

<b>LONGINO &amp; CARDENAL</b>	<i>Italy</i>	<i>Euronext Growth Milan</i>	<i>Food Services</i>
<b>Rating: BUY</b> (Unch.)	<b>Target Price: € 4,30</b>	(prev. 4,45)	<b>Update</b>
			<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	14,19%	-6,84%	-6,35%	11,32%
to FTSE Italia Growth	4,42%	2,44%	-2,43%	-8,81%
to Euronext STAR Milan	6,98%	8,12%	2,59%	4,28%
to FTSE All-Share	3,89%	4,92%	-1,34%	12,47%
to EUROSTOXX	5,30%	4,72%	-1,67%	14,99%
to MSCI World Index	6,04%	-2,60%	-7,46%	5,30%

Stock Data	
Price	€ 3,54
Target price	€ 4,30
Upside/(Downside) potential	21,5%
Bloomberg Code	LON IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 22,13
EV (€m)	€ 25,65
Free Float	22,00%
Share Outstanding	6.250.000
52-week high	€ 4,98
52-week low	€ 3,00
Average daily volumes (3m)	1.160

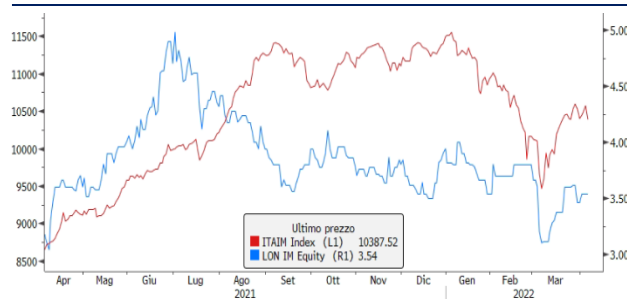
Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Sales	26,3	32,0	36,5	41,0
EBITDA Adj.	-0,4	0,8	2,0	2,7
EBIT	-1,2	0,0	0,9	1,7
Net Profit	-0,9	0,0	0,7	1,2
EPS (€)	-0,14	0,00	0,11	0,19
EBITDA Adj. margin	-1,7%	2,5%	5,3%	6,7%
EBIT margin	-4,4%	0,0%	2,6%	4,0%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA Adj. (x)	N/A	32,1	13,2	9,3
EV/EBIT (x)	N/A	N/A	27,0	15,5
P/E (x)	N/A	N/A	31,6	18,4

**Mattia Petracca** [mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)

**Alessandro Colombo** [alessandro.colombo@integraesim.it](mailto:alessandro.colombo@integraesim.it)

### Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### FY21A Results

I ricavi si attestano a € 26,29 mln, rispetto a un valore pari a € 19,29 mln registrato a fine 2020 e a € 24,00 mln stimati nel nostro precedente report. L'EBITDA Adjusted, pari a € - 0,45 mln, rispetto a € - 0,82 mln dell'esercizio precedente e € - 0,55 mln atteso. L'EBITDA Margin Adjusted risulta pari a - 1,7%, rispetto a -4,2% del 2020 e - 2,1% stimato. L'EBIT è pari a € - 1,15 mln (€ - 1,72 mln nel 2020) dopo ammortamenti e svalutazioni adjusted pari a € 0,71 mln. L'Utile Netto si attesta a € - 0,90 mln (€ - 1,76 mln nel 2020) rispetto a € - 1,40 mln delle nostre precedenti stime. La NFP passa da € 0,24 mln a € 3,53 mln.

### Estimates Update

Modifichiamo parzialmente le nostre precedenti stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, ci aspettiamo ricavi 2022E pari a € 32,0 mln ed un EBITDA Adj. pari a € 0,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 2,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 50,0 mln (CAGR 21A-25E: 17,44%) nel 2025E, con EBITDA Adj. pari a € 3,80 mln (corrispondente ad un EBITDA Adj. margin del 7,6%), in crescita rispetto a € - 0,45 mln del 2021A (corrispondente ad un EBITDA Adj. margin pari a - 1,7%).

### Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di L&C sulla base della metodologia DCF. A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,93%. Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un equity value di € 26,9 mln. Il target price è quindi di € 4,30 (prev. € 4,45), rating BUY e rischio MEDIUM.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	19,29	26,29	32,00	36,50	41,00	50,00
COGS	15,56	20,58	25,00	28,10	31,50	38,30
<b>Contribution Margin</b>	<b>3,73</b>	<b>5,70</b>	<b>7,00</b>	<b>8,40</b>	<b>9,50</b>	<b>11,70</b>
Marketing	1,86	2,52	2,60	2,75	2,90	3,50
Logistics	1,10	1,34	1,40	1,50	1,60	1,90
G&A	2,05	2,37	2,40	2,40	2,50	2,80
<b>EBITDA</b>	<b>(1,27)</b>	<b>(0,53)</b>	<b>0,60</b>	<b>1,75</b>	<b>2,50</b>	<b>3,50</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>-6,6%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>1,9%</i>	<i>4,8%</i>	<i>6,1%</i>	<i>7,0%</i>
Sales Writedowns	0,45	0,08	0,20	0,20	0,25	0,30
<b>EBITDA Adj</b>	<b>(0,82)</b>	<b>(0,45)</b>	<b>0,80</b>	<b>1,95</b>	<b>2,75</b>	<b>3,80</b>
<i>EBITDA Margin Adj</i>	<i>-4,2%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>2,5%</i>	<i>5,3%</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,6%</i>
D&A	0,45	0,63	0,60	0,80	0,85	0,90
D&A Adj	0,90	0,71	0,80	1,00	1,10	1,20
<b>EBIT</b>	<b>(1,72)</b>	<b>(1,15)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,95</b>	<b>1,65</b>	<b>2,60</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>-8,9%</i>	<i>-4,4%</i>	<i>0,0%</i>	<i>2,6%</i>	<i>4,0%</i>	<i>5,2%</i>
Financial Management	(0,24)	0,10	(0,08)	(0,05)	(0,05)	(0,05)
Non Recurrent Items	(0,13)	0,01	0,05	0,05	0,05	0,05
<b>EBT</b>	<b>(2,08)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,03)</b>	<b>0,95</b>	<b>1,65</b>	<b>2,60</b>
Taxes	(0,32)	(0,1)	0,00	0,25	0,45	0,70
<b>Net Income</b>	<b>(1,76)</b>	<b>(0,90)</b>	<b>(0,03)</b>	<b>0,70</b>	<b>1,20</b>	<b>1,90</b>
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Fixed Assets</b>	<b>3,44</b>	<b>5,39</b>	<b>7,20</b>	<b>9,00</b>	<b>8,50</b>	<b>7,90</b>
Account Receivable	5,15	7,87	7,90	9,00	10,10	12,30
Inventories	1,51	2,60	2,00	2,10	2,20	2,60
Account Payable	2,87	6,03	6,20	7,00	7,80	9,50
<b>Operating Working Capital</b>	<b>3,79</b>	<b>4,44</b>	<b>3,70</b>	<b>4,10</b>	<b>4,50</b>	<b>5,40</b>
Other Receivable	1,09	1,37	1,65	1,90	2,10	2,50
Other Payable	0,88	1,35	1,65	1,85	2,10	2,55
<b>Net Working Capital</b>	<b>4,00</b>	<b>4,46</b>	<b>3,70</b>	<b>4,15</b>	<b>4,50</b>	<b>5,35</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0,72	0,80	1,00	1,10	1,20	1,40
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>6,72</b>	<b>9,04</b>	<b>9,90</b>	<b>12,05</b>	<b>11,80</b>	<b>11,85</b>
Share Capital	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Reserves and Retained Profits	7,24	5,42	4,52	4,49	5,19	7,00
Net Income	(1,76)	(0,90)	(0,03)	0,70	1,20	1,90
<b>Equity</b>	<b>6,47</b>	<b>5,52</b>	<b>5,49</b>	<b>6,19</b>	<b>7,39</b>	<b>9,90</b>
Cash & Cash Equivalent	7,57	2,34	2,59	2,14	3,59	5,05
Short Term Debt	2,74	1,72	2,00	2,00	2,00	2,00
M/L Term Debt	5,07	4,15	5,00	6,00	6,00	5,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>0,24</b>	<b>3,53</b>	<b>4,41</b>	<b>5,86</b>	<b>4,41</b>	<b>1,95</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>6,72</b>	<b>9,04</b>	<b>9,90</b>	<b>12,05</b>	<b>11,80</b>	<b>11,85</b>
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
<b>EBIT</b>	<b>(1,72)</b>	<b>(1,15)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,95</b>	<b>1,65</b>	<b>2,60</b>
Taxes	(0,32)	(0,14)	0,00	0,25	0,45	0,70
<b>NOPAT</b>	<b>(1,40)</b>	<b>(1,01)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,70</b>	<b>1,20</b>	<b>1,90</b>
D&A	0,45	0,63	0,60	0,80	0,85	0,90
Change in receivable	3,21	(2,72)	(0,03)	(1,10)	(1,10)	(2,20)
Change in inventories	0,11	(1,09)	0,60	(0,10)	(0,10)	(0,40)
Change in payable	(2,68)	3,16	0,17	0,80	0,80	1,70
Other Changes	(0,79)	0,19	0,02	(0,05)	0,05	0,05
<i>Change in NWC</i>	<i>(0,16)</i>	<i>(0,46)</i>	<i>0,76</i>	<i>(0,45)</i>	<i>(0,35)</i>	<i>(0,85)</i>
Change in Provisions	0,09	0,08	0,20	0,10	0,10	0,20
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>(1,02)</b>	<b>(0,77)</b>	<b>1,56</b>	<b>1,15</b>	<b>1,80</b>	<b>2,15</b>
Capex	(1,30)	(2,57)	(2,41)	(2,60)	(0,35)	(0,30)
<b>FREE CASH FLOW TO FIRM</b>	<b>(2,32)</b>	<b>(3,34)</b>	<b>(0,86)</b>	<b>(1,45)</b>	<b>1,45</b>	<b>1,85</b>
Financial Management	(0,24)	0,10	(0,08)	(0,05)	(0,05)	(0,05)
Non Recurring Items	(0,13)	0,01	0,05	0,05	0,05	0,05
Change in Financial Debt	7,03	(1,95)	1,14	1,00	0,00	(1,00)
Change in Equity	1,06	(0,05)	0,00	(0,00)	0,00	0,61
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>5,41</b>	<b>(5,23)</b>	<b>0,25</b>	<b>(0,45)</b>	<b>1,45</b>	<b>1,46</b>

