

LONGINO & CARDENAL	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Food Services</i>
Rating: HOLD (unch.)	Target Price: € 3,40 (prev. 4,40)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-16,97%	-20,83%	-23,10%	-23,82%
to FTSE AIM Italia	-6,70%	-5,33%	-5,56%	1,11%
to FTSE STAR Italia	2,37%	4,31%	-6,47%	-7,47%
to FTSE All-Share	5,36%	6,71%	-0,26%	-3,47%
to EUROSTOXX	-0,67%	4,82%	-1,17%	-6,97%
to MSCI World Index	-3,50%	0,44%	-8,08%	-11,72%

Stock Data

Price	€ 3,16
Target price	€ 3,40
Upside/(Downside) potential	7,7%
Bloomberg Code	LON IMEQUITY
Market Cap (€m)	€ 19,75
EV (€m)	€ 18,37
Free Float	22,00%
Share Outstanding	6.250.000
52-week high	€ 5,56
52-week low	€ 2,71
Average daily volumes (3m)	1.350

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	33,7	18,1	36,0	39,0
EBITDA Adj.	1,8	0,2	2,1	2,4
EBIT	1,3	-0,2	1,6	1,9
Net Profit	0,9	-0,2	1,1	1,3
EPS (€)	0,15	-0,03	0,18	0,21
EBITDA margin	5,4%	1,1%	5,8%	6,2%
EBIT margin	3,7%	-1,1%	4,4%	4,9%

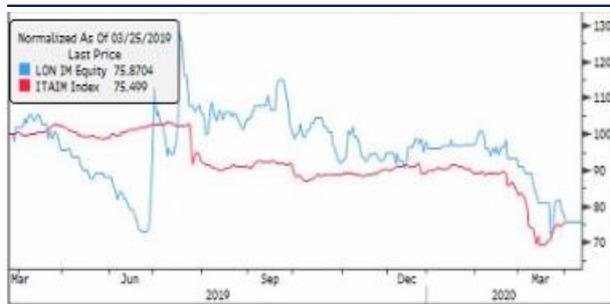
Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	10,1	91,8	8,7	7,6
EV/EBIT (x)	14,6	N/A	11,5	9,6
P/E (x)	21,0	N/A	17,2	15,2

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



FY19A Results

L&C ha fatto registrare una crescita dei ricavi pari al 5,2% YoY, passando da circa € 32,0 mln a € 33,7 mln. Le nostre stime del precedente report erano pari a € 34,0 mln

L'EBITDA si attesta a €1,63 mln (€ 2,0 mln nel 2018), principalmente per effetto dell'aumento dei costi finalizzati a strutturare la Capogruppo e per effetto di costi operativi indirizzati al perseguimento dei progetti di internazionalizzazione e all'avvio della start up produttiva Umami. Per questi motivi, la marginalità, pari al 4,8%, risulta in diminuzione rispetto al 6,3% del 2018.

Estimates Update

Nell'incertezza generata a livello globale dalla diffusione dell'epidemia Covid-19, L&C sta risentendo della situazione attuale a causa della sospensione dell'attività dei clienti principali quali ristoranti ed alberghi, in Italia e nel mondo.

