

Production date: 5 settembre 2019 - 18:00 CET

Sending date: 6 settembre 2019 - 7:00 CET

Poligrafica San Faustino Italy

Update

Rating: BUY

Target Price: Euro 7,11 (Inv.)

Risk: Medium

Stock Performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	0,0%	-1,7%	-5,8%	-6,1%
vs FTSE Italia Star	-0,3%	0,2%	-3,8%	1,5%
vs FTSE All-Share	-4,7%	-9,4%	-10,1%	-10,5%

Stock Data (del 13/03/2017)

Price €	5,65
Bloomberg Code	PSF IM
Market Cap (€m)	6,35
EV (€m)	14,24
Free Float	31,15%
Share Outstanding	1.123.483
52-week high	€ 6,50
52-week low	€ 5,05
Company Agenda	10/11/2019

Key Financials (€m)	2018A	2019F	2020E	2021E
Sales	47,8	49,3	50,7	52,3
EBITDA	1,9	2,3	2,4	2,6
EBIT	0,7	1,2	1,4	1,6
Net Profit	0,4	0,8	0,8	1,0
EPS	0,38	0,69	0,75	0,87
EBITDA margin	3,9%	4,8%	4,7%	4,9%
EBIT margin	1,4%	2,5%	2,7%	3,0%
ROE	11,1%	5,0%	8,4%	8,3%
ROCE	10,9%	4,2%	7,7%	8,3%

Main Ratios	2018A	2019F	2020E	2021E
EV/EBITDA	7,6 x	6,1 x	5,9 x	5,6 x
EV/EBIT	20,8 x	11,4 x	10,5 x	9,2 x
P/E	15,0 x	8,2 x	7,6 x	6,5 x
NFP/EBITDA	4,2 x	3,0 x	2,6 x	2,1 x

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

I risultati del 1H19

I risultati del 1H19 sono superiori rispetto a quelli del 1H18 e in linea con le nostre stime. I ricavi sono cresciuti del 9,4% YoY a 27 mln per effetto soprattutto della performance del mercato Italiano. Più positiva la performance dei mercati esteri (+10,9% YoY) che rappresentano il 9,2% del totale del fatturato. L'Ebitda è risultato in crescita del 85,5% YoY a €1,77 mln, grazie soprattutto alla flessione del costo dei servizi (-4,9% YoY) che consentono un contenimento della crescita dei costi complessi (+6,3%). Nonostante i maggiori ammortamenti (da €0,45 mln a €0,96 mln del 1H19) conseguenti soprattutto agli investimenti effettuati nel FY18, l'Ebit cresce del 63% YoY a €0,82 mln. In crescita quindi sia l'Ebitda margin al 6,5% (dal 3,8%), sia l'Ebit margin al 3,0% (dal 2,0% del 1H18).

Le stime per il FY19-21F

Invariate le nostre stime per FY19E. Secondo il management, nel 2019-21F continueranno gli sviluppi di progetti legati al mondo Label&Packaging (Sanfaustino Label) e Link Online: nuovi impianti produttivi e introduzione di nuovi servizi legati all'efficientamento dei sistemi di fornitura. Continua inoltre, lato Poligrafica Sanfaustino, lo sviluppo della multicanalità, sinergico con le altre aziende del Gruppo. Sanfaustino Label S.r.l. ha chiuso il 1H19 con un incremento delle vendite del 12,8% a €18,1 mln.

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 €7,11 per azione. Invariati di conseguenza il nostro target price (€7,11) BUY rating e rischio medium.

1. Economics & Financials

P&L (Data in € mln)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Sales	47,87	47,81	49,25	50,70	52,25
Other sales	0,94	0,54	0,30	0,40	0,40
Value of production	48,81	48,34	49,55	51,10	52,65
Cost of good sold	(28,79)	(29,09)	(29,63)	(30,58)	(31,52)
Inventories	0,56	0,19	0,20	0,20	0,21
Services	(11,49)	(11,07)	(11,11)	(11,46)	(11,75)
Personnel costs	(4,40)	(4,60)	(4,72)	(4,86)	(4,99)
Other operating costs	(2,47)	(1,89)	(1,94)	(2,00)	(2,05)
EBITDA	2,23	1,89	2,35	2,40	2,55
<i>EBITDA margin%</i>	<i>0,05</i>	<i>0,04</i>	<i>0,05</i>	<i>0,05</i>	<i>0,05</i>
Depreciations	(0,80)	(1,20)	(1,10)	(1,05)	(1,00)
Write-off	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	1,42	0,68	1,25	1,35	1,55
<i>EBIT margin %</i>	<i>0,03</i>	<i>0,01</i>	<i>0,03</i>	<i>0,03</i>	<i>0,03</i>
Net Financial Charges	(0,08)	(0,13)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Pre-Tax Profit	1,35	0,55	1,15	1,25	1,45
Taxes	(0,44)	(0,11)	(0,38)	(0,41)	(0,48)
<i>tax-rate</i>	<i>(0,33)</i>	<i>(0,20)</i>	<i>(0,33)</i>	<i>(0,33)</i>	<i>(0,33)</i>
<i>Cost due to Equity Increase/Decrease</i>	<i>0,00</i>	<i>(0,02)</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Net Profit	0,91	0,42	0,77	0,84	0,97

A&L (Data in € mln)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Net Working Capital	4,84	4,97	5,35	5,65	5,90
% on sales	0,10	0,10	0,11	0,11	0,11
Net Fixed Assets	9,29	12,48	12,29	12,05	11,76
<i>of which deferred tax credits</i>	1,38	1,20	1,00	0,80	0,70
NET INVESTMENTS	14,13	17,45	17,64	17,70	17,66
Pers Sev. and Tax Funds	(0,79)	(0,86)	(1,06)	(1,01)	(0,93)
Deferred tax liabilities	(0,24)	(0,24)	(0,30)	(0,40)	(0,40)
NET CAPITAL EMPLOYED	13,09	16,35	16,28	16,29	16,33
SHAREHOLDERS EQUITY	8,13	8,46	9,23	10,06	11,04
MINORITIES	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
NET FINANCIAL POSITION	(4,96)	(7,89)	(7,05)	(6,22)	(5,29)
COVER	13,09	16,35	16,28	16,29	16,33

Cash Flow (Data in € mln)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
N.F.P. at year beginning	(3,51)	(4,96)	(7,87)	(7,05)	(6,22)
Cash Flow	1,71	1,63	1,87	1,89	1,97
NWC Change	(1,10)	(0,13)	(0,38)	(0,30)	(0,25)
PSF and Tax F.Allocations	(0,44)	(0,11)	(0,38)	(0,41)	(0,48)
Operating Cash Flow	0,17	1,39	1,11	1,18	1,24
Capital Expenditures	(2,56)	(4,25)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Financial Investments	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sale of Fixed Assets	0,81	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash Flow	(1,59)	(2,86)	1,01	1,08	1,14
Dividends	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in Equity	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Others	0,14	(0,05)	(0,19)	(0,25)	(0,21)
CHG IN NFP	(1,45)	(2,91)	0,82	0,83	0,93
N.F.P. at year end	(4,96)	(7,87)	(7,05)	(6,22)	(5,29)

Fonte: PSF e stime Integrale SIM

2. I risultati del 1H19

I risultati del 1H19 sono superiori rispetto a quelli del 1H18 e in linea con le nostre stime. Il totale dei ricavi e altri proventi è cresciuto del 9,4% YoY a 27 mln per effetto soprattutto della performance del mercato Italiano. Più positiva la performance dei mercati esteri (+10,9% YoY) che rappresentano il 9,2% del totale del fatturato.

L'Ebitda è risultato in crescita del 85,5% YoY a €1,77 mln, grazie soprattutto alla flessione del costo dei servizi (-4,9% YoY) che consentono un contenimento della crescita dei costi complessi (+6,3%). Nonostante i maggiori ammortamenti (da €0,45 mln del 1H18 a €0,96 mln del 1H19) conseguenti soprattutto agli investimenti effettuati nel FY18, l'Ebit, cresce del 63% YoY a €0,82 mln. Di conseguenza l'Ebitda margin cresce al 6,5% (dal 3,8% del 1H18), mentre l'Ebit margin cresce al 3,0% (dal 2,0% 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 €0,14 mln e maggiori ammortamenti sul valore d'uso per €0,14 mln, con oneri finanziari assolutamente irrilevanti.

La Posizione Finanziaria Netta risulta sostanzialmente stabile rispetto al 1Q19 e pari a €8,26 mln (€8,23 mln al 31 marzo 2019). Gli investimenti, sostanzialmente completati alla fine del 2018, hanno riguardato le attrezzature e l'hardware per la gestione dei dati produttivi, commerciali e amministrativi e sono di importo irrilevante.

3. Le stime per il 2019-21F

Invariate le nostre stime per FY19E. Secondo il management, nel 2019-21F continueranno gli sviluppi di progetti legati al mondo Label&Packaging (Sanfaustino Label) e Link Online: nuovi impianti produttivi e introduzione di nuovi servizi legati all'efficentamento dei sistemi di fornitura. Continua inoltre, lato Poligrafica Sanfaustino, lo sviluppo della multicanalità, sinergico con le altre aziende del Gruppo. Sanfaustino Label S.r.l. ha chiuso il 1H19 con un incremento delle vendite del 12,8% a €18,1 mln.

