

Poligrafica San Faustino	Italy	Update
Rating: BUY	Target Price: Euro 6,9 (Prev. TP Euro 7,6)	Risk: Medium

Stock Performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-2,8%	-0,6%	-12,0%	-14,7%
vs FTSE Italia Star	-7,3%	-2,3%	-13,3%	-19,2%
vs FTSE All-Share	-7,5%	1,9%	-6,6%	-11,1%

Stock Data (del 13/03/2017)

Price €	6,16
Bloomberg Code	PSF IM
Market Cap (€m)	6,92
EV (€m)	11,88
Free Float	31,15%
Share Outstanding	1.123.483
52-week high	€ 7,89
52-week low	€ 5,72
Company Agenda	09/11/2018

Key Financials (€m)	2017A	2018F	2019E	2020E
Value of production	48,8	45,8	48,0	50,5
EBITDA	2,2	1,8	2,2	2,4
EBIT	1,4	1,1	1,5	1,6
Net Profit	1,3	1,0	1,4	1,6
EPS	1,20	0,92	1,20	1,43
EBITDA margin	4,6%	4,0%	4,5%	4,8%
EBIT margin	2,9%	2,5%	3,0%	3,2%
ROE	11,1%	7,8%	9,3%	10,0%
ROCE	10,9%	8,1%	10,5%	11,7%

Main Ratios	2017A	2018A	2019E	2020E
EV/EBITDA	5,3 x	6,5 x	5,5 x	4,9 x
EV/EBIT	8,3 x	10,5 x	8,2 x	7,4 x
P/E	5,1 x	6,7 x	5,1 x	4,3 x
NFP/EBITDA	1,6 x	2,7 x	2,4 x	1,7 x

I risultati del 1H18

I risultati del 1H18 sono inferiori a quelli del 1H17 che avevano beneficiato di alcune componenti straordinarie. Gli stessi riteniamo siano in grado di supportare le nostre stime per il FY18. Il fatturato complessivo del 1H18 è risultato stabile rispetto al 1H17. Sempre in crescita le vendite sui mercati esteri, che fanno registrare una performance del 19,6% YoY a €2,28 mln (9,2% delle vendite). Decisamente più bassa è risultata invece la redditività: L'Ebitda è sceso del 36,9% a €0,95 mln, mentre l'Ebit è sceso del 55,7% a €0,50 mln. Le ragioni della flessione sono diverse: la mancanza di proventi netti da alienazione (di cui aveva beneficiato il 1H17, unitamente alla maggiore incidenza delle altre componenti di costi operativi. Lo stesso effetto, amplificato dalla crescita degli ammortamenti, si ripercuote sull'Ebit, mentre sul risultato netto hanno pesato anche gli oneri finanziari connessi agli investimenti.

Le stime per il FY18-20F

Invariate le nostre stime per il periodo 2018, NEI 2019-20F ci aspettiamo una redditività in crescita dovuta al graduale spostamento dei ricavi verso un mix a maggiore valore aggiunto, oltre alla continuazione della crescita sui principali mercati esteri. Secondo il management nel 2018-20F continueranno gli sviluppi legati all'area Label&Packaging con l'esplorazione di nuove industries e il potenziamento commerciale del mercato interno ed europeo insieme a progetti legati all'area Direct Marketing e servizi iniziata nel secondo semestre del 2017. L'obiettivo è quello di crescere in un segmento dove la società ha un grande vantaggio competitivo. Continuerà inoltre lo sviluppo del mondo legato alla multicanalità, sinergico con le altre aziende del Gruppo.

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. L'equity value medio delle due valutazioni è di €6,9 per azione. Modifichiamo di conseguenza il nostro target price a €6,9 (da €7,6) per azione. Invariato il nostro BUY rating e risk medium.

