

Longino & Cardenal	Italy	FTSE AIM Italia	Food Services
Rating: BUY	Target Price: Euro 5,84	Inizio copertura	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-1,70%	-25,20%	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	2,30%	-18,10%	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	9,60%	-16,20%	N/A	N/A
to FTSE All-Share	6,60%	-13,60%	N/A	N/A
to EUROSTOXX	-2,02%	-20,70%	N/A	N/A
to MSCI World Index	-0,63%	-23,00%	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 4,72
Target price	€ 5,84
Upside/(Downside) potential	23,7%
Bloomberg Code	LONIM EQUITY
Market Cap (€m)	29,5
EV (€m)	31,6
Free Float	22,00%
Share Outstanding	6250000
52-week high	€ 7,20
52-week low	€ 3,92
Average daily volumes (3m)	14725

Key Financials (€m)	2017A	2018E	2019E	2020E
Sales	28,5	33,0	42,0	51,0
EBITDA	1,5	2,1	3,8	4,8
EBIT	1,4	1,8	3,4	4,4
Net Profit	0,5	1,0	2,3	3,1
EPS (€)	0,08	0,16	0,37	0,50
EBITDA margin	5,3%	6,4%	8,9%	9,3%
EBIT margin	4,9%	5,3%	8,1%	8,6%

Main Ratios	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA (x)	21,1	15,0	8,4	6,7
EV/EBIT (x)	22,6	18,1	9,3	7,2
P/E (x)	59,0	29,5	12,8	9,5

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

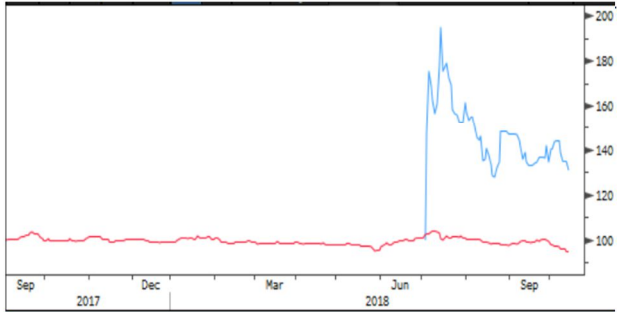
antonio.tognoli@integraesim.it

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Company overview

Longino & Cardenal (L&C) distributore B2B di prodotti alimentari di elevata qualità. Nata nel 1988, rappresenta oggi uno dei principali "food globetrotter" italiano, nonché un punto di riferimento per l'alta ristorazione internazionale. Con oltre 1.800 prodotti, accuratamente selezionati attraverso l'attività di scouting delle migliori scelte gastronomiche a livello internazionale, ed un fatturato consolidato 2017 pari a 28,5 mln €, L&C si rivolge a: ristoranti di alta qualità, luxury Hotel, gastronomie specializzate, altro (grossisti, GDO e privati).

Risultati del 1H18

Il 1H2018 registra un trend positivo delle vendite con una crescita rispetto allo stesso periodo dell'esercizio precedente di €2mln; i ricavi consolidati si attestano a €14,8 mln rispetto a €12,8 mln del 1H2017 con un incremento del 15,6%. La crescita del fatturato è generalizzata e ha riguardato tutte le società del Gruppo. Particolarmente dinamica la crescita del fatturato sul mercato estero con Hong Kong che registra un +22% circa (+37% in valuta locale) e Dubai un +70% circa (+91% circa in valuta locale).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity di L&C sulla base del metodo del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili rispetto alle quali L&C presenta indici di profitability e di capital structure nettamente migliori. Il metodo dei multipli restituisce un valore pari a € 43,6m ln al quale abbiamo applicato uno sconto del 25% per tenere conto della minore liquidità e dimensione che caratterizza il titolo rispetto alla media delle società inserite nel panel. Ne emerge un equity value pari a €32,7mln. Il metodo del DCF restituisce un valore pari a € 40,3mln. La media dei due valori costituisce il nostro target price €5,84 rating Buy e il rischio Medium.

