

UPDATE

Longino & Cardenal

Euronext Growth Milan | Food Services | Italy

Produzione 12/10/2023, h. 18:30

Pubblicazione 13/10/2023, h. 07:00



Rating
BUY

unchanged

Target Price
€ 4,00

prev. €4,00



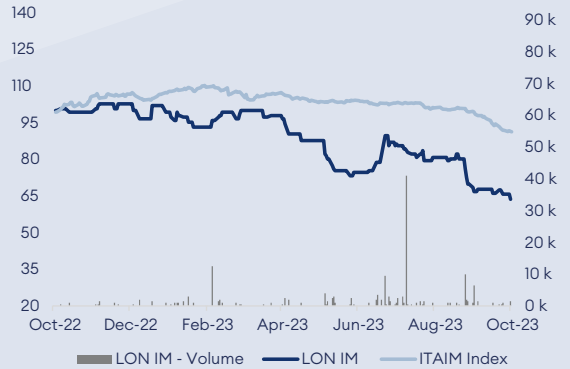
Risk

Medium

Upside potential
115,3%

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	31,71	36,50	41,00	50,00
EBITDA Adj.	(0,71)	0,95	1,95	3,55
EBIT	(1,46)	0,15	1,05	2,55
Net Profit	(1,24)	(0,10)	0,60	1,85
NFP	5,41	5,73	7,23	5,20
EBITDA Adj. margin	-2,2%	2,6%	4,8%	7,1%
EBIT margin	-4,6%	0,4%	2,6%	5,1%
Net Income margin	-3,9%	-0,3%	1,5%	3,7%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,86
Target price	€ 4,00
Upside/(Downside) potential	115,3%
Ticker	LON IM
Market Cap (€/mln)	€ 11,63
EV (€/mln)	€ 17,03
Free Float	22,00%
Share Outstanding	6.250.000
52-week high	€ 3,04
52-week low	€ 1,86
Average daily volumes (3 months)	1.300

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

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-4,62%	-26,19%	-34,04%	-36,30%
to FTSE Italia Growth	3,53%	-14,63%	-19,43%	-27,56%
to Euronext STAR Milan	-1,15%	-16,43%	-20,54%	-40,13%
to FTSE All-Share	-3,94%	-25,27%	-35,80%	-72,55%
to EUROSTOXX	-3,58%	-22,47%	-30,91%	-62,32%
to MSCI World Index	-2,32%	-22,87%	-37,35%	-58,27%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	17,9 x	8,7 x	4,8 x
EV/EBIT	N/A	113,6 x	16,2 x	6,7 x
P/E	N/A	N/A	19,4 x	6,3 x

1H23A Results

I ricavi si attestano a € 16,70 mln, in aumento del 16,4% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 14,35 mln. L'EBITDA Adjusted si attesta a € -0,07 mln, in aumento rispetto al dato del 1H22A, negativo per € 0,99 mln. Migliora anche l'EBITDA Adjusted Margin, che passa dal -6,9% nel 1H22A al -0,4% del primo semestre del 2023. L'EBIT si attesta a € -0,45 mln, in miglioramento rispetto al dato del 1H22A, negativo per € 1,35 mln. Il Net Income si attesta a € -0,60 mln, in aumento rispetto al dato del 1H22A, pari a € -0,91 mln. La NFP risulta pari a € 6,53 mln, in leggero peggioramento rispetto al dato di fine esercizio 2022, pari a € 5,41 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A, modifichiamo parzialmente 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 € 0,95 mln, corrispondente ad una marginalità del 2,6%. 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 € 3,55 mln (corrispondente ad una marginalità del 7,1%), 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 € 5,20 mln.

