

UPDATE

Longino & Cardenal

Euronext Growth Milan | Food Services | Italy

Produzione 12/04/2023, h. 18:30

Pubblicazione 13/04/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 4,00

prev. €4,05

Risk



Medium

Upside potential

41,8%

| Key Financials (€/mln) | FY22A | FY23E | FY24E | FY25E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Sales | 31,7 | 36,5 | 41,0 | 50,0 |
| EBITDA Adj. | -0,7 | 1,2 | 2,1 | 3,8 |
| EBIT | -1,5 | 0,2 | 1,1 | 2,6 |
| Net Profit | -1,2 | 0,1 | 0,9 | 2,2 |
| EPS (€) | -0,20 | 0,02 | 0,14 | 0,35 |
| EBITDA Adj. margin | -2,2% | 3,3% | 5,2% | 7,6% |
| EBIT margin | -4,6% | 0,5% | 2,6% | 5,2% |
| Net Income margin | -3,9% | 0,4% | 2,2% | 4,4% |

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

| | |
|----------------------------------|-----------|
| Price | € 2,82 |
| Target price | € 4,00 |
| Upside/(Downside) potential | 41,8% |
| Ticker | LON IM |
| Market Cap (€/mln) | € 17,63 |
| EV (€/mln) | € 23,03 |
| Free Float | 22,00% |
| Share Outstanding | 6.250.000 |
| 52-week high | € 3,78 |
| 52-week low | € 2,72 |
| Average daily volumes (3 months) | 450 |

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
 Alessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it

| Stock performance | 1M | 3M | 6M | 1Y |
|------------------------|--------|--------|---------|---------|
| Absolute | -3,42% | -2,76% | -3,42% | -18,50% |
| to FTSE Italia Growth | -5,01% | -1,85% | -10,30% | -8,77% |
| to Euronext STAR Milan | -4,56% | -3,47% | -23,46% | -10,28% |
| to FTSE All-Share | -8,68% | -9,82% | -37,32% | -29,26% |
| to EUROSTOXX | -9,22% | -7,78% | -33,52% | -31,61% |
| to MSCI World Index | -9,23% | -5,59% | -21,56% | -13,00% |

| Main Ratios | FY22A | FY23E | FY24E | FY25E |
|-------------|-------|---------|--------|-------|
| EV/EBITDA | N/A | 19,2 x | 10,7 x | 6,1 x |
| EV/EBIT | N/A | 115,2 x | 21,9 x | 8,9 x |
| P/E | N/A | 117,5 x | 19,6 x | 8,0 x |

FY22A Results

I ricavi si attestano a € 31,71 mln, rispetto a un valore pari a € 26,29 mln registrato a fine 2021 e a € 32,00 mln stimati nel nostro precedente report. L'EBITDA Adjusted è pari a € - 0,53 mln, in leggera flessione rispetto a € - 0,45 mln dell'esercizio precedente e € - 0,30 mln atteso. L'EBITDA Margin Adjusted risulta pari a - 1,7%, rispetto a -1,7% del FY21A e -0,9% stimato. L'EBIT è pari a € - 1,46 mln (€ - 1,15 mln nel 2021) dopo ammortamenti e svalutazioni adjusted pari a € 0,93 mln, mentre il valore dell'EBIT atteso era pari a € - 1,20 mln. L'Utile Netto si attesta a € - 1,24 mln (€ - 0,90 mln nel FY21A) rispetto a € - 0,95 mln delle nostre precedenti stime. La NFP passa da € 3,53 mln a € 5,41 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, confermiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore delle vendite FY23E pari a € 36,50 mln ed un EBITDA Adjusted pari a € 1,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 3,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore delle vendite possa aumentare fino a € 50,00 mln (CAGR 22A-25E: 16,4%) nel FY25E, con EBITDA Adjusted pari a € 3,80 mln (corrispondente ad una marginalità del 7,6%), in crescita rispetto a € - 0,71 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA Adjusted *margin* del - 2,2%).