Tuttavia, mantenendo un'ottica di più lungo periodo, considerando i tassi di crescita della capogruppo e l'evoluzione delle controllate e delle sedi estere, ci aspettiamo che la crescita possa riprendere negli anni successivi (CAGR 19A-23E: 6,28%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di L&C sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. 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 €32,4 mln. L'equity value di L&C utilizzando i market multiples risulta essere pari €10,2 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 21,3 mln. Il target price è di € 3,40, confermiamo rating HOLD e rischio MEDIUM invariato.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)							
	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	28,54	32,03	33,70	18,10	36,00	39,00	43,00
COGS	22,56	24,84	25,95	14,50	27,70	30,00	33,00
Contribution Margin	6,0	7,18	7,75	3,60	8,30	9,00	10,00
Marketing	1,70	2,02	2,33	1,30	2,50	2,60	2,80
Logistics	1,10	1,30	1,58	0,95	1,60	1,70	1,90
G&A	1,66	1,84	2,21	1,25	2,30	2,50	2,70
EBITDA	1,52	2,01	1,63	0,10	1,90	2,20	2,60
<i>EBITDA Margin</i>	<i>5,3%</i>	<i>6,3%</i>	<i>4,8%</i>	<i>0,6%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,6%</i>	<i>6,0%</i>
Sales Writedowns	0,19	0,15	0,19	0,10	0,20	0,22	0,25
EBITDA Adj	1,71	2,16	1,82	0,20	2,10	2,42	2,85
<i>EBITDA Margin Adj</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,8%</i>	<i>5,4%</i>	<i>1,1%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,6%</i>
D&A	0,16	0,22	0,38	0,30	0,30	0,29	0,25
D&A Adj	0,35	0,36	0,57	0,40	0,50	0,51	0,50
EBIT	1,37	1,79	1,25	-0,20	1,60	1,91	2,35
<i>EBIT Margin</i>	<i>4,8%</i>	<i>5,6%</i>	<i>3,7%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,5%</i>
Financial Management	(0,27)	(0,08)	(0,06)	(0,04)	(0,08)	(0,13)	(0,13)
Non Recurrent Items	(0,14)	(0,05)	0,10	0,05	0,04	0,05	0,01
EBT	0,95	1,66	1,30	-0,19	1,56	1,82	2,23
Taxes	0,39	0,47	0,36	0,00	0,41	0,52	0,63
Net Income	0,56	1,19	0,94	-0,19	1,15	1,30	1,60
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)							
	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Assets	1,44	2,18	2,59	2,40	2,35	2,30	2,10
Account Receivable	7,55	7,77	8,36	6,00	9,00	9,70	10,70
Inventories	1,36	1,72	1,61	0,90	1,70	1,85	2,00
Account Payable	5,68	5,64	5,56	3,10	5,90	6,40	7,10
Operating Working Capital	3,22	3,85	4,42	3,80	4,80	5,15	5,60
Other Receivable	0,38	0,51	0,74	0,40	0,80	0,85	0,95
Other Payable	0,97	0,88	1,32	0,75	1,40	1,50	1,70
Net Working Capital	2,64	3,48	3,84	3,45	4,20	4,50	4,85
Severance Indemnities & Other Provisions	0,50	0,61	0,63	0,40	0,80	0,85	1,00
NET INVESTED CAPITAL	3,57	5,04	5,80	5,45	5,75	5,95	5,95
Share Capital	0,54	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Reserves and Retained Profits	(0,58)	4,03	5,24	5,76	5,57	6,71	8,02
Net Income	0,56	1,19	0,94	-0,19	1,15	1,30	1,60
Total Equity	0,52	6,21	7,18	6,57	7,71	9,02	10,62
Cash & Cash Equivalent	0,27	2,88	2,16	3,32	3,91	4,77	6,12
Short Term Debt	2,15	0,99	0,49	0,50	0,75	1,00	1,25
M/L Term Debt	1,18	0,72	0,29	1,70	1,20	0,70	0,20
Net Financial Position	3,05	(1,2)	(1,4)	(1,1)	(2,0)	(3,1)	(4,7)
TOTAL SOURCES	3,57	5,04	5,80	5,45	5,75	5,95	5,95
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)							
	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	
EBIT	1,79	1,25	-0,20	1,60	1,91	2,35	
Taxes	0,47	0,36	0,00	0,41	0,52	0,63	
NOPAT	1,32	0,90	-0,20	1,19	1,39	1,72	
D&A	0,22	0,38	0,30	0,30	0,29	0,25	
Change in receivable	(0,22)	(0,59)	2,36	(3,00)	(0,70)	(1,00)	
Change in inventories	(0,36)	0,10	0,71	(0,80)	(0,15)	(0,15)	
Change in payable	(0,05)	(0,08)	(2,46)	2,80	0,50	0,70	
Other Changes	(0,21)	0,21	(0,23)	0,25	0,05	0,10	
<i>Change in NWC</i>	<i>(0,84)</i>	<i>(0,36)</i>	<i>0,39</i>	<i>(0,75)</i>	<i>(0,30)</i>	<i>(0,35)</i>	
Change in Provisions	0,11	0,01	-0,23	0,40	0,05	0,15	
OPERATING CASH FLOW	0,82	0,93	0,26	1,14	1,43	1,77	
Capex	(0,96)	(0,79)	(0,11)	(0,25)	(0,24)	(0,05)	
FREE CASH FLOW TO FIRM	(0,15)	0,14	0,15	0,89	1,19	1,72	
Financial Management	(0,08)	(0,06)	(0,04)	(0,08)	(0,13)	(0,13)	
Non Recurring Items	(0,05)	0,10	0,05	0,04	0,05	0,01	
Change in Financial Debt	(1,62)	(0,93)	1,42	(0,25)	(0,25)	(0,25)	
Change in Equity	4,51	0,03	(0,42)	(0,00)	0,00	0,00	
FREE CASH FLOW TO EQUITY	2,61	-0,72	1,16	0,60	0,85	1,35	

