

POLIGRAFICA SAN FAUSTINO	<i>Italy</i>	<i>FTSE Star Italia</i>	<i>Media</i>
Rating: BUY (unch.)	Target Price: 7,11 (prev. €6,08)	1Q19 Results	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	0,89%	-1,91%	-4,88%	-4,88%
to FTSE AIM Italia	-2,17%	-3,62%	-13,29%	2,55%
to FTSE STAR Italia	1,83%	-1,10%	-19,89%	1,91%
to FTSE All-Share	-2,35%	-1,21%	-20,74%	-2,15%
to EUROSTOXX	-1,42%	-5,59%	-22,05%	-7,05%
to MSCI World Index	-2,39%	-4,82%	-21,80%	-8,49%

Stock Data

Price	€ 5,65
Target price	€ 7,11
Upside/(Downside) potential	26%
Bloomberg Code	PSF IM EQUITY
Market Cap (€m)	6,3
EV (€m)	14,2
Free Float	31,15%
Share Outstanding	1.123.483
52-week high	€ 6,66
52-week low	€ 5,44
Average daily volumes (3m)	453

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Sales	47,8	49,3	50,7	52,3
EBITDA	1,9	2,4	2,4	2,6
EBIT	0,7	1,3	1,4	1,6
Net Profit	0,4	0,8	0,8	1,0
EPS (€)	0,39	0,69	0,75	0,86
EBITDA margin	3,9%	4,8%	4,7%	4,9%
EBIT margin	1,4%	2,5%	2,7%	3,0%

Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	7,6	6,1	5,9	5,6
EV/EBIT (x)	20,8	11,4	10,5	9,2
P/E (x)	14,4	8,2	7,6	6,5

Alessio Rocchi

+39 02 87208 765

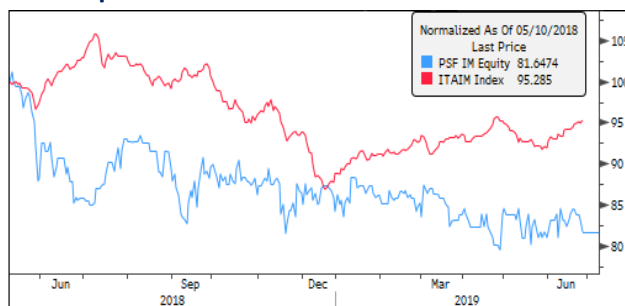
alessio.rocchi@integraesim.it

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1Q19 Results

I risultati del 1Q19 sono superiori rispetto a quelli del 1Q18 e in linea con le nostre stime. Il totale dei ricavi e altri proventi è cresciuto del 9,5% YoY a €13,7 mln per effetto soprattutto della performance del mercato Italiano. Più positiva la dinamica dei mercati esteri (+16.2% YoY) che rappresentano l'11% del totale del fatturato. L'Ebitda, non direttamente confrontabile con quello del 1Q18, è in crescita del 15,3% YoY a €0,98 mln, grazie soprattutto alla flessione del costo dei servizi (6,4% YoY). I maggiori ammortamenti, conseguenti agli investimenti effettuati nel 2H18, hanno pesato sull'Ebit che subisce una flessione del 20,6% YoY a €0,5 mln.

Estimates Update

Secondo il management nel periodo 2019-21F continueranno gli sviluppi legati alle attività commerciali dell'area Label&Packaging su prodotti speciali quali twin label, carta colla, etichette wine ad alto valore e multipagina promozionali. Inoltre proseguiranno le attività di sviluppo di progetti già intrapresi nel FY2017-18 legati all'area Direct Marketing e servizi edelle attività legate alla multicanalità, sinergico con le altre aziende del Gruppo. Invariate le nostre stime per il periodo 2019-2021F.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity del gruppo Sanfaustino sulla base della metodologia DCF e dei 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 e sulla comparazione di aziende "simili" quotate. L'equity value medio delle due valutazioni è di €8,0 mln (€5,7 mln nella nostra nota del 6/6 u.s.). Per effetto della crescita dei multipli medi dei comparables, **modifichiamo di conseguenza il nostro target price a €7,11 (da €6,08) per azione. Invariato il nostro BUY rating e risk medium.**