Valuation Update

Data la mancanza di società comparabili, abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Longino & Cardenal sulla base della sola metodologia DCF. Il *DCF method* (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un *equity value* pari a € 25,0 mln. Il target price è di € 4,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

| CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln) | FY21A | FY22A | FY23E | FY24E | FY25E |
|---------------------------------------|---------------|---------------|-------------|-------------|--------------|
| Sales | 26,29 | 31,71 | 36,50 | 41,00 | 50,00 |
| COGS | 20,58 | 24,80 | 28,10 | 31,50 | 38,30 |
| Contribution Margin | 5,70 | 6,91 | 8,40 | 9,50 | 11,70 |
| Marketing | 2,52 | 3,35 | 3,35 | 3,40 | 3,50 |
| Logistics | 1,34 | 1,57 | 1,65 | 1,70 | 1,90 |
| G&A | 2,37 | 2,72 | 2,40 | 2,50 | 2,80 |
| EBITDA | (0,53) | (0,73) | 1,00 | 1,90 | 3,50 |
| <i>EBITDA Margin</i> | <i>-2,0%</i> | <i>-2,3%</i> | <i>2,7%</i> | <i>4,6%</i> | <i>7,0%</i> |
| Sales Writedowns | 0,08 | 0,02 | 0,20 | 0,25 | 0,30 |
| EBITDA Adj | (0,45) | (0,71) | 1,20 | 2,15 | 3,80 |
| <i>EBITDA Margin Adjusted</i> | <i>-1,7%</i> | <i>-2,2%</i> | <i>3,3%</i> | <i>5,2%</i> | <i>7,6%</i> |
| D&A | 0,63 | 0,73 | 0,80 | 0,85 | 0,90 |
| D&A Adjusted | 0,71 | 0,75 | 1,00 | 1,10 | 1,20 |
| EBIT | (1,15) | (1,46) | 0,20 | 1,05 | 2,60 |
| <i>EBIT Margin</i> | <i>-4,4%</i> | <i>-4,6%</i> | <i>0,5%</i> | <i>2,6%</i> | <i>5,2%</i> |
| Financial Management | 0,10 | 0,06 | (0,05) | (0,05) | (0,05) |
| Non Recurrent Items | 0,01 | (0,02) | 0,05 | 0,05 | 0,05 |
| EBT | (1,04) | (1,43) | 0,20 | 1,05 | 2,60 |
| Taxes | (0,14) | (0,18) | 0,05 | 0,15 | 0,40 |
| Net Income | (0,90) | (1,24) | 0,15 | 0,90 | 2,20 |

| CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln) | FY21A | FY22A | FY23E | FY24E | FY25E |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Fixed Assets | 21,05 | 21,26 | 21,10 | 20,90 | 20,65 |
| Account Receivable | 8,37 | 10,04 | 9,50 | 10,50 | 11,60 |
| Inventories | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Account Payable | 1,25 | 1,47 | 1,60 | 1,80 | 2,00 |
| Operating Working Capital | 7,12 | 8,57 | 7,90 | 8,70 | 9,60 |
| Other Receivable | 0,44 | 0,47 | 0,45 | 0,45 | 0,45 |
| Other Payable | 9,31 | 11,87 | 12,00 | 12,80 | 13,20 |
| Net Working Capital | (1,76) | (2,83) | (3,65) | (3,65) | (3,15) |
| Severance Indemnities & Other Provisions | 3,58 | 4,11 | 4,50 | 4,80 | 5,20 |
| NET INVESTED CAPITAL | 15,71 | 14,32 | 12,95 | 12,45 | 12,30 |
| Share Capital | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 |
| Reserves and Retained Profits | 4,28 | 4,63 | 4,97 | 5,52 | 6,30 |
| Net Income | 1,08 | 0,98 | 1,60 | 2,25 | 2,75 |
| Equity | 7,86 | 8,11 | 9,07 | 10,27 | 11,55 |
| Cash & Cash Equivalent | 3,15 | 2,34 | 3,32 | 3,82 | 5,15 |
| Short Term Debt | 4,07 | 4,44 | 4,70 | 5,00 | 5,50 |
| M/L Term Debt | 6,93 | 4,10 | 2,50 | 1,00 | 0,40 |
| Net Financial Position | 7,85 | 6,21 | 3,88 | 2,18 | 0,75 |
| SOURCES | 15,71 | 14,32 | 12,95 | 12,45 | 12,30 |

| CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln) | FY22A | FY23E | FY24E | FY25E |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| EBIT | (1,46) | 0,20 | 1,05 | 2,60 |
| Taxes | (0,18) | 0,05 | 0,15 | 0,40 |
| NOPAT | (1,28) | 0,15 | 0,90 | 2,20 |
| D&A | 0,73 | 0,80 | 0,85 | 0,90 |
| Change in receivable | 0,43 | (1,06) | (1,00) | (2,00) |
| Change in inventories | (0,06) | 0,06 | (0,20) | (0,60) |
| Change in payable | (0,92) | 0,79 | 0,80 | 1,50 |
| Other Changes | (0,46) | 0,43 | 0,05 | 0,05 |
| Change in NWC | (1,02) | 0,23 | (0,35) | (1,05) |
| Change in Provisions | 0,21 | 0,09 | 0,10 | 0,20 |
| OPERATING CASH FLOW | (1,36) | 1,27 | 1,50 | 2,25 |
| Capex | (0,56) | (2,49) | (2,60) | (0,35) |
| FREE CASH FLOW | (1,92) | (1,22) | (1,10) | 1,90 |
| Financial Management | 0,06 | (0,05) | (0,05) | (0,05) |
| Non Recurring Items | (0,02) | 0,05 | 0,05 | 0,05 |
| Change in Financial Debt | 0,92 | 1,22 | 0,00 | (1,00) |
| Change in Equity | (0,00) | 0,00 | 0,00 | 2,68 |
| FREE CASH FLOW TO EQUITY | (0,96) | (0,00) | (1,10) | 3,58 |

Source: Longino & Cardenal and Integrae SIM estimates

Company Overview

Longino & Cardenal è un Gruppo operante in Italia e all'estero come *player* di riferimento nel settore della distribuzione di prodotti alimentari di elevata qualità. Attraverso una attività di *scouting* finalizzata all'eccellenza e all'innovazione, ricerca in tutto il mondo cibi rari e preziosi per rifornire i migliori ristoranti a livello nazionale e internazionale. Il Gruppo vanta un portafoglio di circa 4.500 clienti e annovera tra i suoi clienti l'80,0% dei principali ristoranti stellati. Realizza gran parte del proprio fatturato, l'80,0% circa, in Italia. La restante parte del fatturato viene realizzato ad Hong Kong, Dubai e New York, mercati dove, a partire rispettivamente dal 2013, dal 2015 e dal 2019, la Capogruppo ha replicato il proprio modello di business attraverso l'apertura di tre società operative dotate di autonoma rete vendita e struttura logistica per la gestione del ciclo attivo/passivo.

Gli elementi fondamentali che contraddistinguono il modello di business del Gruppo si identificano nella capacità di *scouting* di prodotti da tutto il mondo che vengono presentati al mercato in occasioni di eventi annuali dedicati alla forza vendita e alla stampa e che vedono la partecipazione di importanti ospiti del mondo Food & Beverage; nel portafoglio prodotti costituito esclusivamente da prodotti di altissima qualità; nell'efficiente logistica, in grado di coordinare e concludere il processo di acquisto, vendita e spedizione del prodotto in brevissimo tempo; in una rete commerciale sviluppata con agenti presenti su tutto il territorio e coadiuvata da un affiatato team di *Customer Service*.