Source: L&C and Integrae SIM estimates

1.1 1H19A Results

Table 2 – FY19A vs FY19E

€/mln	Sales	EBITDA Adj.	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY19A	33,70	1,82	5,4%	1,36	0,94	(1,38)
FY19E	34,00	1,86	5,5%	1,51	0,96	-1,97
<i>Change</i>	<i>-0,9%</i>	<i>-2,2%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>-10,0%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>N.A</i>

Source: L&C

L&C ha fatto registrare una crescita dei ricavi pari al 5,2% YoY, passando da circa € 32,0 mln a € 33,7 mln. Le nostre stime del precedente *report* erano pari a € 34,0 mln.

Il fatturato della Controllante risulta pari a circa € 29,3 mln (€ 28,5 mln nel 2018), corrispondente a circa l'87% del totale consolidato. La crescita dei ricavi sul mercato italiano è stata pari al 2,8%, mentre, a livello globale, i tassi di crescita risultano maggiori: la sede di Dubai e quella di Hong Kong hanno fatto registrare YoY rispettivamente 79% ed 8,2%.

Il margine di contribuzione registra una crescita del 7,9% YoY (da €7,18 nel FY18A a € 7,75 nel FY19A), grazie all'impatto positivo delle sedi di Dubai e Hong Kong e della controllata Il Satiro Danzante. Le due sedi estere, grazie all'incremento del volume d'affari, sono state in grado di sfruttare economie di scala e di aumentare la marginalità. Il Satiro Danzante, a sua volta, ha impattato positivamente grazie ai risultati ottenuti dalla revisione della gamma prodotti offerta e del listino.

L'EBITDA si attesta a €1,63 mln (€ 2,0 mln nel 2018), principalmente per effetto dell'aumento dei costi finalizzati a strutturare la Capogruppo e per effetto di costi operativi indirizzati al perseguimento dei progetti di internazionalizzazione e all'avvio della start up produttiva Umami. Le componenti di costo per marketing, logistica e G&A hanno fatto registrare un aumento dell'incidenza su ricavi. In particolare, l'incremento dell'incidenza dei costi di marketing è principalmente dovuto al rinnovamento dell'area commerciale e ai costi di startup non capitalizzabili sostenuti per la sede di New York e per Umami. Per questi motivi, la marginalità, pari al 4,8%, risulta in diminuzione rispetto al 6,3% del 2018.

L'EBIT è pari a € 1,3 mln rispetto ai € 1,8 mln del 2018, a causa di accantonamenti ed ammortamenti pari a circa € 0,4 mln, in crescita per effetto degli oneri di quotazione. Il Net Profit si attesta a € 0,9 mln (€1,2 mln nel 2018), dopo la rilevazione di componenti straordinari legati al riconoscimento del credito d'imposta sugli oneri di quotazione.

La gestione del circolante risulta in leggero peggioramento a causa dell'incremento dei tempi medi di incasso.

La NFP si mantiene attiva (cassa) e in crescita rispetto al FY18A, attestandosi sui €1,4 mln (€ 1,2 mln nel 2018), prevalentemente per effetto dei flussi di cassa provenienti soprattutto dalla gestione operativa della controllata di Hong Kong.

A livello di investimenti, segnaliamo:

- Aumento della partecipazione ne "Il Satiro Danzante" dal 52% al 76%, al fine di rafforzare il *brand*, sempre più strategico con l'importante selezione di crostacei, cefalopodi e bottarghe;
- ingresso nel mercato USA, attraverso la costituzione e l'avvio di Longino & Cardenal USA Corp, società controllata al 100% da Longino & Cardenal S.p.A

- Costituzione della Società “Umami Srl”, in linea con la *vision* del Gruppo, che sarà interamente dedicata alla produzione e commercializzazione di aglio nero, scalogno nero e loro derivati, oltre alla produzione di aceti di frutta. La partecipazione è pari al 52%.

