2	7,8	8,7	9,8
MINORITIES	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NET FINANCIAL POSITION	(3,4)	(3,5)	(3,8)	(3,9)	(3,7)
Cover	10,5	10,7	11,6	12,6	13,5

Fonte: Bilanci Gruppo Sanfaustino e stime Integrae SIM

Fig. 3 – Il cash flow statement

Data in €m	2015	2016	2017F	2018F	2019F
N.F.P. at year beginning	(4,1)	(3,4)	(3,5)	(3,8)	(3,9)
Cash Flow	0,7	0,8	1,1	1,4	1,6
NWC Change	0,3	0,2	(0,1)	(0,1)	(0,1)
PSF and Tax F.Allocations	(0,3)	(0,3)	(1,0)	(1,0)	(1,0)
Operating Cash Flow	0,7	0,7	0,0	0,2	0,5
Capital Expenditures	(0,3)	(0,8)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
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	0,4	(0,2)	(0,1)	0,1	0,4
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	0,4	0,0	(0,2)	(0,2)	(0,2)
CHG IN NFP	0,8	(0,2)	(0,3)	(0,1)	0,2
N.F.P. at year end	(3,4)	(3,5)	(3,8)	(3,9)	(3,7)

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 2019F, 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	1,00%
Market Premium	7,95%
Alfa	2,50%
Beta Unlevered	1,10
Tax Rate (Ires + IRAP)	31,40%
D/E	0,43
Beta Relevered	1,43
Ke	14,84%
WACC	11,40%

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Sulla base dei nostri dati di input il valore di Gruppo Sanfaustino risulta pari a €9,81 mln, vale a dire €8,22 per azione.

Fig. 5 – Il modello DCF

Cash Flow	2017 F	2018 F	2019 F	2020 F	TV
EBIT	1,11	1,58	1,95	2,05	
<i>Operating Taxes</i>	<i>(0,44)</i>	<i>(0,63)</i>	<i>(0,78)</i>	<i>(0,82)</i>	
NOPAT	0,66	0,95	1,17	1,23	
<i>Depreciations</i>	<i>0,50</i>	<i>0,47</i>	<i>0,50</i>	<i>0,53</i>	
<i>Δ NWC</i>	<i>(0,1)</i>	<i>(0,1)</i>	<i>(0,1)</i>	<i>(0,1)</i>	
<i>Investments</i>	<i>(0,10)</i>	<i>(0,10)</i>	<i>(0,10)</i>	<i>(0,10)</i>	
FCFO	0,99	1,21	1,45	1,56	12,51
Discounted FCFO	0,99	1,21	1,45	1,56	8,12
FCFO actualized	5,20				
TV actualized DCF	8,12				
Enterprise Value	13,33				
PFN 2016	(3,51)				
Equity Value	9,81				
Per azione	8,22				

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%
12,9%	9,39	9,04	8,72	8,42	8,15	7,90	7,67
12,4%	9,92	9,53	9,17	8,84	8,54	8,26	8,01
11,9%	10,52	10,07	9,67	9,30	8,97	8,66	8,38
11,4%	11,18	10,68	10,22	9,81	9,44	9,10	8,79
10,9%	11,93	11,36	10,84	10,38	9,96	9,58	9,24
10,4%	12,78	12,12	11,53	11,01	10,54	10,11	9,73
9,9%	13,75	12,98	12,31	11,71	11,18	10,70	10,27

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 2016-18F:

Fig. 7 – I peers

Company	EV/SALES			EV/EBITDA			EV EBIT			P/E		
	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F
Elanders AB	1,02	0,71	0,70	12,37	8,71	7,40	18,56	12,99	10,04	12,91	14,13	10,56
R.R. Donnelley & Sons Co	0,37	0,40	0,39	5,28	5,63	5,52	9,07	9,54	9,06	17,31	11,85	10,22
Cenveo Inc.	0,64	0,74	0,74	7,38	7,69	7,20	11,69	12,34	11,22	6,99	3,80	2,21
R.R. Donnelley & Sons Co	0,37	0,40	0,39	5,28	5,63	5,52	9,07	9,54	9,06	17,31	11,85	10,22
InnerWorkings Inc.	0,56	0,56	0,52	10,30	9,89	8,60	31,14	14,09	12,23	26,39	21,82	18,43
Communis plc	0,33	0,33	0,32	4,07	3,99	3,85	6,27	5,87	5,58	7,79	8,42	8,00
Media	0,55	0,52	0,51	8,12	7,51	6,85	15,91	11,70	10,32	16,18	12,69	10,33

Fonte: elaborazione Integræ SIM su dati Infinancials.

L'equity value del Gruppo Sanfaustino calcolato con la metodologia dei multipli risulta pari €8,4 mln, vale a dire €7,0 per azione.

La media dei due valori costituisce il nostro target price: €7,6 (€7,4 nella nostra nota dell'8 marzo 2017). Invariati il Buy rating e il risk 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 Integrae SIM's current Deputy Chairman and Head of Research, Board Member of AIAF - Associazione Italiana Analisti Finanziari, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV, 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
22/3/16	Buy	9,15	Medium	FY15 Results
23/5/16	Buy	9,15	Medium	1Q16 Results
16/9/16	Buy	9,15	Medium	1H16 Results
16/11/16	Buy	8,68	Medium	9M16 Results
8/3/17	Buy	7,40	Medium	FY16 Results

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

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. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). 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.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 16190 of 29.10.2007, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

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 Integrae SIM states that:

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

Integrae 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.

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae.