

UPDATE

Longino & Cardenal

Euronext Growth Milan | Food Services | Italy

Produzione 04/04/2024, h. 18:30

Pubblicazione 05/04/2024, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 4,00

prev. €4,00

Risk



Medium

Upside potential

42,8%

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Sales	35,79	41,00	50,00	60,20
EBITDA	0,81	1,90	3,50	5,40
EBIT	0,09	1,05	2,55	4,45
Net Profit	(0,53)	0,60	1,85	3,30
NFP	6,80	5,91	4,96	2,61
EBITDA Adj. margin	2,2%	4,6%	7,0%	9,0%
EBIT margin	0,3%	2,6%	5,1%	7,4%
Net Income margin	-1,5%	1,5%	3,7%	5,5%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 2,80
Target price	€ 4,00
Upside/(Downside) potential	42,8%
Ticker	LON IM
Market Cap (€/mln)	€ 17,50
EV (€/mln)	€ 24,30
Free Float	22,00%
Share Outstanding	6.250.000
52-week high	€ 2,98
52-week low	€ 1,56
Average daily volumes (3 months)	4.594

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
 Alessandro Elia Stringa | alessandro.stringa@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-4,4%	22,9%	31,0%	-9,8%
to FTSE Italia Growth	-3,5%	24,8%	31,6%	3,8%
to Euronext STAR Milan	-7,7%	19,2%	15,2%	-7,6%
to FTSE All-Share	-9,1%	8,8%	5,9%	-34,6%
to EUROSTOXX	-8,0%	8,9%	7,2%	-27,4%
to MSCI World Index	-6,0%	12,7%	9,9%	-32,6%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	30,2 x	12,8 x	6,9 x	4,5 x
EV/EBIT	258,6 x	23,1 x	9,5 x	5,5 x
P/E	n/a	29,2 x	9,5 x	5,3 x

FY23A Results

Al 31 dicembre 2023 i ricavi si attestano pari a € 35,79 mln risultando in crescita del 12,9% rispetto al periodo precedente in cui ammontavano a € 31,71 mln. L'EBITDA al 31 dicembre 2023 risulta pari a € 0,81 mln denotando una crescita notevole rispetto al valore di € -0,73 mln del periodo precedente. Il margine si attesta quindi pari al 2,2%. Similmente positiva risulta la crescita dell'EBITDA Adjusted che raggiunge gli € 0,96 mln rispetto al periodo precedente in cui ammontava a € -0,71 mln. Di conseguenza, risulta in crescita anche l'EBITDA Adjusted margin, che passa dal -2,2% del 2022 al 2,7%. L'EBIT, si attesta a € 0,09 mln in miglioramento rispetto al dato del 2022 pari ad € -1,46 mln. Il Net Income si attesta pari ad € -0,53 mln in miglioramento rispetto ai € -1,24 mln del periodo precedente.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2023, confermiamo quasi integralmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore delle vendite FY24E pari a € 41,00 mln ed un EBITDA pari a € 1,90 mln, corrispondente ad una marginalità del 4,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore delle vendite possa aumentare fino a € 60,20 mln (CAGR 23A-26E: 18,9%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 5,40 mln (corrispondente ad una marginalità del 9,0%), in crescita rispetto a € 0,81 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA margin del 2,2%). A livello patrimoniale stimiamo per il FY26E una NFP di debito pari a € 2,61 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)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Sales	31,71	35,79	41,00	50,00	60,20
COGS	24,80	27,45	31,50	38,30	45,80
Contribution margin	6,91	8,34	9,50	11,70	14,40
Marketing	3,35	3,19	3,40	3,50	3,80
Logistics	1,57	1,56	1,70	1,90	2,10
G&A	2,72	2,79	2,50	2,80	3,10
EBITDA	(0,73)	0,81	1,90	3,50	5,40
<i>EBITDA Margin</i>	-2,3%	2,2%	4,6%	7,0%	9,0%
Sales writedowns	0,02	0,15	0,05	0,05	0,10
EBITDA Adjusted	(0,71)	0,96	1,95	3,55	5,50
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	-2,2%	2,7%	4,8%	7,1%	9,1%
D&A	0,73	0,71	0,85	0,95	0,95
D&A Adj.	0,75	0,86	0,90	1,00	1,05
EBIT	(1,46)	0,09	1,05	2,55	4,45
<i>EBIT Margin</i>	-4,6%	0,3%	2,6%	5,1%	7,4%
Financial management	0,06	(0,50)	(0,40)	(0,40)	(0,45)
Extraordinary items	(0,02)	0,01	0,05	0,05	0,05
EBT	(1,43)	(0,40)	0,70	2,20	4,05
Taxes	(0,18)	0,13	0,10	0,35	0,75
Net Income	(1,24)	(0,53)	0,60	1,85	3,30

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	5,21	5,52	5,20	4,80	4,40
Account receivable	7,44	7,98	9,20	11,10	13,40
Inventory	2,66	2,59	3,35	4,10	4,90
Account payable	5,11	4,98	6,70	8,20	9,85
Operating Working Capital	4,99	5,59	5,85	7,00	8,45
Other receivable	1,64	2,18	2,10	2,50	3,00
Other payable	1,16	1,59	1,60	1,80	2,20
Net Working Capital	5,48	6,18	6,35	7,70	9,25
Severance & other provisions	1,01	1,11	1,25	1,30	1,50
NET INVESTED CAPITAL	9,68	10,59	10,30	11,20	12,15
Share capital	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Reserves	4,52	3,32	2,79	3,39	5,24
Net Income	(1,24)	(0,53)	0,60	1,85	3,30
Equity	4,27	3,79	4,39	6,24	9,54
Cash & cash equivalents	1,38	1,43	1,59	1,84	3,29
Short term financial debt	3,21	3,93	3,50	3,30	2,90
M/L term financial debt	3,58	4,30	4,00	3,50	3,00
Net Financial Position	5,41	6,80	5,91	4,96	2,61
SOURCES	9,68	10,59	10,30	11,20	12,15

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	0,09	1,05	2,55	4,45
Taxes	0,13	0,10	0,35	0,75
NOPAT	(0,03)	0,95	2,20	3,70
D&A	0,71	0,85	0,95	0,95
Change in NWC	(0,70)	(0,17)	(1,35)	(1,55)
Change in receivable	(0,53)	(1,22)	(1,90)	(2,30)
Change in inventory	0,07	(0,76)	(0,75)	(0,80)
Change in payable	(0,14)	1,72	1,50	1,65
Change in others	(0,11)	0,09	(0,20)	(0,10)
Change in provisions	0,11	0,14	0,05	0,20
OPERATING CASH FLOW	0,08	1,77	1,85	3,30
Capex	(1,03)	(0,53)	(0,55)	(0,55)
FREE CASH FLOW	(0,95)	1,24	1,30	2,75
Financial Management	(0,50)	(0,40)	(0,40)	(0,45)
Extraordinary items	0,01	0,05	0,05	0,05
Change in Financial debt	1,45	(0,73)	(0,70)	(0,90)
Change in equity	0,04	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,05	0,16	0,25	1,45

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*.

FY23A Results

TABLE 2 – FY23A VS FY23E

€/mln	Sales	EBITDA	EBITDA Margin	EBIT	Net Income	NFP
FY23A	35,79	0,81	2,2%	0,09	(0,53)	6,80
FY23E	36,50	0,90	2,5%	0,15	(0,10)	5,73
Change	-2,0%	-10,5%	-0,2%	-37,4%	n/a	n/a

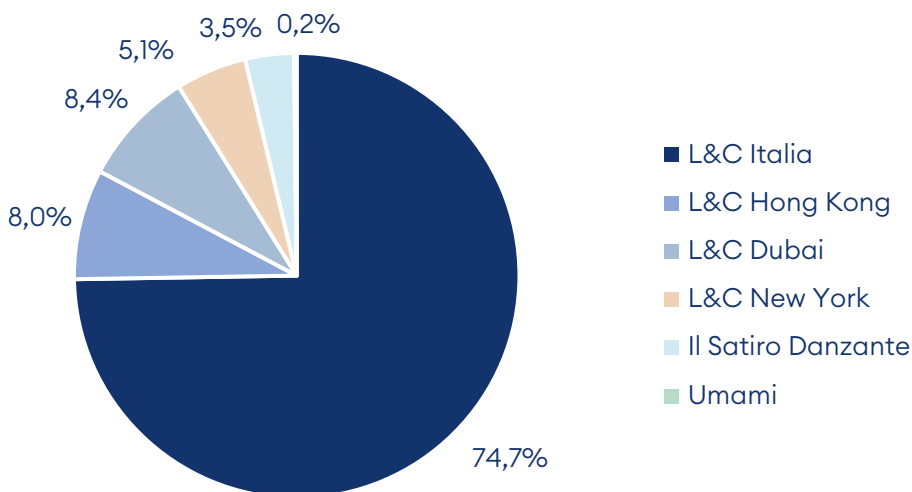
Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati annuali del 2023, ha dichiarato: *“Come anticipato con la relazione semestrale 2023, l'intero esercizio non solo ha mantenuto la crescita del primo semestre ma ha anche migliorato sensibilmente il risultato. A livello consolidato il fatturato è cresciuto del 12,9% con un EBITDA positivo di €0,8 milioni, in netta controtendenza rispetto al risultato negativo dello scorso anno. Possiamo dire di essere definitivamente usciti dal periodo della pandemia, che ha pesato sul settore di riferimento e sui risultati del nostro Gruppo, per poter riprendere il progetto di crescita per il quale ci eravamo quotati nel 2018. I risultati si sono inoltre rivelati molto soddisfacenti per tutte le società, tornate ad un margine positivo tranne le più recenti in termini di costituzione, ovvero la controllata di New York e Shoplongino, ma in linea con quella che è la strategia del nostro Gruppo, ossia avviare società da green field finanziandole fino al raggiungimento del break-even, per poi beneficiare dei risultati positivi e della creazione di valore per tutto il Gruppo, come già avvenuto per le società di Hong Kong e di Dubai. La Capogruppo è cresciuta dell'8,7% realizzando un fatturato di €27,5 milioni (€26,7 milioni al netto delle poste Intercompany) con un EBITDA superiore a €1,0 milioni, grazie all'aumento del margine di intermediazione di quasi il 3% ed a una diminuzione dei costi fissi, di oltre € 450 mila. Discorso diverso per Shoplongino, che si occupa dell'e-commerce, perché ha iniziato ad operare solo nel secondo semestre dello scorso anno. Ricordiamo che tale società non realizza vendite, che vengono operate dalla casa madre e dalle controllate di Hong Kong e Dubai, ma percepisce una royalty dalle suddette società. Durante l'esercizio abbiamo realizzato una strategia di aumento del margine di intermediazione, di diminuzione dei costi di trasporto e di diminuzione degli investimenti in marketing, che ha permesso di realizzare un margine di contribuzione positivo e in significativa crescita, che permetterà, congiuntamente alle strategie aziendali, di realizzare un risultato positivo nel 2025. In definitiva siamo molto soddisfatti dei risultati conseguiti nell'esercizio 2023 e guardiamo con ottimismo il prosieguo nel nostro percorso di crescita.”*

Al 31 dicembre 2023 i ricavi si attestano pari a € 35,79 mln risultando in crescita del 12,9% rispetto al periodo precedente in cui ammontavano a € 31,71 mln ma lievemente al di sotto delle nostre precedenti stime pari ad € 36,50 mln. Tale variazione è attribuibile all'ottima performance di tutte le categorie commerciali e di tutte le società, italiane ed estere, facenti parte del Gruppo. In particolare, la Capogruppo ha contribuito nella misura maggiore con il 74,7% del totale. Seguono la controllata di Dubai con l'8,4%, mentre quella di Hong Kong e di New York hanno generato rispettivamente l'8,0% e il 5,1% del fatturato. Infine, la