FY22A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

| €/mln | Sales | EBITDA Adj. | EBITDA Adj. % | EBIT | Net Income | NFP |
|--------|-------|-------------|---------------|--------|------------|------|
| FY22A | 31,71 | (0,71) | -2,2% | (1,46) | (1,24) | 5,41 |
| FY22E | 32,00 | (0,30) | -0,9% | (1,20) | (0,95) | 5,00 |
| Change | -0,9% | N/A | -1,3% | N/A | N/A | N/A |

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati annuali, dichiara: “[...] La ragione del risultato negativo a livello consolidato, nonostante un incremento di fatturato, è da ricercare soprattutto nel fatto che il Gruppo ha continuato ad investire nelle due start up, Longino & Cardenal LLC New York e Shoplongino srl. Siamo soddisfatti che la controllata newyorkese, costituita a fine 2019, abbia finalmente concluso il suo primo anno di piena attività, dopo le chiusure determinate dalle politiche stringenti di contenimento del Covid; sebbene non ancora a break-even, manifesta una grande potenzialità con un fatturato di € 1,3 milioni, in crescita di circa l’84% rispetto all’anno precedente. Il nostro portale di e-commerce, Shoplongino, ha svolto il primo semestre di attività come Business Unit all’interno della Capogruppo, per poi essere separata nel secondo semestre; essendo complementare rispetto al nostro core business, riveste per il Gruppo un ruolo strategico per la sua grande potenzialità di sviluppo sia in Italia che all’estero, e per la capacità di creare notorietà e valore al nostro brand. Splendidi anche i risultati per la controllata Longino & Cardenal Trading LLC di Dubai, che chiude con un fatturato di € 2,9 milioni, in crescita di circa il 28% ed un EBITDA pari a circa il 13% dei ricavi. Dubai ha effettuato una politica Covid molto efficiente all’inizio del 2020, per poi attuare in seguito pochissime limitazioni. Ciò ha consentito di lavorare nella quasi totale normalità per tutto il 2022 ed ottenere questi ottimi risultati. In generale per il Gruppo è stato un anno ancora difficile con significativi investimenti che hanno inciso significativamente, ma di grande importanza per l’evoluzione della nostra organizzazione, che attraverso il cambio del sistema gestionale e della digitalizzazione, ha creato le basi per un’importante riduzione dei costi e per una maggiore efficienza e capacità di raggiungere gli obiettivi di espansione che ci siamo prefissati. Anche i primi mesi del 2023 confermano l’incremento del fatturato per tutte le società del Gruppo.”

I ricavi si attestano a € 31,71 mln, rispetto a un valore pari a € 26,29 mln registrato a fine 2021 e a € 32,00 mln stimati nel nostro precedente report. Per quanto riguarda le società controllate del Gruppo, la controllata di Dubai ha prodotto ricavi per € 2,90 mln, in crescita del 28,0% rispetto all’esercizio precedente. La controllata di New York ha generato ricavi per € 1,30 mln rispetto a € 0,70 mln del precedente esercizio (+83,6%). La controllata di Hong Kong ha registrato revenues per € 2,00 mln, nonostante la politica zero contagi attuata dal Governo. La controllata produttiva “Il Satiro Danzante” ha chiuso l’esercizio con ricavi pari a € 0,80 mln, in crescita del 67,3% rispetto ai € 0,50 mln al 31/12/2021. Infine, la start-up Umani, nata nel 2019, ha prodotto ricavi per € 0,04 mln, in aumento rispetto a € 0,02 mln del FY21A (65,3%).

L'EBITDA Adjusted è pari a € - 0,53 mln, in leggera flessione rispetto a € - 0,45 mln dell'esercizio precedente e € - 0,30 mln atteso. L'EBITDA Margin Adjusted risulta pari a - 1,7%, rispetto a -1,7% del FY21A e -0,9% stimato. Il calo della marginalità è principalmente riconducibile all'aumento dei costi pari al 22,6%, legato in parte ai trend inflattivi e in parte alle spese generate dalla piattaforma online Shopleftino.

L'EBIT è pari a € - 1,46 mln (€ - 1,15 mln nel 2021) dopo ammortamenti e svalutazioni adjusted pari a € 0,93 mln, mentre il valore dell'EBIT atteso era pari a € - 1,20 mln. L'Utile Netto si attesta a € - 1,24 mln (€ - 0,90 mln nel FY21A) rispetto a € - 0,95 mln delle nostre precedenti stime.