Source: Longino and Integrae SIM estimates

## 1.1 FY21A Results

**Table 2 – Actual VS Estimates FY21A**

€/mln	Sales	EBITDA Adj.	EBITDA Adj. %	EBIT	Net Income	NFP
<b>FY21A</b>	<b>26,29</b>	<b>(0,45)</b>	<b>-1,7%</b>	<b>(1,15)</b>	<b>(0,90)</b>	<b>3,53</b>
FY21E	24,00	(0,50)	-2,1%	(1,30)	(1,40)	0,93
Change	9,5%	N.A.	0,4%	N.A.	N.A.	N.A.

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara che *“Siamo soddisfatti dei risultati raggiunti nel 2021 che evidenziano una rilevante crescita sugli indicatori economici rispetto al 2020 con ricavi in aumento del 36,3% y/y anche grazie alla positiva performance della controllata di Dubai e dall’e-Commerce B2C e nonostante il settore della ristorazione sia ancora influenzato della pandemia. [...] Nonostante le criticità legate alla pandemia, i positivi risultati 2021 ci danno impulso per proseguire con determinazione il percorso di crescita. Abbiamo inoltre realizzato importanti investimenti nell’ottica di ulteriore evoluzione e integrazione dei sistemi informatici che ci daranno ulteriore forza nella strategia di crescita futura. [...] Ottimo il risultato del canale e-commerce, la nuova linea di business nata durante la pandemia, che nel primo anno di fatturato completo ha realizzato ricavi per oltre 1,1 milioni di euro. Questo nuovo canale, complementare e non concorrente, riveste una notevole importanza strategica e sarà sicuramente un asset importante nel futuro del Gruppo.”*.

I ricavi si attestano a € 26,29 mln, rispetto a un valore pari a € 19,29 mln registrato a fine 2020 e a € 24,00 mln stimati nel nostro precedente *report*. Per quanto riguarda le società del Gruppo, la controllata di Dubai ha registrato ottimi risultati pari a € 2,30 mln, in crescita rispetto a € 1,10 mln del 2020 (+ 97%). La controllata di New York, grazie al progressivo allentamento delle restrizioni di contenimento della pandemia, ha generato ricavi per € 0,71 mln rispetto a € 0,14 mln del precedente esercizio. La controllata di Hong Kong ha risentito maggiormente degli impatti del Covid-19 a causa dell’adozione della politica dei contagi zero, la quale ha portato a misure di contenimento più severe rispetto agli altri Paesi. Infine, la controllata produttiva “Il Satiro Danzante”, grazie al raggiungimento di nuovi clienti al di fuori del Gruppo, ha conseguito un ottimo anno con ricavi pari a € 1,60 mln, in crescita dell’82% rispetto ai € 0,90 mln al 31/12/2020.