Summary

1. Company Overview	3
1.1 L'attività	3
1.2 Gli azionisti	3
1.3 Il modello di business	4
1.4 L'evoluzione del modello di business: Don Gambero	5
1.5 La catena del valore	6
1.6 I fornitori e i clienti	7
1.7 Il marketing	9
2. Il mercato	10
2.1 La spesa delle famiglie nella ristorazione	10
2.2 I consumi alimentari degli Italiani fuori casa	12
2.3 Il foodservice	13
2.4 Il mercato di L&C	14
3. I dati storici e le stime	15
3.1 Il 2017	15
3.2 1H18	16
3.3 Le stime per il 2018-21F	17
4. I financials	19
5. La valutazione	20
5.1 I modelli adottati	20
5.2 Il modello DCF	20
5.3 I multipli	21
5.4 Competitive analysis	23

1. Company Overview

1.1 L'attività

Longino & Cardenal (L&C) opera nella distribuzione B2B di prodotti alimentari di elevata qualità. Nata nel 1988, rappresenta oggi uno dei principali "food globetrotter" italiano, nonché un punto di riferimento per l'alta ristorazione internazionale.

Con oltre 1.800 prodotti, accuratamente selezionati attraverso l'attività di scouting delle migliori scelte gastronomiche a livello internazionale, ed un fatturato consolidato 2017 pari a 28,5 mln €, L&C si rivolge a:

- ristoranti di alta qualità (70,8% fatturato);
- luxury Hotel (15,1% fatturato)
- gastronomie specializzate (6,5% fatturato)
- altro - grossisti, GDO e privati (7,6% fatturato)

L&C vanta un portafoglio di circa 4.500 clienti, di cui fanno parte l'80% circa dei principali ristoranti stellati italiani ed esteri di alto profilo, e oltre 180 fornitori.

Con 57 dipendenti e due società controllate/collegate estere (Longino & Cardenal Ltd – Hong Kong e la collegata Longino & Cardenal Trading LLC - Dubai), L&C presidia in modo diretto tre mercati:

- Italia (88,2% fatturato 2017)
- Hong Kong (10,1% fatturato 2017)
- Dubai (1,7% fatturato 2017)

Nel 2015, inoltre, L&C ha acquisito una partecipazione, cresciuta ora al 52,0%, nella società "Il Satiro Danzante", storico fornitore esclusivo di gamberi di Mazara del Vallo a marchio Don Gambero, al fine di sviluppare un'integrazione verticale e il presidio diretto dei marchi distribuiti.