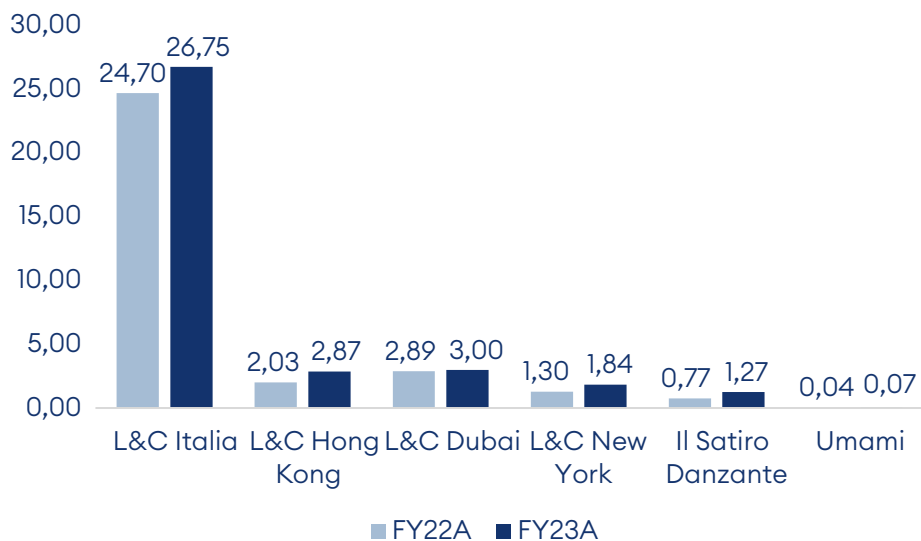
quota rimanente delle vendite è attribuibile a Il Satiro Danzante per il 3,5% e alla start up Umami per lo 0,2%.

CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SINGLE COMPANY FY23A



Source: Longino & Cardenal

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY SINGLE COMPANY FY22A VS FY23A



Source: Longino & Cardenal

Guardando poi alla crescita delle vendite effettuate da ciascuna società che compone il Gruppo al netto delle transazioni *intercompany*, al termine dell’esercizio 2023 la Capogruppo ha registrato un volume di vendite pari ad € 26,75 mln, registrando una crescita dell’8,3% rispetto al periodo precedente in cui il dato ammontava ad €24,70 mln. La con-

trollata di Dubai ha realizzato vendite pari ad € 3,00 mln in aumento del 3,8% rispetto ai € 2,89 mln del FY22A. Seguono la controllata di Hong Kong, che ha registrato vendite per € 2,87 mln con una crescita del 41,5% rispetto ai € 2,03 mln del periodo precedente e la controllata di New York che con una crescita del 42,3% si attesta ad un volume di vendite pari ad € 1,84 mln rispetto agli € 1,30 mln del 2022. Infine, Il Satiro Danzante ha chiuso l'esercizio 2023 con € 1,27 mln di vendite verso terzi mostrando un'importante crescita del 64,3% rispetto agli € 0,77 mln del periodo precedente, mentre la start up Umami ha quasi raddoppiato le proprie vendite verso terzi arrivando ad € 0,07 mln.

Si segnala per ultimo che le vendite del Gruppo tramite il canale B2C, di più recente introduzione, ammontano ad € 1,40 mln rispetto agli € 1,30 mln del 2022.