Per quanto riguarda Linkonline S.r.l., che ha chiuso il 1H19 con ricavi in crescita del 14,2% a €8,1 mln, le attività più rilevanti per il 2019 saranno indirizzate ad attività commerciali e di marketing legate all'up e cross selling, con particolare focalizzazione sul mondo della GDO.

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 il 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. 1 – I dati di input

Calcolo del Wacc	
Risk Free Rate	1,00%
Market Premium	8,40%
Alfa	2,50%
Beta Unlevered	0,80
Tax Rate (Ires + IRAP)	27,90%
D/E	0,53
Beta Relevered	1,11
Ke	12,81%
WACC	9,35%

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Sulla base dei nostri dati di input il valore di Gruppo Sanfaustino risulta pari a €9,49 mln.

Fig. 2 – 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>	(0,45)	(0,58)	(0,61)	(0,65)	
NOPAT	0,68	0,87	0,91	0,97	
<i>Depreciations</i>	0,70	0,70	0,80	0,80	
ΔNWC	(0,8)	0,4	(0,2)	0,4	
<i>Investments</i>	(0,50)	(0,40)	(0,40)	(0,30)	
FCFO	0,12	1,57	1,11	1,87	13,99
Discounted FCFO	0,12	1,57	1,11	1,87	9,78
FCFO actualized	4,67				
TV actualized DCF	9,78				
Enterprise Value	14,45				
PFN 2017	(4,96)				
Equity Value	9,49				

Fonte: elaborazione Integrale SIM

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

Fig. 3 – Sensitivity analysis (WACC e LTG)

	LTG							
	2,50%	2,00%	1,50%	1,00%	0,50%	0,00%	-0,50%	
WACC	10,9%	8,98	8,45	7,98	7,56	7,19	6,84	6,53
	10,4%	9,74	9,14	8,61	8,14	7,71	7,32	6,97
	9,9%	10,62	9,93	9,32	8,77	8,29	7,85	7,46
	9,4%	11,64	10,82	10,12	9,49	8,94	8,45	8,00
	8,9%	12,81	11,86	11,03	10,31	9,67	9,11	8,61
	8,4%	14,20	13,06	12,08	11,24	10,51	9,86	9,29
	7,9%	15,84	14,47	13,30	12,31	11,46	10,71	10,05

Fonte: elaborazione Integrale 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 2019-21E:

Fig. 4 – I peers

Company	EV/Ebitda			EV/Ebit			P/E		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Toppan Printing Co., Ltd.	5,8	5,9	5,8	11,8	11,2	10,8	15,5	14,7	14,2
TEGNA Inc.	7,7	5,7	7,1	8,9	6,3	8,1	8,1	5,1	7,0
Solocal Group	4,5	4,0	3,8	5,3	4,7	4,3	10,8	6,5	6,0
De La Rue plc	4,7	5,1	4,8	6,5	7,4	6,6	6,0	6,7	6,2
Valid Solucoes e Servicos de Seguranc em Meios de Pag	4,5	4,2	4,1	7,9	6,8	6,7	8,0	6,6	5,6
RELX PLC	15,8	14,8	14,0	18,0	17,0	16,3	21,6	19,9	18,7
PMP Limited	2,1	1,9		9,7	9,7		17,7	6,6	
Zenrin Co., Ltd.	7,3	7,2	7,2	15,8	14,8	14,3	22,9	21,4	20,7
China South Publishing & Media Group Co., Ltd	7,8	6,8	6,2	7,9	7,1	6,7	16,5	14,8	12,8
Transcontinental Inc.	5,3	5,2	5,1	8,7	8,0	8,4	6,3	6,0	5,7
Informa Plc	13,7	13,1	12,2	15,0	14,5	13,6	17,2	16,1	14,9
Average	7,2	6,7	7,0	10,5	9,8	9,6	13,7	11,3	11,2

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Infinancials.

L'equity value del Gruppo Sanfaustino calcolato con la metodologia dei multipli risulta pari €10,4 mln; valore al quale abbiamo applicato uno sconto del 25% per tenere conto della minore capitalizzazione rispetto ai peers, raggiungendo quindi un valore di €7,8 mln.

La media dei due valori (€8,12 mln) costituisce il nostro target price: €7,11 (invariato). Invariati anche 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 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 Integrae SIM Board Member and Head of Research, Board Member of AIAF - Associazione Italiana per l'Analisi Finanziaria, 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	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
25/6/2019	5,65	Buy	7,11	Medium	1Q19 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 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) Integrale 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 Integrale SIM states that:

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