1.2 Gli azionisti

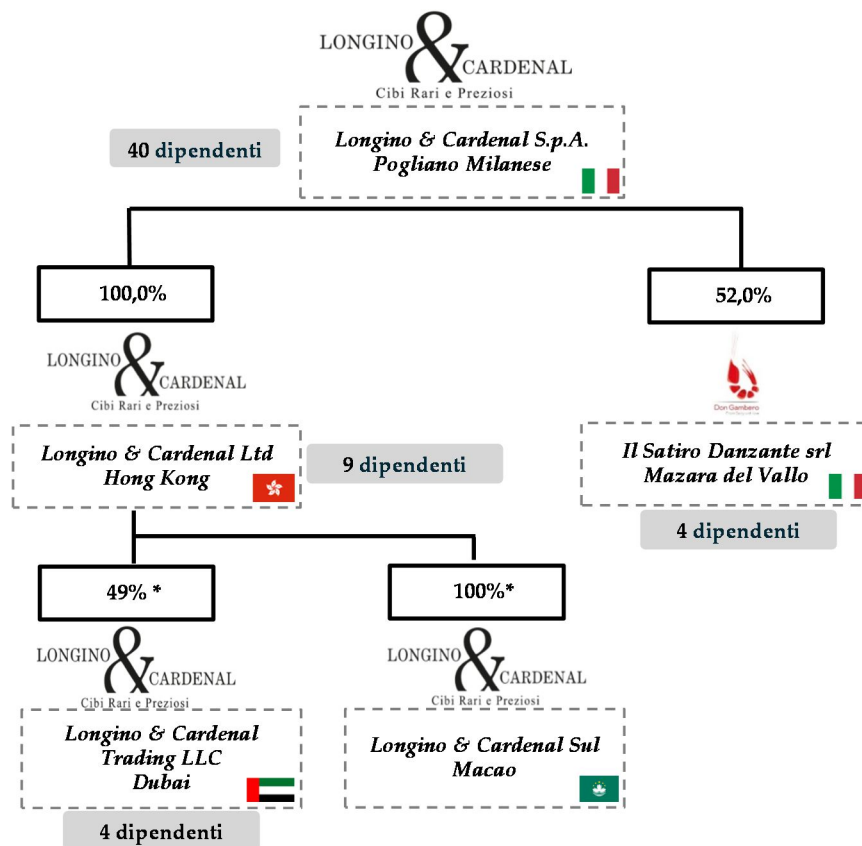
Il socio di riferimento di L&C è Riccardo Uleri, che ha acquistato la maggioranza del capitale nel 1993 ed è attualmente amministratore delegato del gruppo e socio al 70.8% e Cristina Sambuchi, attualmente direttore finanziario e socia al 7.2%.

Nata nel 1998 quale importatore di caviale fresco dall'Iran, vede nel 1993 l'ingresso di Riccardo Uleri che rileva la maggioranza della società.

Nel 2004, viene rivisto e ampliato il modello di business e la società si focalizza sull'alta ristorazione e la distribuzione di prodotti freschi di alta qualità.

Nel 2013 L&C inizia l'espansione internazionale, aprendo una prima filiale operativa a Hong Kong, cui seguirà nel 2015 l'apertura della seconda sede operativa a Dubai. Sempre nel 2015 L&C acquista la maggioranza delle società "Il Satiro Danzante", fornitrice di gamberi e pescato di Mazara del Vallo e viene creato il marchio "Don Gambero".