La NFP passa da € 3,53 mln a € 5,41 mln. Tale variazione è dovuta agli investimenti effettuati al fine di alimentare il percorso strategico di crescita. Tra gli investimenti effettuati, si evidenzia il lancio in data 7 marzo, al fine di rafforzare la strategia digitale, del canale e-commerce dedicato al B2B e in particolare ai professionisti dell'alta ristorazione, proponendo un ampio catalogo di eccellenze gastronomiche e materie prime, con oltre 2.000 prodotti. In data 30 giugno, la Capogruppo ha completato il conferimento del ramo e-commerce alla controllata Shopleftino Srl, al fine di creare un unico marketplace a favore di tutte le società del Gruppo con l'obiettivo di sviluppare il canale B2C all'estero.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

| €/mln | FY23E | FY24E | FY25E |
|--------------------------|-------|-------|-------|
| Sales | | | |
| New | 36,50 | 41,00 | 50,00 |
| Old | 36,50 | 41,00 | 50,00 |
| Change | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBITDA Adjusted | | | |
| New | 1,20 | 2,15 | 3,80 |
| Old | 1,20 | 2,15 | 3,80 |
| Change | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBITDA Adjusted % | | | |
| New | 3,3% | 5,2% | 7,6% |
| Old | 3,3% | 5,2% | 7,6% |
| Change | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBIT | | | |
| New | 0,20 | 1,05 | 2,60 |
| Old | 0,20 | 1,05 | 2,60 |
| Change | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Net Income | | | |
| New | 0,15 | 0,90 | 2,20 |
| Old | 0,15 | 0,90 | 2,20 |
| Change | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| NFP | | | |
| New | 6,63 | 7,73 | 3,15 |
| Old | 6,35 | 7,45 | 3,15 |
| Change | N/A | N/A | N/A |

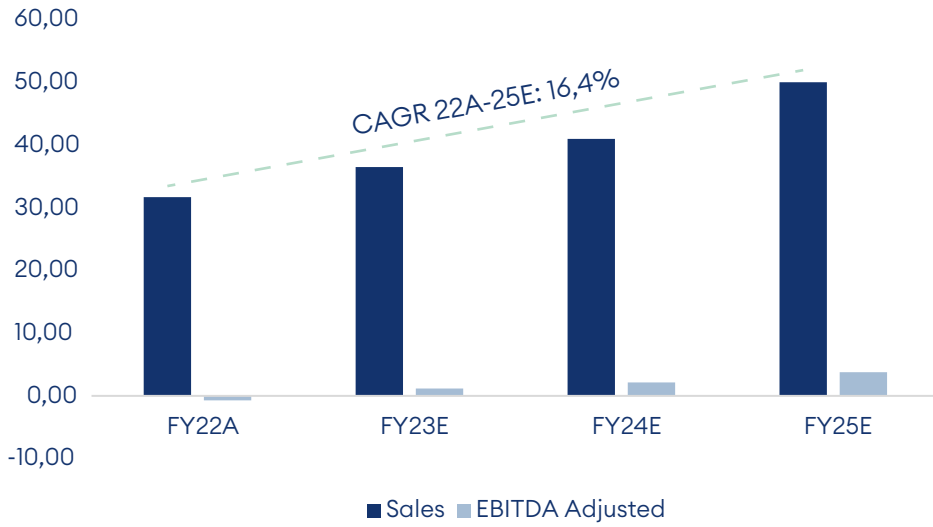
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, confermiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore delle vendite FY23E pari a € 36,50 mln ed un EBITDA Adjusted pari a € 1,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 3,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore delle vendite possa aumentare fino a € 50,00 mln (CAGR 22A-25E: 16,4%) nel FY25E, con EBITDA Adjusted pari a € 3,80 mln (corrispondente ad una marginalità del 7,6%), in crescita rispetto a € - 0,71 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA Adjusted *margin* del - 2,2%).