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	3,40	3,40	3,50
Logistics	1,34	1,57	1,65	1,70	1,90
G&A	2,37	2,72	2,45	2,50	2,80
EBITDA	(0,53)	(0,73)	0,90	1,90	3,50
<i>EBITDA Margin</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-2,3%</i>	<i>2,5%</i>	<i>4,6%</i>	<i>7,0%</i>
Sales Writedowns	0,08	0,02	0,05	0,05	0,05
EBITDA Adj	(0,45)	(0,71)	0,95	1,95	3,55
<i>EBITDA Margin Adjusted</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-2,2%</i>	<i>2,6%</i>	<i>4,8%</i>	<i>7,1%</i>
D&A	0,63	0,73	0,75	0,85	0,95
D&A Adjusted	0,71	0,75	0,80	0,90	1,00
EBIT	(1,15)	(1,46)	0,15	1,05	2,55
<i>EBIT Margin</i>	<i>-4,4%</i>	<i>-4,6%</i>	<i>0,4%</i>	<i>2,6%</i>	<i>5,1%</i>
Financial Management	0,10	0,06	(0,35)	(0,40)	(0,40)
Non Recurrent Items	0,01	(0,02)	0,05	0,05	0,05
EBT	(1,04)	(1,43)	(0,15)	0,70	2,20
Taxes	(0,14)	(0,18)	(0,05)	0,10	0,35
Net Income	(0,90)	(1,24)	(0,10)	0,60	1,85

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	5,39	5,21	5,25	6,90	8,55
Account Receivable	7,87	7,44	8,20	9,20	11,20
Inventories	2,60	2,66	3,00	3,35	4,10
Account Payable	6,03	5,11	6,00	6,70	8,20
Operating Working Capital	4,44	4,99	5,20	5,85	7,10
Other Receivable	1,37	1,64	1,85	2,10	2,50
Other Payable	1,35	1,16	1,20	1,60	1,80
Net Working Capital	4,46	5,48	5,85	6,35	7,80
Severance Indemnities & Other Provisions	0,80	1,01	1,20	1,25	1,30
NET INVESTED CAPITAL	9,04	9,68	9,90	12,00	15,05
Share Capital	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Reserves and Retained Profits	5,42	4,52	3,27	3,17	7,00
Net Income	(0,90)	(1,24)	(0,10)	0,60	1,85
Equity	5,52	4,27	4,17	4,77	9,85
Cash & Cash Equivalent	2,34	1,38	3,37	2,97	5,80
Short Term Debt	1,72	3,21	4,00	4,20	4,50
M/L Term Debt	4,15	3,58	5,10	6,00	6,50
Net Financial Position	3,53	5,41	5,73	7,23	5,20
SOURCES	9,04	9,68	9,90	12,00	15,05

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	(1,46)	0,15	1,05	2,55
Taxes	(0,18)	(0,05)	0,10	0,35
NOPAT	(1,28)	0,20	0,95	2,20
D&A	0,73	0,75	0,85	0,95
Change in receivable	0,43	(0,76)	(1,00)	(2,00)
Change in inventories	(0,06)	(0,34)	(0,35)	(0,75)
Change in payable	(0,92)	0,89	0,70	1,50
Other Changes	(0,46)	(0,17)	0,15	(0,20)
Change in NWC	(1,02)	(0,37)	(0,50)	(1,45)
Change in Provisions	0,21	0,19	0,05	0,05
OPERATING CASH FLOW	(1,36)	0,77	1,35	1,75
Capex	(0,56)	(0,79)	(2,50)	(2,60)
FREE CASH FLOW	(1,92)	(0,02)	(1,15)	(0,85)
Financial Management	0,06	(0,35)	(0,40)	(0,40)
Non Recurring Items	(0,02)	0,05	0,05	0,05
Change in Financial Debt	0,92	2,32	1,10	0,80
Change in Equity	(0,00)	0,00	0,00	3,23
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,96)	2,00	(0,40)	2,83

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*.

1H23A Results

TABLE 2 – 1H23A VS 1H22A

€/mln	Revenues	EBITDA Adj.	EBITDA Adj. %	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	16,70	(0,07)	-0,4%	(0,45)	(0,60)	6,53
1H22A	14,35	(0,99)	-6,9%	(1,35)	(0,91)	5,41*
Change	16,4%	N/A	6,4%	N/A	N/A	N/A