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics and Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Revenues	47,87	47,81	49,25	50,70	52,25
Other Revenues	0,94	0,54	0,30	0,40	0,45
Value of Production	48,81	48,34	49,55	51,10	52,70
COGS	28,23	28,90	29,50	30,00	31,00
Services	11,49	11,07	11,30	11,80	12,00
Employees	4,40	4,60	4,40	4,70	4,85
Other Variable Costs	2,47	1,89	2,00	2,20	2,30
EBITDA	2,23	1,89	2,35	2,40	2,55
<i>EBITDA Margin</i>	<i>4,7%</i>	<i>3,9%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,9%</i>
D&A	0,80	1,20	1,10	1,05	1,00
EBIT	1,42	0,68	1,25	1,35	1,55
<i>EBIT Margin</i>	<i>2,9%</i>	<i>1,4%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,6%</i>	<i>2,9%</i>
Financial Management	(0,08)	(0,13)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
EBT	1,35	0,55	1,15	1,25	1,45
Taxes	0,44	0,11	0,38	0,41	0,48
Group Income	0,91	0,44	0,77	0,84	0,97
Capitalised Costs	0,00	(0,02)	0,00	0,00	0,00
Net Income	0,91	0,42	0,77	0,84	0,97
BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Fixed Asset	9,29	12,48	12,00	11,75	11,60
Account receivable	16,95	16,65	17,30	17,80	18,20
Account payable	14,85	15,02	15,30	15,60	15,80
Inventories	3,17	3,36	3,40	3,50	3,50
Operating Working Capital	5,27	4,99	5,40	5,70	5,90
Other Receivable	0,95	1,43	1,50	1,55	1,60
Other Payable	1,37	1,46	1,55	1,60	1,60
Net Working Capital	4,84	4,96	5,35	5,65	5,90
Severance Indemnities & Other Provision	1,03	1,10	1,05	1,10	1,15
NET INVESTED CAPITAL	13,09	16,34	16,30	16,30	16,35
Share Capital	6,16	6,16	6,16	6,16	6,16
Reserves	0,44	0,34	2,29	3,06	3,90
Reteined Profits	1,53	1,95	0,77	0,84	0,97
Equity	8,13	8,46	9,23	10,06	11,04
Cash and Cash Equivalent	5,84	5,85	6,93	8,16	9,49
Short-Term Debt	5,38	6,83	7,00	7,20	7,40
Medium-Long-Term Financial Debt	5,42	6,91	7,00	7,20	7,40
Net Financial Position	4,96	7,89	7,07	6,24	5,31
TOTAL SOURCES	13,09	16,34	16,30	16,30	16,35
CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	
EBIT	0,68	1,25	1,35	1,55	
Taxes	0,11	0,38	0,41	0,48	
NOPAT	0,57	0,87	0,94	1,07	
D&A	1,20	1,10	1,05	1,00	
Change in receivable	0,30	(0,65)	(0,50)	(0,40)	
Change in payable	0,17	0,28	0,30	0,20	
Change in inventories	0,19	(0,04)	(0,10)	0,00	
Other Changes	(0,39)	0,02	0,00	(0,05)	
CHANGE IN NWC	0,28	(0,39)	(0,30)	(0,25)	
Change in Provisions	0,06	(0,05)	0,05	0,05	
OPERATING CASH FLOW	2,12	(0,44)	(0,25)	(0,20)	
Investments	(4,40)	(0,62)	(0,80)	(0,85)	
FREE CASH FLOW FROM OPERATIONS (FCFO)	(2,28)	0,91	0,94	1,02	
Financial Management	(0,13)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	
Change in Financial Debt	2,94	0,26	0,40	0,40	
Change in Share Capital	0,00	0,00	0,00	0,00	
Change in Reserves & Reteined Profits	(0,10)	0,00	0,00	0,00	
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	(0,01)	1,08	1,24	1,32	

Source: Poligrafica San Faustino

1 1Q19 Results

I risultati del 1Q19 sono superiori rispetto a quelli del 1Q18 e in linea con le nostre stime. Il totale dei ricavi e altri proventi è cresciuto del 9,5% YoY a 13,7 mln per effetto soprattutto della performance del mercato Italiano. Più positiva la performance dei mercati esteri (+16.2% YoY) che rappresentano l'11% del totale del fatturato.