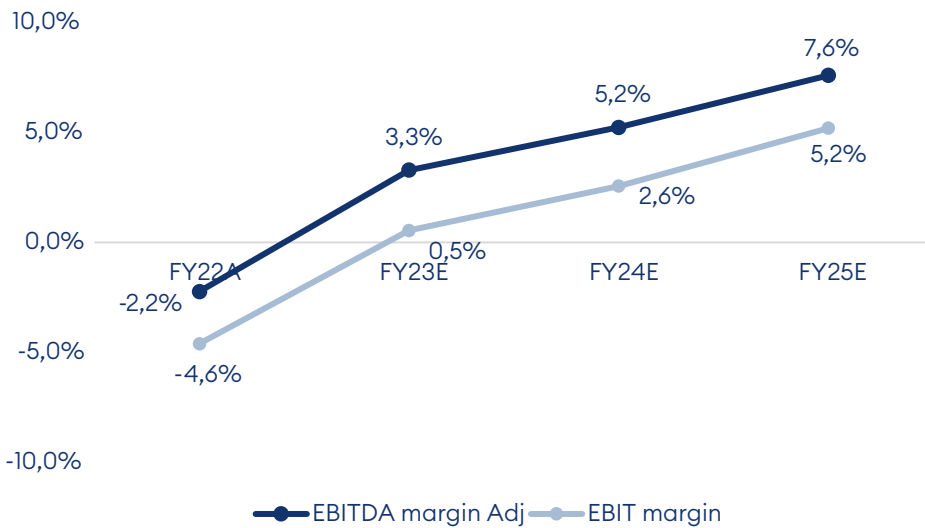
A livello patrimoniale stimiamo per il FY25E una NFP di debito pari a € 3,15 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA ADJUSTED FY22A-25E



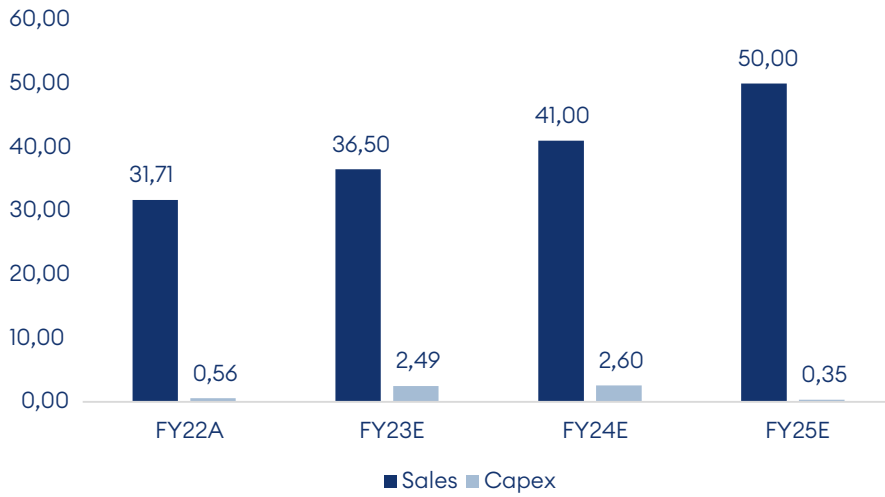
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY22A-25E