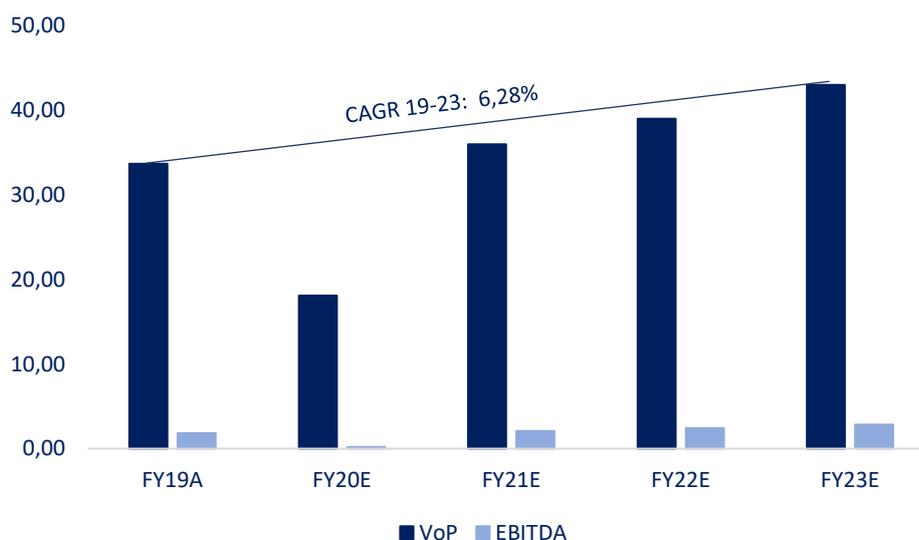
1.2 New estimates FY19E – FY22E

Nell'incertezza generata a livello globale dalla diffusione dell'epidemia Covid-19, Longino & Cardenal sta risentendo della situazione attuale a causa della sospensione dell'attività dei clienti principali quali ristoranti ed alberghi, in Italia e nel mondo. I contenuti costi di struttura e la riduzione del costo del personale, con il ricorso agli ammortizzatori sociali, consentiranno di rendere più elastica la struttura dei costi. La situazione attuale ha indotto la Società ad accelerare l'avvio del programma di vendita diretta B2C attraverso il canale online che sta già portando risultati e che potrebbe svilupparsi anche in futuro come nuova linea di business.

Table 3 – Estimates Updates FY20E-23E

€/mln	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Sales				
New	18,1	36,0	39,0	43,0
Old	37,0	40,5	45,0	50,0
Change	-51,1%	-11,1%	-13,3%	-14,0%
EBITDA Adj.				
New	0,2	2,1	2,4	2,9
Old	2,4	2,7	3,1	3,3
Change	-91,5%	-23,1%	-21,4%	-14,4%
EBITDA %				
New	1,1%	5,8%	6,2%	6,6%
Old	6,4%	6,7%	6,8%	6,7%
Change	-82,7%	-13,5%	-9,3%	-0,5%
EBIT				
New	(0,2)	1,6	1,9	2,4
Old	2,0	2,3	2,7	2,9
Change	N.A.	-30,7%	-28,2%	-18,1%
Net Income				
New	(0,2)	1,1	1,3	1,6
Old	1,3	1,5	1,8	1,7
Change	N.A.	-24,4%	-26,0%	-4,8%
NFP				
New	(1,1)	(2,0)	(3,1)	(4,7)
Old	(3,1)	(4,5)	(5,9)	(8,5)
Change	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