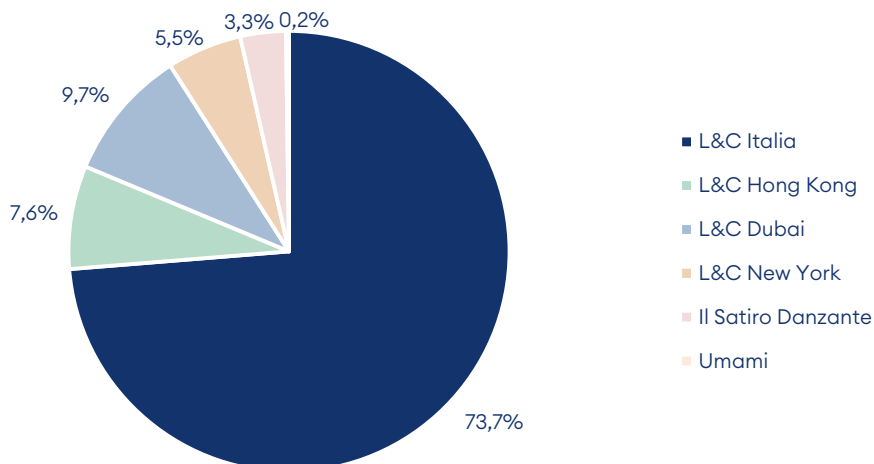
*NFP as of 31/12/2022

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati semestrali, dichiara: “Nonostante un quadro macroeconomico incerto siamo molto soddisfatti dei risultati conseguiti nel primo semestre del 2023. I ricavi crescono di oltre il 16% e l’EBITDA raggiunge la sostanziale parità dopo i dati negativi dovuti agli effetti della pandemia. Siamo soddisfatti delle performance della Capogruppo e delle controllate che stanno proseguendo nel loro percorso di crescita. In particolare, Hong Kong ha chiuso il semestre con un incremento di oltre il 70% e con un EBITDA lievemente positivo, festeggiando così l’uscita dalla pandemia nei 10 anni di attività. La controllata di New York prosegue nel suo percorso analogo a Hong Kong e Dubai, e prevediamo pertanto di raggiungere il break-even in termini di EBITDA già dal prossimo esercizio. Le due società produttive del Gruppo proseguono il loro percorso di crescita con il Satiro Danzante che il 30 giugno ha avviato un nuovo stabilimento a Mazara del Vallo e nel mese di settembre ha inserito agente di grande esperienza che si occuperà di incrementare la presenza all’estero e che ha aumentato le vendite verso terzi del 26,5%. Anche la Start-up Umami ha raddoppiato le vendite, anche se ancora non ha raggiunto il pareggio. Infine, per Shoptongino, società controllata che si occupa di e-commerce B2C, i risultati sono rimasti costanti nonostante le difficoltà generali dell’e-commerce post pandemia. Confermiamo la volontà di proseguire gli investimenti nel segmento B2C che rappresenta un importantissimo mezzo per la creazione del valore del Gruppo, sia per la potenzialità e la vastità del mercato, sia per la diffusione del nostro marchio. La nostra strategia è quella di incrementare il margine di intermediazione che è già passato dal 44% ad oltre il 52% e previsto ancora in crescita nel secondo semestre, limitando al massimo le due voci di costo che impattano maggiormente su ogni società del settore, i costi di pubblicità ed i costi di trasporto. Abbiamo una view molto positiva sul futuro, a partire dal secondo semestre che storicamente si è mostrato sempre più ricco del primo e che ci consentirà di confermare il trend di recupero che abbiamo già intrapreso con il primo semestre 2023”.

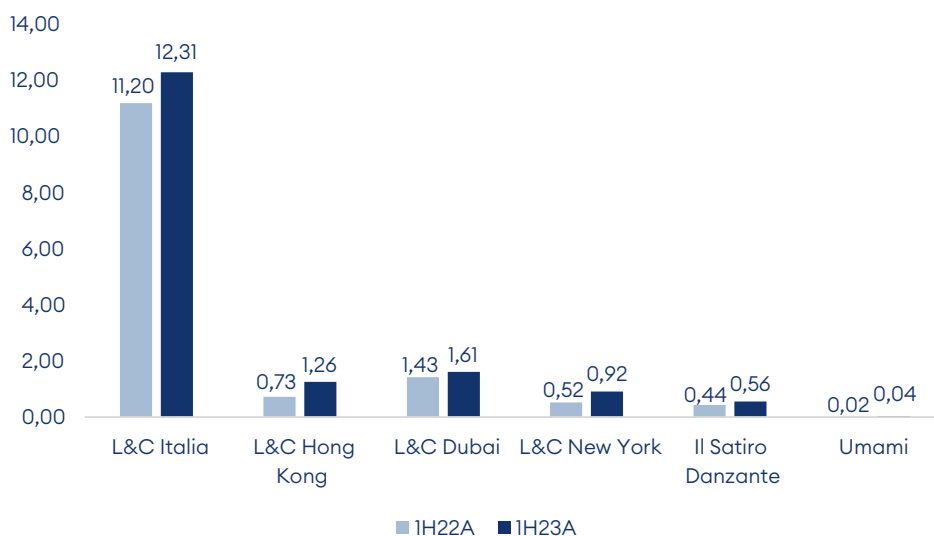
I ricavi si attestano a € 16,70 mln, in aumento del 16,4% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 14,35 mln. La crescita ha coinvolto tutte le società del Gruppo, sia sul mercato italiano che in quello estero. In particolare, la Capogruppo è stata quella ad aver contribuito maggiormente, col 73,7% dei ricavi. Successivamente, la controllata di Dubai ha generato il 9,7% dei ricavi, mentre quelle di Hong Kong il 7,6% e New York il 5,5%. Infine le vendite de Il Satiro Danzante e della start up Umami hanno contribuito rispettivamente per il 3,3% e 0,2%.

CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SINGLE COMPANY 1H23A



Source: Longino & Cardenal

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY SINGLE COMPANY 1H22A VS 1H23A



Source: Longino & Cardenal

Nello specifico, al netto delle transazioni *intercompany*, nel primo semestre la Capogruppo ha realizzato ricavi pari a € 12,31 mln, in aumento del 9,9% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 11,20 mln. La controllata di Dubai ha generato ricavi per € 1,61 mln, in aumento del 12,6% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 1,43 mln. La controllata di Hong Kong ha prodotto ricavi per € 1,26 mln, in aumento del 72,9% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 0,73 mln, per effetto della riapertura del mercato asiatico dopo le severe politiche anti-Covid. Prosegue la crescita anche della controllata di New York, che ha generato ricavi

per € 0,92 mln, in aumento del 75,3% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 0,52 mln. Il Satiro Danzante ha registrato una crescita dei ricavi più modesta, pari al 26,2%, passando dai € 0,44 mln del 1H22A ai € 0,56 mln del 1H23A. Infine, la *start-up* Umami ha generato ricavi per € 0,04 mln, segnando un aumento del 111,8% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 0,02 mln.

L'EBITDA *Adjusted* si attesta a € -0,07 mln, in aumento rispetto al dato del 1H22A, negativo per € 0,99 mln. Il miglioramento è imputabile principalmente all'incremento del livello di margine di intermediazione della merce venduta, soprattutto da parte della Capogruppo, su entrambi i canali di vendita B2B e B2C. Come conseguenza, migliora anche l'EBITDA *Adjusted Margin*, che passa dal -6,9% nel 1H22A al -0,4% del primo semestre del 2023.

L'EBIT, dopo D&A *Adjusted* pari a € 0,38 mln, si attesta a € -0,45 mln, in miglioramento rispetto al dato del 1H22A, negativo per € 1,35 mln. L'EBIT *margin* risulta pari al -2,7%, rispetto ad un dato dello stesso semestre dell'esercizio precedente pari al -9,4%. Il Net Income si attesta a € -0,60 mln, in aumento rispetto al dato del 1H22A, pari a € -0,91 mln.

La NFP risulta pari a € 6,53 mln, in leggero peggioramento rispetto al dato di fine esercizio 2022, pari a € 5,41 mln. Il cambiamento è imputabile principalmente agli investimenti della Capogruppo in ambito ERP ed agli investimenti della controllata il Satiro Danzante per il nuovo stabilimento produttivo di Mazara del Vallo.

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	0,95	1,95	3,55
Old	1,20	2,15	3,80
Change	-20,8%	-9,1%	-6,6%
EBITDA Adjusted %			
New	2,6%	4,8%	7,1%
Old	3,3%	5,2%	7,6%
Change	-0,7%	-0,5%	-0,5%
EBIT			
New	0,15	1,05	2,55
Old	0,20	1,05	2,60
Change	-25,0%	0,0%	-1,9%
Net Income			
New	(0,10)	0,60	1,85
Old	0,15	0,90	2,20
Change	N/A	-33,3%	-15,9%
NFP			
New	5,73	7,23	5,20
Old	6,63	7,73	3,15
Change	N/A	N/A	N/A