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

1. Economics & Financials

Fig. 1 – Il conto economico

P&L (Data in € mln)	2015	2016	2017A	2018F	2019F	2020F
Sales	39,6	43,6	47,9	45,5	47,7	50,1
Other sales	0,5	0,5	0,9	0,3	0,3	0,4
Value of production	40,1	44,1	48,8	45,8	48,0	50,5
Cost of good sold	(23,0)	(26,6)	(28,8)	(27,0)	(28,3)	(29,7)
Inventories	(0,2)	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3
Services	(9,9)	(10,7)	(11,5)	(10,8)	(11,1)	(11,7)
Personnel costs	(3,4)	(3,7)	(4,4)	(4,2)	(4,4)	(4,6)
Other operating costs	(2,4)	(2,4)	(2,5)	(2,3)	(2,4)	(2,5)
EBITDA	1,1	1,2	2,2	1,8	2,2	2,4
<i>EBITDA margin%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,7%</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,8%</i>
Depreciations	(0,6)	(0,6)	(0,8)	(0,7)	(0,7)	(0,8)
Write-off	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,5	0,6	1,4	1,1	1,5	1,6
<i>EBIT margin %</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,3%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,2%</i>
Net Financial Charges	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	0,0
Pre-Tax Profit	0,4	0,5	1,3	1,0	1,4	1,6
Taxes	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,3)	(0,4)	(0,5)
<i>tax-rate</i>	<i>-77,7%</i>	<i>-65,8%</i>	<i>-32,8%</i>	<i>-33,0%</i>	<i>-33,0%</i>	<i>-33,0%</i>
Net Profit	0,1	0,2	0,9	0,7	0,9	1,1

Fonte: bilanci Gruppo San Faustino e Integrae SIM

Fig. 2 – Lo stato patrimoniale

A&L (Data in € mln)	2015	2016	2017A	2018F	2019F	2020F
Net Working Capital	3,7	3,7	4,8	5,6	5,2	5,2
<i>% on sales</i>	<i>9,3%</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,9%</i>	<i>12,2%</i>	<i>10,8%</i>	<i>10,3%</i>
Net Fixed Assets	7,7	7,9	9,3	9,5	9,9	10,2
<i>of which deferred tax credits</i>	<i>1,5</i>	<i>1,5</i>	<i>1,4</i>	<i>1,2</i>	<i>1,0</i>	<i>0,8</i>
NET INVESTMENTS	11,5	11,7	14,1	15,1	15,1	15,4
Pers Sev. and Tax Funds	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(1,0)	(1,2)
Deferred tax liabilities	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,4)
NET CAPITAL EMPLOYED	10,5	10,7	13,1	14,0	13,8	13,8
SHAREHOLDERS EQUITY	7,1	7,2	8,1	8,8	9,7	10,8
MINORITIES	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NET FINANCIAL POSITION	(3,4)	(3,5)	(5,0)	(5,2)	(4,1)	(3,0)
COVER	10,5	10,7	13,1	14,0	13,8	13,8

Fonte: bilanci Gruppo San Faustino e Integrae SIM

Fig. 3 – II cash flow

Cash Flow (Data in € mln)	2015	2016	2017A	2018F	2019F	2020F
N.F.P. at year beginning	(4,1)	(3,4)	(3,5)	(5,0)	(5,2)	(4,1)
Cash Flow	0,7	0,8	1,7	1,4	1,6	1,9
NWC Change	0,1	0,0	(1,1)	(0,8)	0,4	0,0
PSF and Tax F.Allocations	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,3)	(0,4)	(0,5)
Operating Cash Flow	0,7	0,5	0,2	0,3	1,6	1,3
Capital Expenditures	(0,3)	(1,1)	(2,9)	(0,5)	(0,4)	(0,4)
Financial Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sale of Fixed Assets	0,0	0,2	0,8	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow	0,4	(0,4)	(1,9)	(0,2)	1,2	0,9
Dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Change in Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Others	0,4	0,2	0,4	0,0	0,0	0,1
CHG IN NFP	0,8	(0,2)	(1,5)	(0,2)	1,2	1,0
N.F.P. at year end	(3,4)	(3,5)	(5,0)	(5,2)	(4,1)	(3,0)

Fonte: bilanci Gruppo San Faustino e Integræ SIM

2. I risultati del 1H18

I risultati del 1H18 sono inferiori a quelli del 1H17 che avevano beneficiato di alcune componenti straordinarie. Gli stessi riteniamo siano in grado di supportare le nostre stime per il FY18.