Source: Integrae SIM

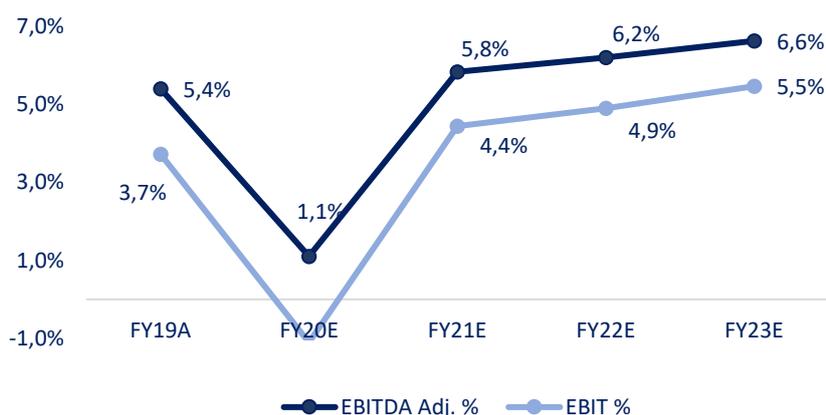
Chart 1– VoP, EBITDA FY19A – FY23E


Source: Integrae SIM

Alla luce delle importanti limitazioni del business dovute ai provvedimenti varati dal governo in risposta all’epidemia Covid-19, abbiamo preferito mantenere un approccio molto prudente sulle stime dei ricavi del prossimo anno: per l’anno 2020E, in ragione delle chiusure imposte a numerosi clienti della Società e delle possibili difficoltà in fase di riapertura, ci aspettiamo un importante decremento del fatturato rispetto al FY19A. In particolare, pensiamo che le difficoltà si presenteranno soprattutto su clienti significativamente esposti sulla fascia “business” ai quali è stata imposta la chiusura nei mesi di marzo e aprile e che, anche dopo la ripresa prevista nel mese di maggio, potranno subire un’importante contrazione nel periodo estivo a causa delle possibili limitazioni del turismo. Ci aspettiamo che tali clienti saranno in grado di riportarsi su livelli simili all’anno 2019 dopo l’estate con una crescita graduale. In ragione di queste attese, abbiamo preferito mantenere stime molto conservative, prevedendo circa € 6,5 mln di fatturato nella prima metà dell’anno e poco meno di € 12 mln nella seconda.

Tuttavia, mantenendo un’ottica di più lungo periodo, considerando i tassi di crescita della capogruppo e l’evoluzione delle controllate e delle sedi estere, ci aspettiamo che la crescita possa riprendere negli anni successivi (CAGR 19A-23E: 6,28%). Crediamo che la sede di New York, terminate le attività preparatorie, sarà in grado di avere un impatto molto positivo in termini di fatturato e di marginalità nei prossimi anni. Allo stesso modo, crediamo che le sedi di Hong Kong e Dubai saranno in grado di continuare il loro processo di crescita e di aumentare il livello di marginalità prodotta.

Chart 2– Margins FY19A – FY23E



Source: Integrae SIM

Per quanto riguarda, la marginalità, così come per i ricavi, ci aspettiamo che il 2020E possa essere un anno di difficoltà. Nonostante questo, crediamo che la Società sarà in grado di raggiungere il livello di break even in termini di EBITDA. Pensiamo, infatti, che la Società potrà sfruttare la struttura molto snella e il sistema di ammortizzatori sociali al fine di limitare drasticamente i costi.

Inoltre, la Società sta sfruttando questo momento per dedicarsi allo sviluppo della parte software del business sia lato B2B sia lato B2C. In particolare, nel segmento retail, la Società ha implementato una piattaforma di e-commerce che, secondo le nostre aspettative, potrà impattare in maniera positiva sulla marginalità anche nei prossimi anni.

Per gli anni successivi al 2020E, ci aspettiamo che la società possa migliorare la marginalità, grazie anche all’impatto delle sedi estere, della piattaforma di e-commerce e della controllata il Satiro Danzante, raggiungendo un EBITDA Adj. Margin del 6,6% nel 2023E, in crescita del 1,2% rispetto ai valori del FY19A.

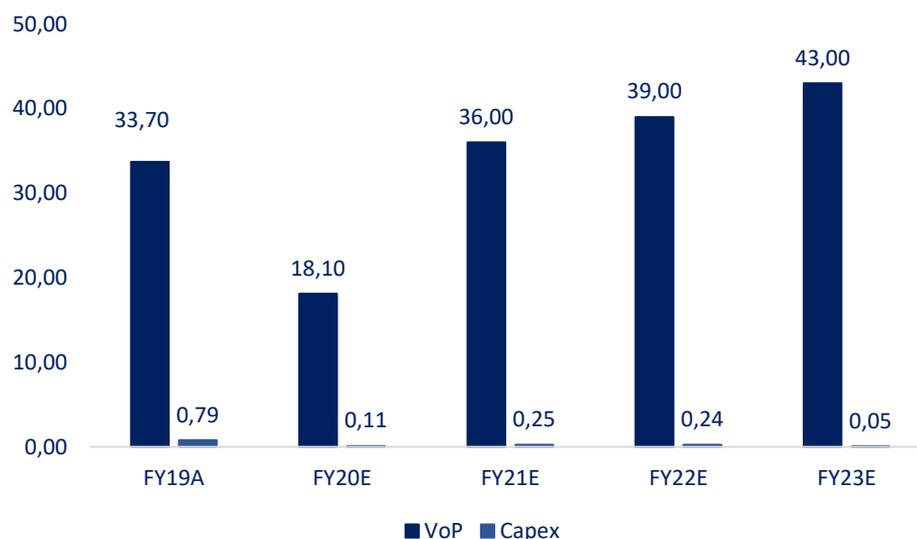
Chart 3– NFP FY19A – FY23E



Source: Integrae SIM

Nel 2020E, prevediamo che la NFP possa risentire per effetto di un peggioramento nella gestione del circolante. In particolare, stimiamo che in questo periodo, ci possa essere una difficoltà nella riscossione dei crediti, in quanto diversi clienti sono attualmente chiusi. Per far fronte a questo deficit di circolante, crediamo che la Società, non potendo contare su flussi operativi, si stia finanziando tramite l'utilizzo di cassa e debito finanziario. Tuttavia, prevediamo che, per la seconda parte dell'anno, questa situazione possa migliorare.