L'EBITDA al 31 dicembre 2023 risulta pari a € 0,81 mln denotando una crescita notevole rispetto al valore di € -0,73 mln del periodo precedente. Il margine si attesta quindi pari al 2,2%. Similmente positiva risulta la crescita dell'EBITDA Adjusted che raggiunge gli € 0,96 mln rispetto al periodo precedente in cui ammontava a € -0,71 mln. Tale variazione è il risultato da un lato del miglioramento del margine di contribuzione, che infatti cresce in maniera più che proporzionale rispetto alle vendite, e dall'altro dalle politiche di efficientamento operativo instaurate dal Gruppo nel corso dell'esercizio. Di conseguenza, risulta in crescita anche l'EBITDA Adjusted margin, che passa dal -2,2% del 2022 al 2,7%.

L'EBIT, dopo D&A Adjusted per € 0,86 mln, si attesta a € 0,09 mln in miglioramento rispetto al dato del 2022 pari ad € -1,46 mln. L'EBIT margin, similmente, risulta in crescita passando dal -4,6% del FY22A allo 0,3%. Il Net Income si attesta pari ad € -0,53 mln in miglioramento rispetto ai € -1,24 mln del periodo precedente.

La NFP, al 31 dicembre 2023 risulta pari a € 6,80 mln di debito, in peggioramento rispetto al dato al termine dell'esercizio precedente pari a € 5,41 mln di debito a seguito degli investimenti effettuati nel corso dell'anno per l'ulteriore sviluppo del sistema di ERP e della piattaforma e-commerce, nonchè per il nuovo stabilimento produttivo della società Il Satiro Danzante a Mazara del Vallo (TP).

FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Sales			
New	41,0	50,0	60,2
Old	41,0	50,0	n/a
Change	0,0%	0,0%	n/a
EBITDA			
New	1,9	3,5	5,4
Old	1,9	3,5	n/a
Change	0,0%	0,0%	n/a
EBITDA Margin			
New	4,6%	7,0%	9,0%
Old	4,6%	7,0%	n/a
Change	0,0%	0,0%	n/a
EBIT			
New	1,1	2,6	4,5
Old	1,1	2,6	n/a
Change	0,0%	0,0%	n/a
Net Income			
New	0,6	1,9	3,3
Old	0,6	1,9	n/a
Change	0,0%	0,0%	n/a
NFP			
New	5,9	5,0	2,6
Old	7,2	8,4	n/a
Change	n/a	n/a	n/a

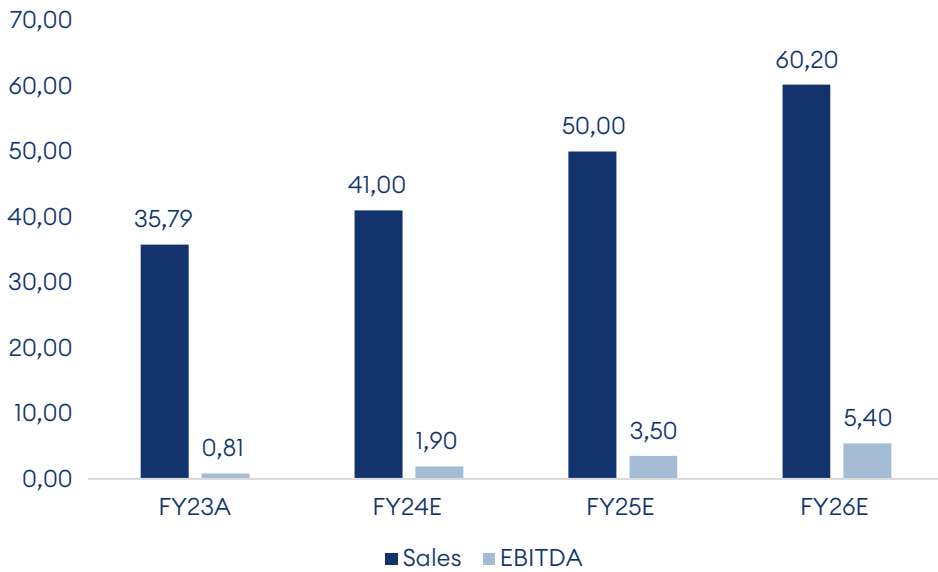
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2023, confermiamo quasi integralmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore delle vendite FY24E pari a € 41,00 mln ed un EBITDA pari a € 1,90 mln, corrispondente ad una marginalità del 4,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore delle vendite possa aumentare fino a € 60,20 mln (CAGR 23A-26E: 18,9%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 5,40 mln (corrispondente ad una marginalità del 9,0%), in crescita rispetto a € 0,81 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA margin del 2,2%).