L’EBITDA Adjusted, pari a € - 0,45 mln, rispetto a € - 0,82 mln dell’esercizio precedente e € - 0,55 mln atteso. L’EBITDA Margin Adjusted risulta pari a - 1,7%, rispetto a -4,2% del 2020 e -2,1% stimato.

L’EBIT è pari a € - 1,15 mln (€ - 1,72 mln nel 2020) dopo ammortamenti e svalutazioni adjusted pari a € 0,71 mln, derivanti per la maggior parte dai nuovi sistemi software. Il valore dell’EBIT atteso era pari a € - 1,30 mln. L’Utile Netto si attesta a € - 0,90 mln (€ - 1,76 mln nel 2020) rispetto a € - 1,40 mln delle nostre precedenti stime.

La NFP passa da € 0,24 mln a € 3,53 mln. Tale variazione è dovuta agli investimenti effettuati al fine di alimentare il percorso strategico di crescita. In particolare, gli investimenti per la digitalizzazione e l’efficienza dell’organizzazione, nonché per il potenziamento della piattaforma e-Commerce ammontano a € 0,70 mln. La Capogruppo ha inoltre acquistato una porzione di terreno di circa 12.000 mq che ha comportato un esborso di circa € 1,20 mln, mentre la controllata Il Satiro Danzante ha acquisito un immobile produttivo ove trasferire la propria attività per circa € 0,40 mln.

## 1.2 FY22E – FY25E Estimates

**Table 3 – Estimates Updates FY22E-25E**

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Sales</b>				
New	<b>32,0</b>	<b>36,5</b>	<b>41,0</b>	<b>50,0</b>
Old	32,0	36,5	41,0	50,0
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA Adj.</b>				
New	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,8</b>
Old	1,5	2,2	2,8	3,8
Change	-46,4%	-9,3%	-1,9%	0,0%
<b>EBITDA Adj %</b>				
New	<b>2,5%</b>	<b>5,3%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,6%</b>
Old	4,7%	5,9%	6,8%	7,6%
Change	-2,2%	-0,5%	-0,1%	0,0%
<b>EBIT</b>				
New	<b>0,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>
Old	0,8	1,4	2,0	3,0
Change	-100,0%	-29,6%	-17,5%	-13,3%
<b>Net Income</b>				
New	<b>(0,0)</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>
Old	0,6	1,0	1,4	2,2
Change	-105,4%	-28,0%	-16,7%	-12,0%
<b>NFP</b>				
New	<b>4,4</b>	<b>5,9</b>	<b>4,4</b>	<b>2,0</b>
Old	1,2	0,3	(1,0)	(2,3)
Change	N/A	N/A	N/A	N/A

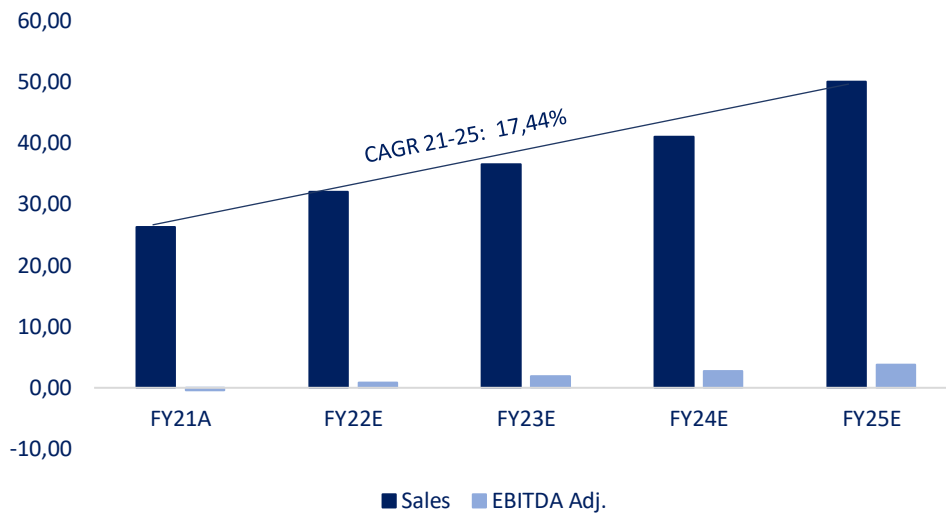
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2021A, modifichiamo parzialmente le nostre precedenti stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, ci aspettiamo ricavi 2022E pari a € 32,00 mln ed un EBITDA Adj. pari a € 0,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 2,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 50,00 mln (CAGR 21A-25E: 17,44%) nel 2025E, con EBITDA Adj. pari a € 3,80 mln (corrispondente ad un EBITDA Adj. margin del 7,6%), in crescita rispetto a € - 0,45 mln del 2021A (corrispondente ad un EBITDA Adj. margin pari a - 1,7%).