Fig. 1 – La struttura del gruppo



Fonte: L&C

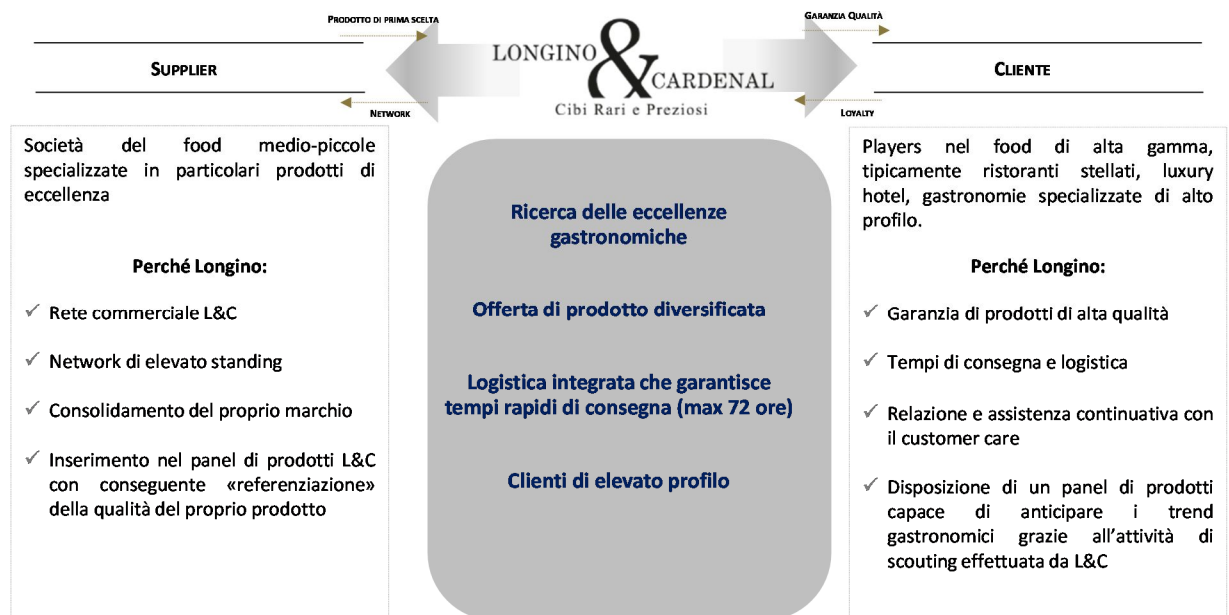
1.3 Il modello di business

Il modello di business disegnato dal management sviluppa sinergie tra i diversi player coinvolti. Quale collettore delle eccellenze gastronomiche del panorama internazionale e grazie alla brand awareness costruita nel tempo, L&C è in grado contemporaneamente di consolidare il brand dei propri fornitori nonché garantire la qualità della propria offerta di prodotto per il cliente finale.

I primi (fornitori), scegliendo L&C vedono i propri prodotti inseriti in un network di elevato standing con conseguente riconoscimento dell'elevata qualità del prodotto stesso, oltre ad avere accesso ad una rete commerciale capillare.

I secondi (clienti), scegliendo L&C, oltre ad avere a disposizione un catalogo spesso capace di anticipare i trend gastronomici internazionali, grazie all'attenta attività di scouting, possono contare su prodotti di alta qualità e su di una logistica molto attenta ai tempi e modalità di consegna.

Fig. 2 – Il modello di business



Fonte: L&C

1.4 L'evoluzione del modello di business: Don Gambero

Nel 2015 L&C ha acquisito un ramo d'azienda di Satiro Danzante per un valore di €130 mila, con una società veicolo posseduta inizialmente al 50%, passata poi al 52%. Il Satiro Danzante, nato a Mazara del Vallo nel 2007, viene riconosciuto come fornitore specializzato di gamberi rossi. Come noto, Mazara del Vallo è una delle località maggiormente interessata dalla pesca del gambero rosso che ogni anno vanta un volume di circa 1800 tonnellate di pescato, impiegando oltre 400 addetti.

Negli anni, Satiro Danzante ha ampliato la propria offerta proponendo una selezione del pescato di Mazara, di Sciacca, delle Isole Egadi e di Trapani con oltre 40 referenze di Crostacei, Cefalopodi, pesce fresco e Bottarghe.

A seguito dell'acquisizione del ramo d'azienda, L&C ne ha riorganizzato l'intera struttura creando nel contempo un nuovo marchio e un nuovo logo: Don Gambero. L'Action Plan implementato da L&C ha consentito a Don Gambero di realizzare nel 2017 ricavi verso L&C pari a 0,87 mln (quadruplicando gli stessi rispetto al 2015 pari a €0,2 mln). La riorganizzazione ha comportato inoltre:

- la chiusura di due punti vendita al dettaglio che non realizzavano performance adeguate e non risultavano in linea con la strategia aziendale orientata al B2B;
- la riorganizzazione della gamma prodotti con la promozione della stessa presso il network di clienti di L&C in Italia e all'estero;
- il miglioramento dei processi gestionali con una maggiore attenzione all'efficienza e alla produttività;

1.5 La catena del valore

La catena del valore di L&C si sviluppa mediamente in 48-72 ore. Considerata la tipologia del business e la clientela alla quale si rivolge (alta ristorazione), ogni fase è controllata in modo scrupoloso allo scopo di mantenere sempre molto elevata la qualità. Qualità che quindi riguarda non solo il prodotto, ma anche l'intero processo: dall'acquisto dei prodotti fino alla successiva vendita.