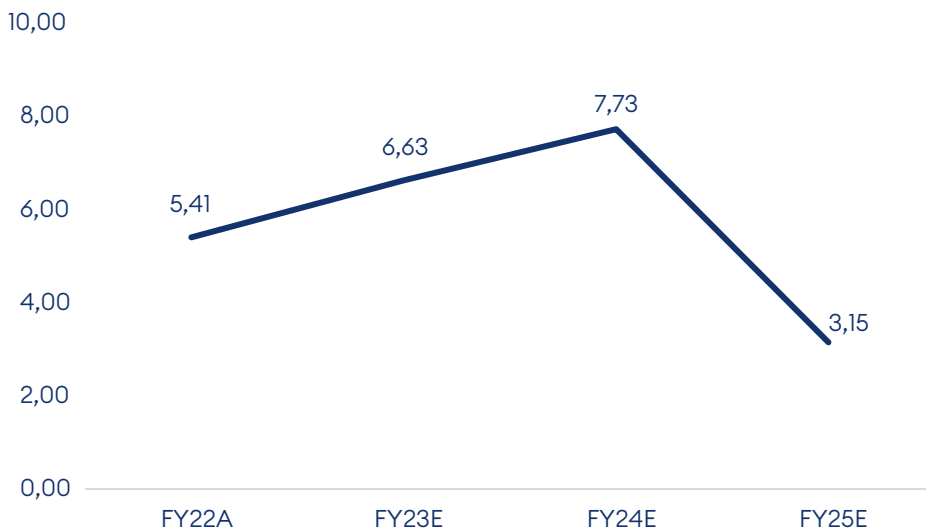
Source: Integrae SIM

CHART 3 – CAPEX FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – NFP FY22A-25E



Source: Integrae SIM

Valuation

Data la mancanza di società comparabili con Longino & Cardenal, abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* del Gruppo sulla base della sola metodologia DCF.

DCF Method

TABLE 4 – WACC

| WACC | | | | 7,58% |
|----------------|-------------------------|---------------------------|-----------------------------------|-------|
| D/E 150,00% | Risk Free Rate 3,51% | β Adjusted 1,00 | α (specific risk) 2,50% | |
| K_d 3,00% | Market Premium 9,73% | β Relevered 2,07 | K_e 15,70% | |

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,58%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

| DCF | | % of EV |
|-------------------------|-------------|-------------|
| FCFO actualized | 2,8 | 9% |
| TV actualized DCF | 27,6 | 91% |
| Enterprise Value | 30,4 | 100% |
| NFP (FY22A) | 5,4 | |
| Equity Value | 25,0 | |

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 25,0 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

| €/mln | Growth Rate (g) | WACC | | | | | | |
|-------|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 6,1% | 6,6% | 7,1% | 7,6% | 8,1% | 8,6% | 9,1% |
| | 2,5% | 51,8 | 44,1 | 38,0 | 33,1 | 29,2 | 25,9 | 23,0 |
| | 2,0% | 45,2 | 39,0 | 34,0 | 29,9 | 26,5 | 23,7 | 21,2 |
| | 1,5% | 40,0 | 34,9 | 30,7 | 27,3 | 24,3 | 21,8 | 19,6 |
| | 1,0% | 35,8 | 31,6 | 28,0 | 25,0 | 22,4 | 20,2 | 18,2 |
| | 0,5% | 32,4 | 28,8 | 25,7 | 23,0 | 20,8 | 18,8 | 17,0 |
| | 0,0% | 29,5 | 26,4 | 23,7 | 21,4 | 19,3 | 17,5 | 15,9 |
| | -0,5% | 27,1 | 24,3 | 22,0 | 19,9 | 18,0 | 16,4 | 14,9 |

Source: Integrae SIM

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

| | |
|--------------------------|-------|
| Equity Value (€/mln) | |
| Equity Value DCF (€/mln) | 25,00 |
| <hr/> | |
| Target Price (€) | 4,00 |

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* pari a circa € 25,00 mln. Il **target price** è quindi di **€ 4,00 (prev. €4,05)**. Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

| Multiples | FY22A | FY23E | FY24E | FY25E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| EV/EBITDA | N/A | 25,3x | 14,2x | 8,0x |
| EV/EBIT | N/A | 152,0x | 29,0x | 11,7x |

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

| Main Ratios | FY22A | FY23E | FY24E | FY25E |
|-------------|-------|---------|--------|-------|
| EV/EBITDA | N/A | 19,2 x | 10,7 x | 6,1 x |
| EV/EBIT | N/A | 115,2 x | 21,9 x | 8,9 x |

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

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. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Rivello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa 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:

| Date | Price | Recommendation | Target Price | Risk | Comment |
|------------|-------|----------------|--------------|--------|---------------|
| 29/06/2022 | 3,40 | Buy | 4,30 | Medium | Breaking News |
| 13/10/2022 | 2,92 | Buy | 4,05 | Medium | Update |

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. 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 \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:

- 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 & Cardenal SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Longino & Cardenal SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.