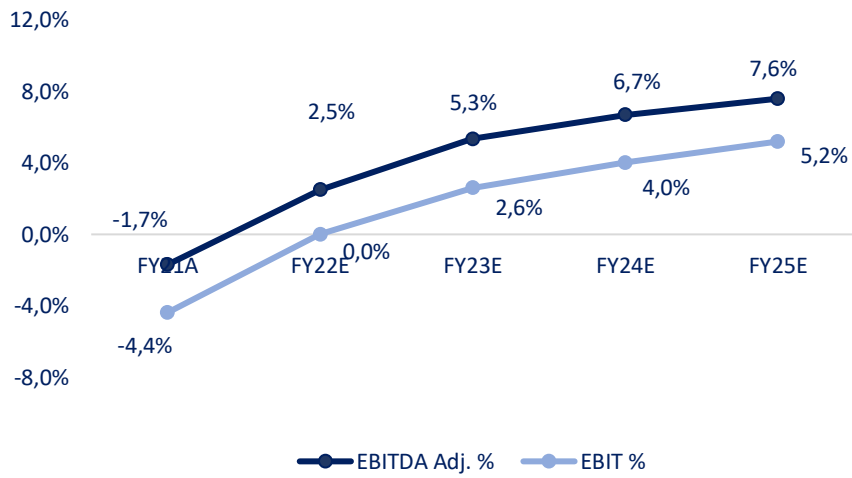
A livello patrimoniale stimiamo una NFP per il 2025E pari a € 1,95 mln.