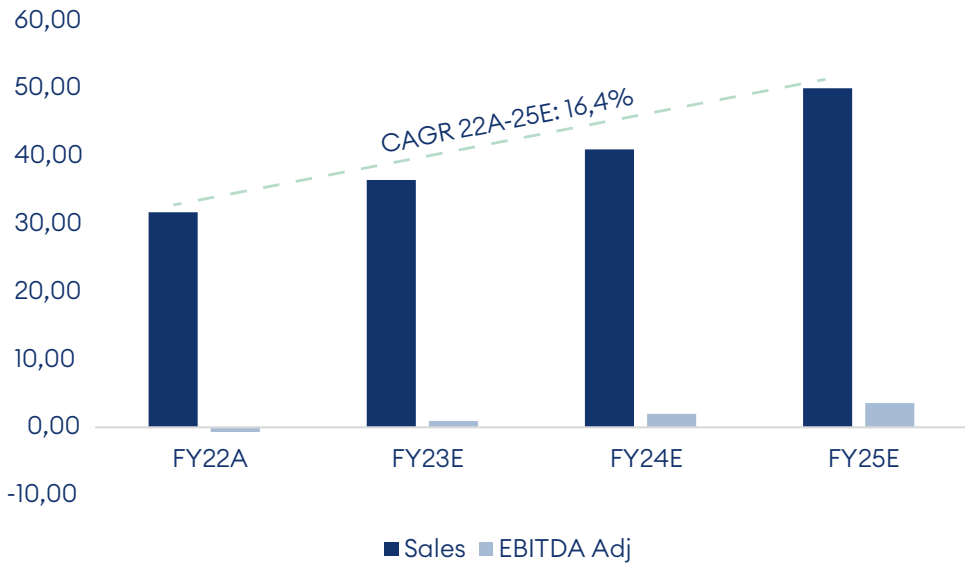
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A, modifichiamo parzialmente 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 € 0,95 mln, corrispondente ad una marginalità del 2,6%. 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 € 3,55 mln (corrispondente ad una marginalità del 7,1%), in crescita rispetto a € - 0,71 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA Adjusted *margin* del - 2,2%).

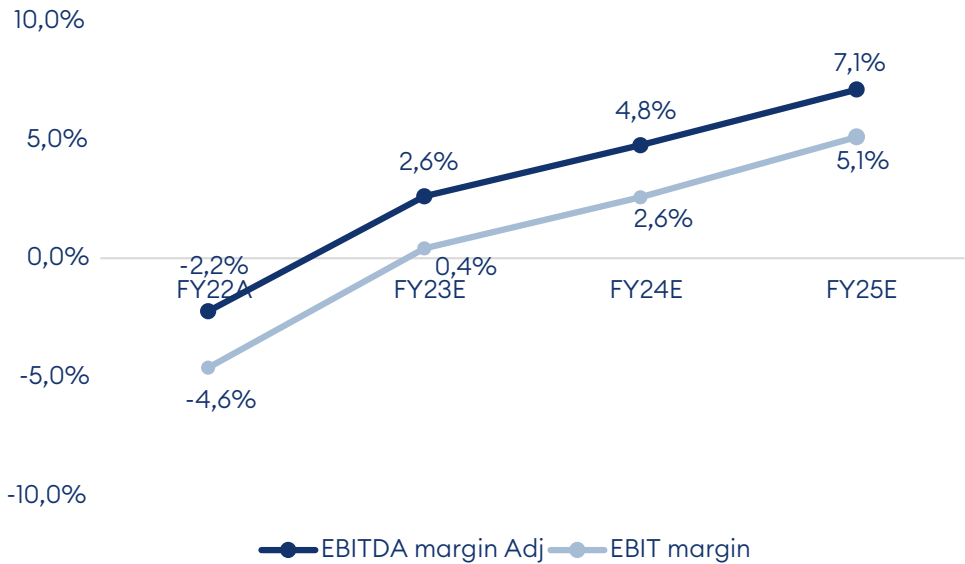
A livello patrimoniale stimiamo per il FY25E una NFP di debito pari a € 5,20 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA ADJUSTED FY22A-25E