L'Ebitda è risultato in crescita del 15,3% YoY a €0,98 mln, grazie soprattutto alla flessione del costo dei servizi (6,4% YoY) che consente un contenimento della crescita dei costi complessivi (+9,1%). L'Ebitda margin cresce dal 6,9% al 7,2%. I maggiori ammortamenti conseguenti agli investimenti effettuati nel 2H18 (da €0,22 mln del 1H18 a €0,48 mln del 1H19) hanno pesato sull'Ebit, che subisce una flessione del 20,6% YoY a €0,5 mln. Di conseguenza, l'Ebit margin si riduce al 3,7% (dal 5% del 1H18).

I dati di Ebitda ed Ebit non possono essere esattamente comparati con quelli del 1H18 in quanto l'applicazione del nuovo IFRS 16 ha comportato la mancata iscrizione di canoni di locazione operativa per €0,07 mln e maggiori ammortamenti sul valore d'uso per €0,07 mln, con oneri finanziari assolutamente irrilevanti.

La Posizione Finanziaria Netta risulta in crescita rispetto a €8,23 mln (€7,89 mln al 31 dicembre 2018) e include debiti verso società di leasing pari ad €3,62 mln (di cui €2,54 mln a medio-lungo termine) e debiti residui sul valore d'uso per €0,60 mln (di cui €0,37 mln a medio lungo termine). Tenuto conto degli effetti derivanti dall'applicazione dell'IFRS 16 che hanno comportato l'iscrizione di €0,60 mln di debiti residui sul valore d'uso, per una esatta comparazione con quanto indicato al 31 dicembre 2018, la PFN risulterebbe migliorata di €0,26 mln.

Gli investimenti, sostanzialmente completati alla fine del 2018, risultano pari a €0,06 mln.

1.1 Estimates FY19E – FY21E

Secondo il management nel periodo 2019-21F continueranno gli sviluppi legati alle attività commerciali dell'area Label&Packaging su prodotti speciali quali twin label, carta colla, etichette wine ad alto valore e multipagina promozionali. Per il resto del Gruppo il focus è quello di valorizzare le sinergie tra il mondo print e digital per politiche di carattere multicanale.

Inoltre proseguiranno le attività di sviluppo di progetti già intrapresi nel FY2017-18 legati all'area Direct Marketing e servizi, con il target di crescere in un segmento dove la società ha un grande vantaggio competitivo: un mix di servizi digitali e produzione di supporti, con particolare attenzione 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 2018 con un incremento delle vendite del 3,2% e realizzato investimenti in mezzi produttivi con l'obiettivo di consolidare la competitività del settore.

Invariate le nostre stime per il periodo 2019-2021E.

1.2 L'operazione Psfinteractive Srl

Il CdA del 24 maggio scorso ha approvato la fusione per incorporazione di Psfinteractive Srl (controllata al 100%) in Poligrafica San Faustino. Lo scopo principale dell'operazione è concentrare in Poligrafica S. Faustino S.p.A. le attività della Psfinteractive S.r.l. al fine di realizzare una semplificazione delle attività amministrative e gestionali con significative riduzioni di costi. L'incorporazione è inoltre finalizzata all'ottenimento di una maggiore efficienza dei processi produttivi e di risparmi di costi amministrativi anche grazie a una riduzione dei livelli decisionali e alle sinergie operative riguardanti l'eliminazione delle transazioni infragruppo non più necessarie.

Trattandosi di fusione per incorporazione di società interamente posseduta, non si rende necessaria la predisposizione della relazione degli Amministratori prevista dall'art. 2501-quinquies del Codice Civile, né la relazione degli esperti prevista dall'art. 2501-sexies del Codice Civile.

Gli effetti contabili decorreranno dal 1° gennaio dell'anno in corso alla data delle ultime iscrizioni previste dall'art. 2504 del Codice Civile e, dalla stessa data, decorreranno gli effetti fiscali ai fini delle imposte sui redditi.

Non venendo deliberato alcun aumento di capitale sociale della Società incorporante, non verranno conseguentemente emesse nuove azioni per le quali risulta necessario determinare la data di decorrenza della partecipazione agli utili.