La catena del valore si distribuisce lungo tre distinte fasi:

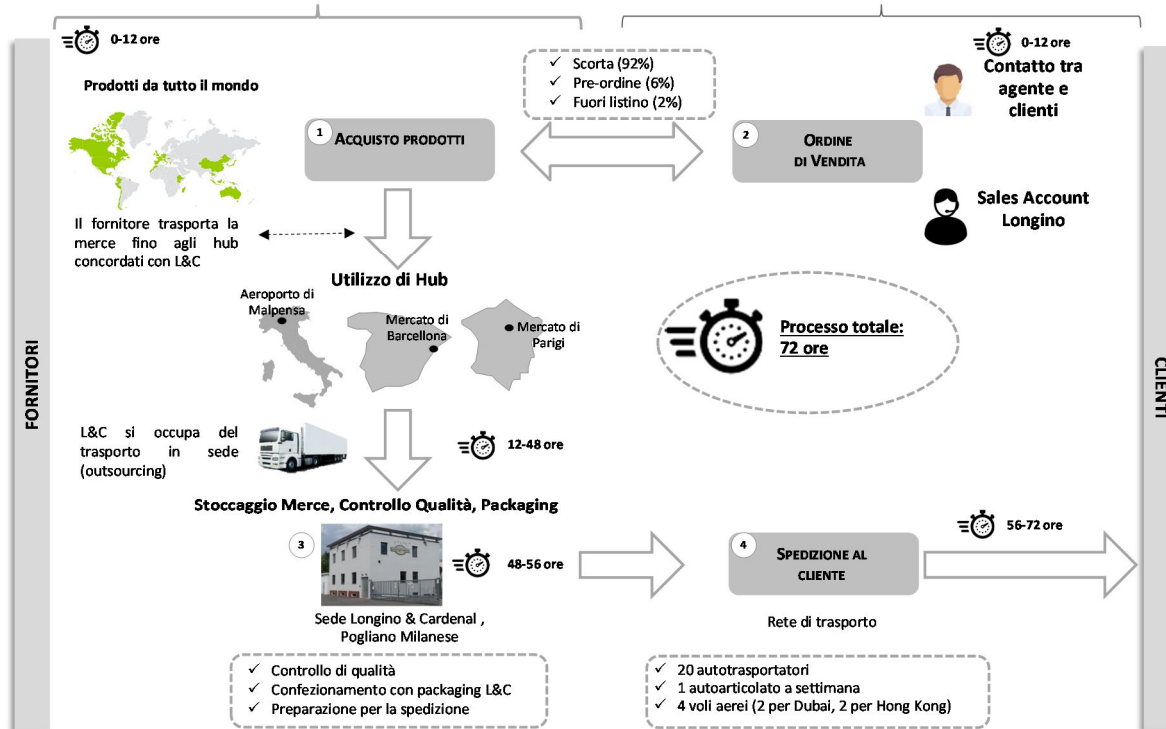
- **Acquisto dei prodotti.** I prodotti vengono acquistati da fornitori attentamente selezionati nel panorama gastronomico internazionale. Di fondamentale importanza è lo scouting dei prodotti che vengono inseriti ogni anno nel catalogo e proposti ai clienti. La selezione degli stessi viene seguita direttamente da Riccardo Uleri e dal suo team. Ogni anno vengono selezionati nuovi prodotti che si caratterizzano come anticipatori dei trend della cucina e dell'alta ristorazione (per esempio il successo dell'utilizzo nell'alta ristorazione del plancton marino).
- Le tipologie di acquisto sono sostanzialmente tre:
 - scorta, che segue un modello statistico che consente di offrire ai clienti un alto tasso di servizio (rappresentano il 92% degli ordini);
 - pre-ordine, effettuato sulla base delle richieste del cliente (6% ordini);
 - fuori listino, ha una frequenza occasionale (2% ordini);

La programmazione degli acquisti consente di ridurre al minimo le scorte (inventari pari mediamente allo 0,6% del fatturato);