Il fatturato complessivo del 1H18 è risultato sostanzialmente stabile rispetto al 1H17. Sempre in crescita le vendite sui mercati esteri, che fanno registrare una performance del 19,6% YoY a €2,28 mln (9,2% delle vendite). Decisamente più bassa è risultata invece la redditività: L'Ebitda è sceso del 36,9% a €0,95 mln, mentre l'Ebit è sceso del 55,7% a €0,50 mln.

Le ragioni delle flessione sono diverse: la mancanza di proventi netti da alienazione (di cui aveva beneficiato lo stesso periodo dell'esercizio precedente) unitamente alla maggiore incidenza delle altre componenti di costi operativi. Lo stesso effetto, amplificato dalla crescita degli ammortamenti, si ripercuote sull'Ebit, mentre sul risultato netto hanno pesato anche gli oneri finanziari connessi agli investimenti.

La posizione finanziaria netta consolidata, pari a €4,82 mln, risulta in miglioramento rispetto a quella del FY17 (€4,96 mln).

Per gli esercizi 2019-20F ci aspettiamo una redditività in crescita dovuta al graduale spostamento dei ricavi verso un mix a maggiore valore aggiunto, oltre alla continuazione della crescita sui principali mercati esteri.

3. Le stime per il 2018-20F

Secondo il management nel 2018-20F continueranno gli sviluppi legati all'area Label&Packaging con l'esplorazione di nuove industries e il potenziamento commerciale del mercato interno ed europeo insieme a progetti legati all'area Direct Marketing e servizi iniziata nel secondo semestre del 2017. L'obiettivo è quello di crescere in un segmento dove la società ha un grande vantaggio competitivo: un mix di servizi digitali e produzione di supporti. In particolare grande focus sarà dato ad aziende che possono esprimere medi volumi, oltre ai tradizionali grandi player.

Continuerà inoltre lo sviluppo del mondo legato alla multicanalità, sinergico con le altre aziende del Gruppo. Sanfaustino Label S.r.l. ha chiuso l'esercizio 2017 con un incremento delle vendite del 26,3% (per tutto il 2018 continueranno gli investimenti in mezzi produttivi con l'obiettivo di consolidare la competitività del settore).

Per quanto riguarda Linkonline S.r.l., le attività più rilevanti per il 2018 saranno indirizzate ad attività commerciali e di marketing legate all'up e cross selling.

Nell'esercizio 2017 Psfinteractive ha registrato una crescita del 4,8% circa grazie alla focalizzazione sui servizi di web marketing. Nel 2018, così come nel 2017, Psfinteractive è stata riconosciuta come Google Partner certificata.

4. 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 2021F, 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. 5 – I dati di input

Calcolo del Wacc	
Risk Free Rate	1,00%
Market Premium	8,40%
Alfa	2,50%
Beta Unlevered	0,78
Tax Rate (Ires + IRAP)	27,90%
D/E	0,53
Beta Relevered	1,08
Ke	12,58%
WACC	9,20%

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Sulla base dei nostri dati di input il valore di Gruppo Sanfaustino risulta pari a €9,73 mln.