2 La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity del gruppo Sanfaustino sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

1.1 DCF Method

Table 2 – WACC

WACC		7,38%
Risk Free Rate	2,00% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,83
D/E (average)	81,82% Beta Relevered	1,31
Ke	11,94% Kd	2,50%

Fonte: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,38%

Table 3 – DCF Valuation

DCF Equity Value		7,9
FCFO actualized	2,7	17%
TV actualized DCF	13,1	83%
Enterprise Value	15,8	100%
NFP (FY18A)	7,9	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un **equity value di €7,9 mln.**

Table 4 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		5,9%	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%
Growth rate (g)	2,5%	20,5	16,9	14,2	12,0	10,2	8,7	7,4
	2,0%	17,2	14,4	12,2	10,4	8,9	7,6	6,5
	1,5%	14,7	12,4	10,6	9,0	7,8	6,7	5,7
	1,0%	12,6	10,8	9,2	7,9	6,8	5,9	5,0
	0,5%	11,0	9,4	8,1	7,0	6,0	5,2	4,4
	0,0%	9,6	8,3	7,1	6,2	5,3	4,5	3,9
	-0,5%	8,5	7,3	6,3	5,4	4,7	4,0	3,4

Fonte: Integrae SIM

1.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore del Gruppo SanFaustino, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

Table 5 – Market Multiples

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
Solocal Group	nm	5,0	4,2	3,9	nm	7,8	5,8	5,1	nm	11,9	6,8	5,5
De La Rue plc	5,2	5,8	6,3	6,0	7,0	8,0	9,2	8,2	6,6	8,6	9,6	8,8
Valid Solucoes e Servicos de Seguranca em Meios de Pag	5,5	5,1	4,7		8,2	7,1			12,8	8,6	8,9	
RELX PLC	16,8	15,6	14,8	14,0	18,9	17,7	16,8	16,0	23,1	21,1	19,6	18,5
China South Publishing & Media Group Co., Ltd	8,0	7,4	6,7	6,0	8,7	8,0	7,1	6,4	18,1	16,4	15,6	12,8
Transcontinental Inc.	5,5	5,3	5,1	5,0	8,6	8,7	7,9	8,2	5,1	6,0	5,7	5,3
Informa Plc	16,6	13,1	12,6	11,7	17,9	14,3	13,8	13,0	16,7	16,1	15,2	14,1
Average	9,6	8,2	7,8	7,8	11,6	10,2	10,1	9,5	13,7	12,7	11,6	10,8

Source: Infinaicals

Tavola 6 – Market Multiples Valuation

€/mln	2019E	2020E	2021E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	16,3	18,7	19,8
EV/EBIT	11,2	13,6	12,7
P/E	9,8	9,7	10,5
Equity Value			
EV/EBITDA	9,2	12,5	14,5
EV/EBIT	4,2	7,4	7,4
P/E	9,8	9,7	10,5
Equity Value post 15% discount			
EV/EBITDA	7,9	10,6	12,3
EV/EBIT	3,6	6,3	6,3
P/E	8,3	8,3	8,9
Average	6,6	8,4	9,2

Fonte: Integrae SIM

L'equity value di Poligrafica SanFaustino, utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E, risulta essere pari a circa €9,5 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 15% in modo da includere nel prezzo la minore liquidità rispetto alle società incluse nel panel oltre ad una minore capitalizzazione; pertanto l'equity value netto risulta pari a €8,0 mln (€5,7 mln nella nostra precedente nota del 6 giugno 2019).

1.3 Equity Value

Table 7 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	8,0
Equity Value DCF (€/mln)	7,9
Equity Value multiples (€/mln)	8,0
Target Price (€)	7,11

Fontee: Integrae SIM

Grazie in particolare alla crescita dei multipli medi del settore, l'equity value medio risulta pari a €8,0 mln. Il target price è quindi di € 7,11 (prev. €6,08). Confermiamo rating BUY e 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: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

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	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
24/09/2018	6,16	Buy	6,90	Medium	1H18 Results
12/06/2018	6,12	Buy	7,60	Medium	1Q18 Results
24/09/2018	6,16	Buy	6,90	Medium	9M18 Results
06/06/2019	5,75	Buy	6,08	Medium	FY18 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

Equity Total Return (ETR) for different risk 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 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. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Poligrafica San Faustino.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Poligrafica San Faustino..

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.