**Chart 1 – Sales and EBITDA Adj. FY21A-25E**



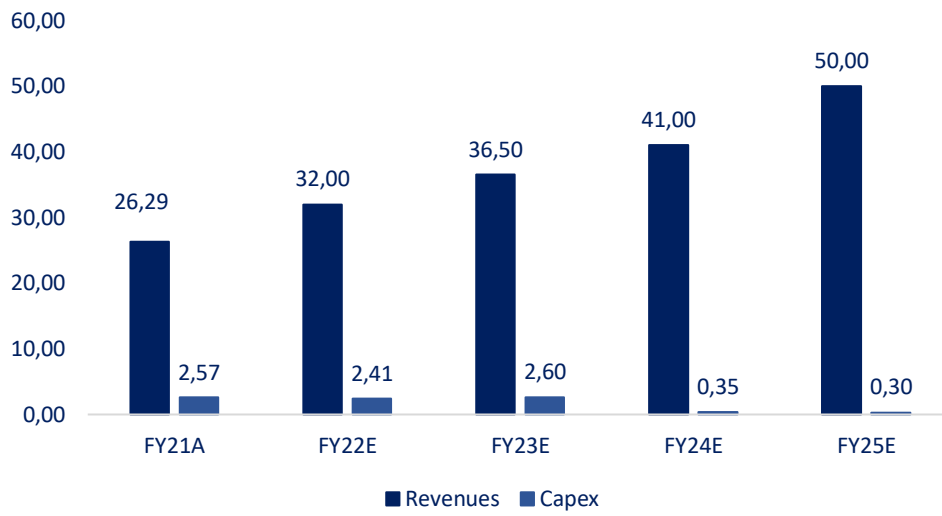
Source: Integrae SIM

**Chart 2 – Margin FY21A-25E**



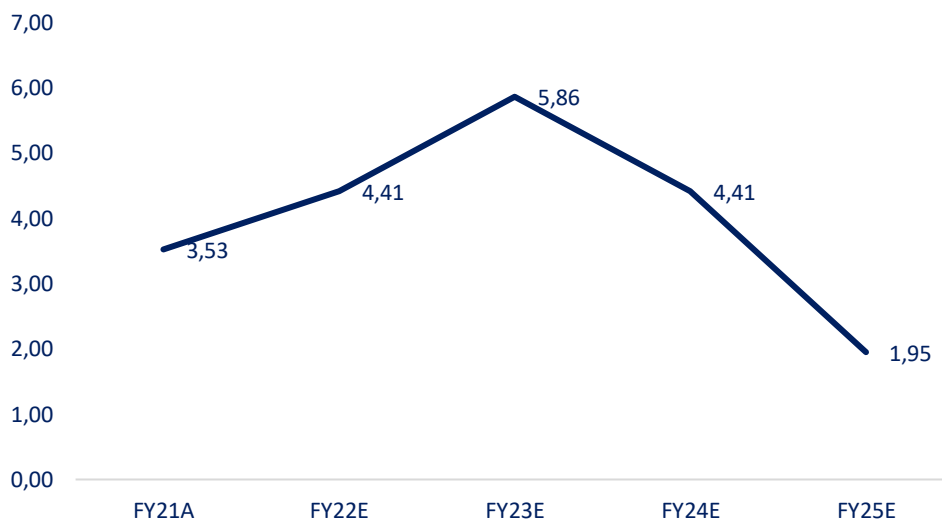
Source: Integrae SIM

**Chart 3 – Capex FY21A-25E**



Source: Integrae SIM

**Chart 4 – NFP FY21A-25E**



Source: Integrae SIM

## 2. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* sulla base della metodologia DCF. In questo caso, non abbiamo considerato la valutazione tramite multipli poiché, in ragione dell'evoluzione della situazione pandemica che ha colpito in maniera molto significativa il mercato di riferimento della Società, abbiamo ritenuto che tale metodologia non risultasse significativa per l'individuazione di un *target price*.

### 2.1 DCF Method

**Table 4 – WACC**

WACC		5,93%
Risk Free Rate	0,78% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,42% Beta Adjusted	1,00
D/E (average)	100,00% Beta Relevered	1,72
Ke	9,69% Kd	3,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,93%.

**Table 5 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		26,9
FCFO actualized	0,6	2%
TV actualized DCF	29,8	98%
<b>Enterprise Value</b>	<b>30,4</b>	100%
NFP (FY21A)	3,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di €26,9 mln. Il target price è quindi di €4,30** (prev. €4,45). **Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

**Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,4%	4,9%	5,4%	5,9%	6,4%	6,9%	7,4%
2,5%		77,6	59,9	48,2	39,9	33,8	29,0	25,3
2,0%		61,0	49,1	40,7	34,5	29,6	25,8	22,6
1,5%		50,1	41,5	35,2	30,2	26,3	23,1	20,5
1,0%		42,4	35,9	30,9	26,9	23,6	20,9	18,6
0,5%		36,6	31,5	27,4	24,1	21,4	19,1	17,1
0,0%		32,2	28,0	24,6	21,8	19,5	17,5	15,7
-0,5%		28,6	25,2	22,3	19,9	17,9	16,1	14,5

Source: Integrae SIM

**Table 7 – Target Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA Adj.	N/A	38,0x	15,6x	11,1x
EV/EBIT	N/A	N/A	32,0x	18,4x

Source: Integrae SIM

**Table 8 – Current Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA Adj.	N/A	32,1x	13,2x	9,3x
EV/EBIT	N/A	N/A	27,0x	15,5x

Source: Integrae SIM

**Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018**

**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 Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca, Giuseppe Riviello and Alessandro Colombo are the current financial analysts.

**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:

<b>Date</b>	<b>Price</b>	<b>Recommendation</b>	<b>Target Price</b>	<b>Risk</b>	<b>Comment</b>
14/04/2021	3,60	Buy	4,55	Medium	Update
04/10/2021	3,94	Buy	4,45	Medium	Update
02/02/2022	3,54	Buy	4,45	Medium	Flash Note
07/03/2022	3,22	Buy	4,45	Medium	Flash Note

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](http://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. 20307/2018, 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:

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the Longino and Cardenal SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Longino and Cardenal SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.