Fig. 6 – Il modello DCF

Cash Flow	2018 F	2019 F	2020 F	2021 F	TV
EBIT	1,13	1,45	1,52	1,61	
<i>Operating Taxes</i>	<i>(0,45)</i>	<i>(0,58)</i>	<i>(0,61)</i>	<i>(0,65)</i>	
NOPAT	0,68	0,87	0,91	0,97	
<i>Depreciations</i>	<i>0,70</i>	<i>0,70</i>	<i>0,80</i>	<i>0,80</i>	
<i>Δ NWC</i>	<i>(0,8)</i>	<i>0,4</i>	<i>(0,2)</i>	<i>0,4</i>	
<i>Investments</i>	<i>(0,50)</i>	<i>(0,40)</i>	<i>(0,40)</i>	<i>(0,30)</i>	
FCFO	0,12	1,57	1,11	1,87	14,24
Discounted FCFO	0,12	1,57	1,11	1,87	10,02
FCFO actualized	4,67				
TV actualized DCF	10,02				
Enterprise Value	14,69				
PFN 2017	(4,96)				
Equity Value	9,73				

Fonte: elaborazione Integrae SIM

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

Fig. 7 – Sensitivity analysis (WACC e LTG)

	WACC	LTG						
		2,50%	2,00%	1,50%	1,00%	0,50%	0,00%	-0,50%
10,7%		9,20	8,65	8,17	7,73	7,34	6,98	6,66
10,2%		10,00	9,37	8,82	8,32	7,88	7,48	7,11
9,7%		10,91	10,19	9,55	8,98	8,48	8,03	7,62
9,2%		11,97	11,12	10,38	9,73	9,15	8,64	8,18
8,7%		13,21	12,20	11,33	10,58	9,91	9,33	8,81
8,2%		14,66	13,46	12,43	11,55	10,78	10,10	9,51
7,7%		16,41	14,94	13,71	12,67	11,77	10,99	10,30

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 2018-21F:

Fig. 8 – I peers

Company	EV/EBITDA				EV EBIT				P/E			
	2018F	2019F	2020F	2021F	2018F	2019F	2020F	2021F	2018F	2019F	2020F	2021F
Solocal Group	5,0	4,1	3,7	3,5	n.m.	5,2	4,7	4,3	n.m.	5,2	4,7	4,3
De La Rue plc	6,8	6,4	6,3		9,2	8,6	8,6		9,2	8,6	8,6	
Valid Solucoes e Servicos de Seguranca em Meios de Pag	4,6	4,4	3,9	3,5	8,7	6,9			8,7	6,9		
RELX PLC	13,3	12,7	12,0		15,1	14,5	13,6		15,1	14,5	13,6	
China South Publishing & Media Group Co., Ltd	5,6	5,2	4,2		5,6	5,4	5,2		5,6	5,4	5,2	
Transcontinental Inc.	5,9	4,9	4,8		8,1	7,5	7,0		8,1	7,5	7,0	
Informa Plc	14,1	10,8	10,4	9,7	14,6	11,6	11,3	11,0	14,6	11,6	11,3	11,0
Media	7,9	6,9	6,5	5,6	10,2	8,5	8,4	7,6	10,2	8,5	8,4	7,6

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Infincials.

L'equity value del Gruppo Sanfaustino calcolato con la metodologia dei multipli risulta pari €9,08 mln; valore al quale abbiamo applicato uno sconto del 25% per tenere conto della minore capitalizzazione rispetto ai peers, raggiungendo quindi un valore di €6,8 mln.

La media dei due valori (€7,7 mln) costituisce il nostro target price: €6,9 (da €7,2). 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 analysts who have produced the following analyses hereby 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 them) as a result of the above opinions, or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Antonio Tognoli and Mattia Petracca. 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 INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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.

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

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
30/8/2017	Buy	9,2	Medium	1H17 Results
15/3/2018	Buy	11,6	Medium	FY17 Results
12/6/2018	Buy	7,6	Medium	1Q18 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. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. 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. 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 >= 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		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for evaluating 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 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 is 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.

On the Integrae SIM website you can find the archive of the last 12 months regarding 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 SIM.