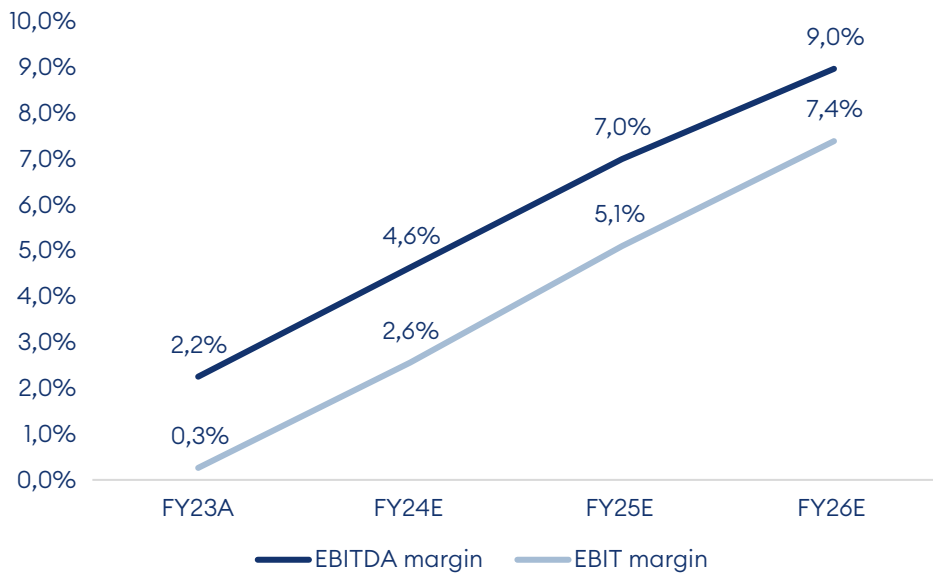
A livello patrimoniale stimiamo per il FY26E una NFP di debito pari a € 2,61 mln.

CHART 3 – SALES AND EBITDA FY23A-26E



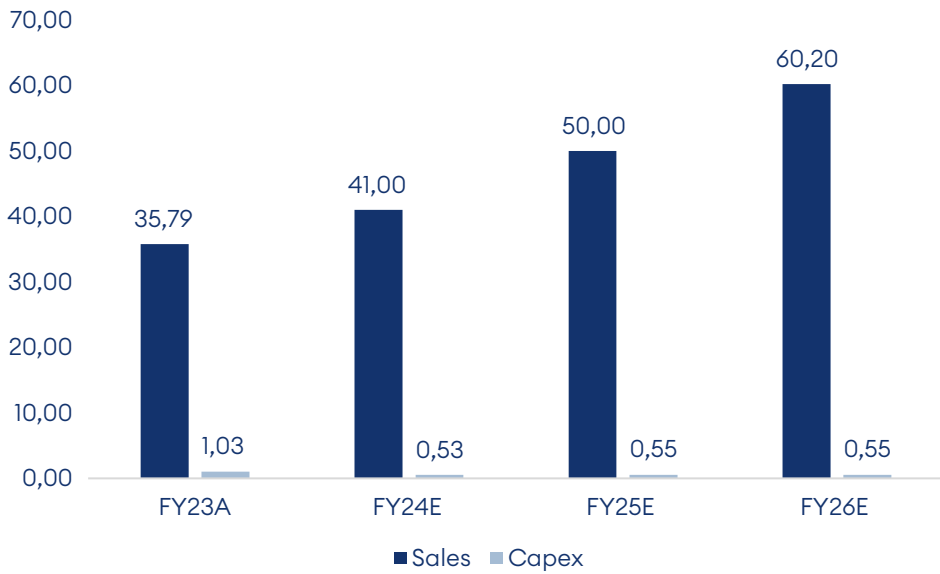
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY23A-26E