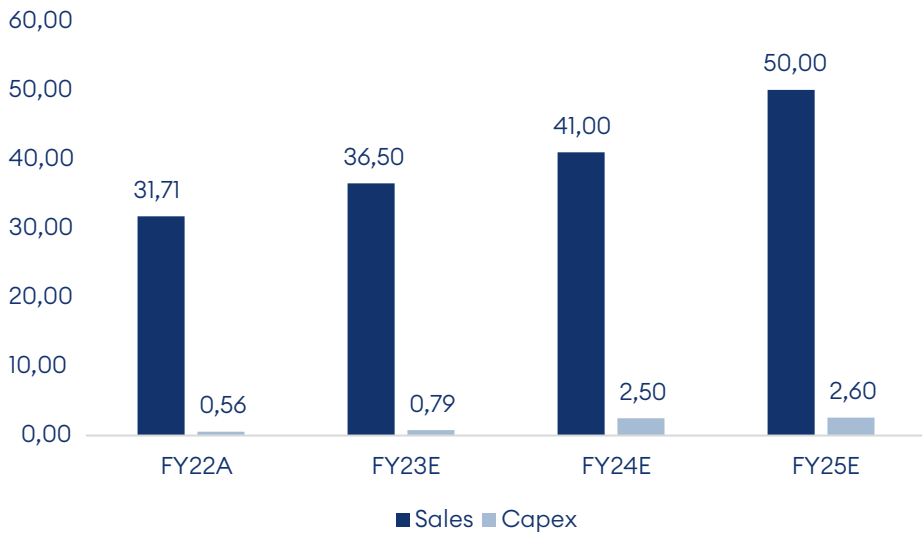
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A-25E



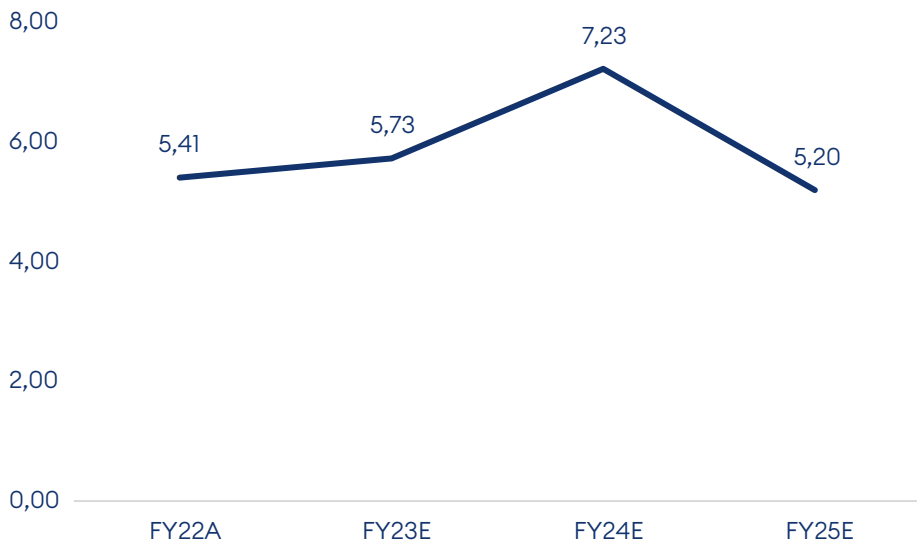
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – 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				6,77%
D/E 185,71%	Risk Free Rate 3,85%	β Adjusted 1,00	α (specific risk) 2,50%	
K_d 3,50%	Market Premium 8,33%	β Relevered 2,33	K_e 14,65%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,77%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	1,1	4%
TV actualized DCF	29,3	96%
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						
		5,3%	5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%
	2,5%	60,7	49,6	41,5	35,3	30,5	26,5	23,2
	2,0%	50,8	42,5	36,2	31,2	27,1	23,8	21,0
	1,5%	43,5	37,0	31,9	27,8	24,4	21,6	19,2
	1,0%	37,9	32,7	28,5	25,0	22,1	19,7	17,5
	0,5%	33,5	29,2	25,6	22,7	20,2	18,0	16,1
	0,0%	29,9	26,3	23,3	20,7	18,5	16,6	14,9
	-0,5%	26,9	23,9	21,2	19,0	17,0	15,3	13,8

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. €4,00)**. Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	32,0x	15,6x	8,6x
EV/EBIT	N/A	202,9x	29,0x	11,9x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	17,9 x	8,7 x	4,8 x
EV/EBIT	N/A	113,6 x	16,2 x	6,7 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 Riviello, 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
13/10/2022	2,92	Buy	4,05	Medium	Update
14/04/2023	2,82	Buy	4,00	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 >= 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) 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.