Chart 4– VoP, Capex FY19A – FY23E



Source: Integrae SIM

Dopo alcuni anni di importanti investimenti legati alle nuove sedi estere di New York, Hong Kong e Dubai e agli investimenti in società controllate di grande importanza strategica, crediamo che nei prossimi anni, la Società tenderà a diminuire il livello di Capex annuo. Nonostante questo, continueranno ad esserci investimenti in Italia, in particolare sullo sviluppo della piattaforma di e-commerce per la vendita B2C.

2. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di L&C sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		5,96%
Risk Free Rate	0,17% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	7,37% Beta Adjusted	0,61
D/E (average)	25,00% Beta Relevered	0,72
Ke	7,18% Kd	1,50%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,96%

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		32,4
FCFO actualized	3,3	11%
TV actualized DCF	27,6	89%
Enterprise Value	31,0	100%
NFP (FY19A)	(1,4)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di **€32,4 mln.**

Table 6 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
2,5%		78,6	62,6	51,9	44,4	38,7	34,4	30,9
2,0%		63,6	52,8	45,1	39,4	34,9	31,4	28,5
1,5%		53,7	45,9	40,0	35,5	31,9	28,9	26,5
1,0%		46,6	40,7	36,1	32,4	29,4	26,9	24,8
0,5%		41,4	36,7	32,9	29,8	27,3	25,2	23,3
0,0%		37,3	33,4	30,3	27,7	25,5	23,7	22,1
-0,5%		34,0	30,8	28,2	26,0	24,0	22,4	21,0

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di L&C, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*.

I multipli considerati nel *panel* risultano in discesa rispetto al precedente report, infatti, le società hanno risentito molto del crollo del mercato causato dall'epidemia Covid-19 in ragione della ciclicità del *business* svolto.

Table 7 – Market Multiples

Company name	EV/EBITDA (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E
Performance Food Group	6,7	5,8	N/A
US Food Holding Corp	6,3	6,0	5,4
Sysco Corporation	8,6	8,2	7,7
MARR SpA	9,3	8,6	8,3
United Natural Foods Inc.	5,8	6,0	5,9
Premium Brands Holdings Corp.	10,7	9,6	9,5
Metcash Limited	7,1	7,0	7,6
Peer Median	7,1	7,0	7,6

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	1,4	14,7	18,4
Equity Value			
EV/EBITDA	2,5	16,6	21,5
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	1,9	12,5	16,1
Average	1,9	12,5	16,1

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di L&C utilizzando il *market multiple* EV/EBITDA, risulta essere pari a circa €13,6 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di L&C rispetto alle società incluse nel *panel*, oltre ad una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un ***equity value* di €10,2 mln.**

Al fine di rimanere conservativi sulle nostre stime, abbiamo deciso di considerare anche il valore EBITDA 2020. Nel caso in cui avessimo considerato solamente gli anni 2021 e 2022, l'*equity value* risultante dal calcolo tramite multipli sarebbe stato pari a € 14,3 mln.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	21,3
Equity Value DCF (€/mln)	32,4
Equity Value multiples (€/mln)	10,2
Target Price (€)	3,40

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa €21,3 mln. Il *target price* è quindi di €3,40 (prev. €4,40). Confermiamo rating Hold e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	99,4x	9,5x	8,2x
EV/EBIT	N/A	12,4x	10,4x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	91,8x	8,7x	7,6x
EV/EBIT	N/A	11,5x	9,6x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999

Analyst/s certification

The analysts who have produced the following analyses hereby 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 them) as a result of the above opinions, or shall be correlated to the success of investment banking transactions. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

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
15/10/2018	4,72	Buy	5,84	Medium	Initiation of coverage
09/04/2019	4,28	Hold	4,51	Medium	Update
08/10/2019	4,12	Hold	4,40	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. 16190 of 29.10.2007, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating and/or 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:

Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Longino & Cardenal S.p.A.;
 Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Longino & Cardenal S.p.A.;
 Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Longino & Cardenal S.p.A..

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