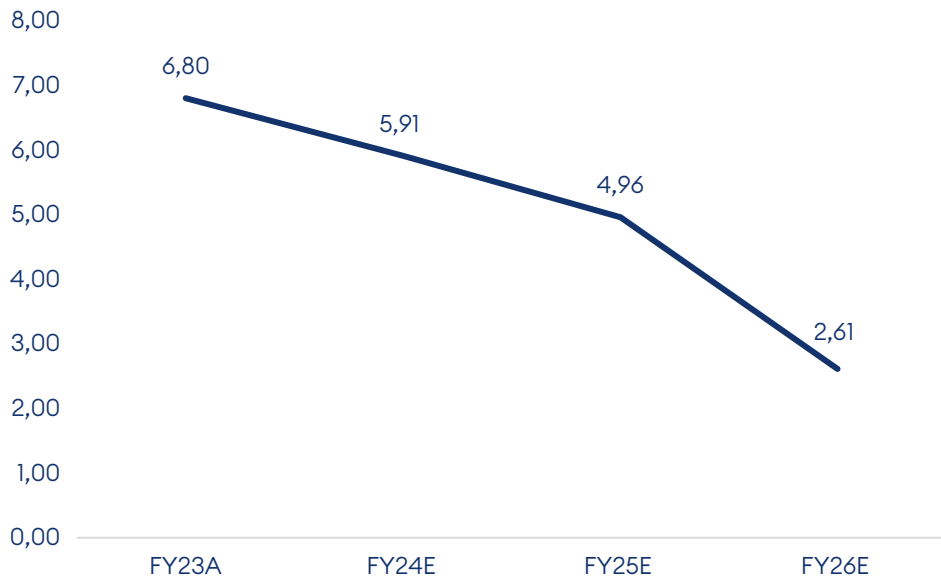
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY23A-26E



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				9,18%
D/E 150,00%	Risk Free Rate 3,20%	β Adjusted 1,7	α (specific risk) 2,50%	
K_d 3,50%	Market Premium 7,81%	β Relevered 2,1	K_e 19,17%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 9,18%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	5,6	18%
TV actualized DCF	26,2	82%
Enterprise Value	31,8	100%
NFP (FY23A)	6,8	
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						
		7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%
	3,0%	44,3	39,1	34,9	31,4	28,3	25,7	23,5
	2,5%	39,9	35,6	32,0	28,9	26,3	24,0	22,0
	2,0%	36,3	32,6	29,5	26,8	24,5	22,4	20,6
	1,5%	33,3	30,1	27,4	25,0	22,9	21,1	19,4
	1,0%	30,7	27,9	25,5	23,4	21,5	19,8	18,3
	0,5%	28,5	26,0	23,9	22,0	20,3	18,7	17,4
	0,0%	26,6	24,4	22,4	20,7	19,2	17,8	16,5

Source: Integrae SIM

Equity Value

TABLE 7 – EQUITY VALUE

Equity Value (€/mln)	
Equity Value DCF (€/mln)	25,00
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 8 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	39,5 x	16,7 x	9,1 x	5,9 x
EV/EBIT	338,4 x	30,3 x	12,5 x	7,1 x
P/E	n/a	41,7 x	13,5 x	7,6 x

Source: *Integrae SIM*

TABLE 9 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	30,2 x	12,8 x	6,9 x	4,5 x
EV/EBIT	258,6 x	23,1 x	9,5 x	5,5 x
P/E	n/a	29,2 x	9,5 x	5,3 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
14/04/2023	2,82	Buy	4,00	Medium	Update
12/10/2023	1,86	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.