- **Ricezione, controllo di qualità e packaging.** I prodotti arrivano in meno di 48 ore presso la sede di L&C a Pogliano Milanese. Per razionalizzare e velocizzare l'arrivo dei prodotti acquistati, ci si avvale di due Hub, a Parigi e a Barcellona, che raggruppano le spedizioni per mandarle poi a Milano. Nel caso delle sedi estere, ci si avvale dello stesso Hub di Parigi e della sede di Milano, che funge in questo caso da Hub, per spedizioni aeree 2 volte settimanali. Una volta arrivata alla sede di Longino, la merce viene sottoposta ad un controllo di qualità effettuato da un addetto interno, un veterinario interno nel caso dell'Italia. Successivamente gli ordini vengono preparati e reballati il giorno stesso per la spedizione al cliente.
- **Vendita e spedizione al cliente.** La vendita avviene quotidianamente attraverso la rete di agenti e i Sales Account di Longino che dalla sede garantiscono la relazione con il cliente. I clienti ricevono le consegne in giornata nel caso di Milano, il giorno successivo nel resto d'Italia, ed in 48 ore per Calabria, Sicilia e Sardegna.

Al fine di mantenere l'elevata qualità dei prodotti, diventa strategico organizzare l'attività di logistica. Attività che permette di svolgere l'intero processo in massime 72 ore (dall'acquisto dal fornitore alla vendita al cliente finale).

Fig. 3 – La catena del valore

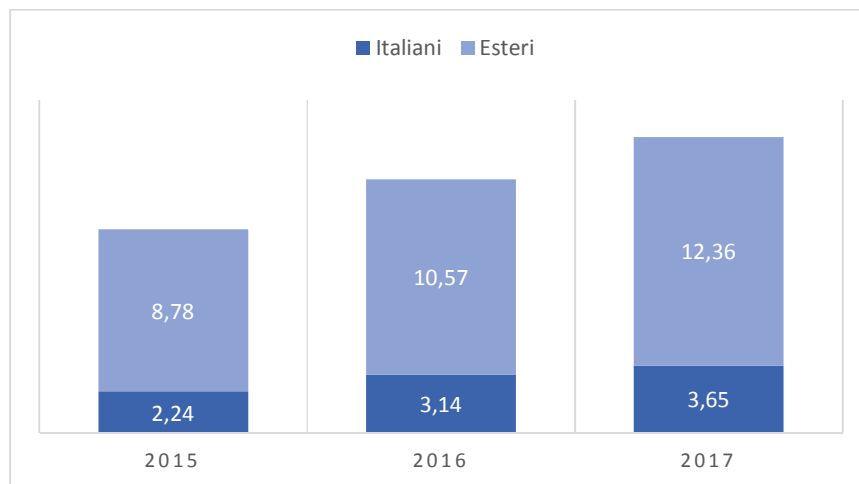


Fonte: L&C

1.6 I fornitori e i clienti

La qualità totale comincia con la selezione dei fornitori, tutti monitorati costantemente. Nel 2017 gli acquisti da fornitori italiani ammontavano al 23% circa del fatturato, mentre il 77% era rappresentato dai fornitori esteri: Europei (Spagna, Francia in prevalenza); resto del mondo (Canada, Marocco, Madagascar, Cina, Giappone, Australia). Gli acquisti dai primi 10 fornitori erano il 40,8% del totale nel 2017 ed erano composti da 8 suppliers esteri e due italiani.

Fig. 4 – Il Breakdown dei fornitori (dati in € mln)



Fonte: L&C

Per quanto riguarda i clienti, L&C ne conta oltre 4.500 in Italia, oltre 300 ad Hong Kong e oltre 60 a Dubai (business ancora in fase di startup) suddivisi in 4 macro categorie.

- **I ristoranti di alta qualità** (70,8% del fatturato nel 2017). Tra i clienti della società ci sono ca. l'80% dei ristoranti stellati Italiani. Tra questi: Cracco, Villa Crespi, Osteria Francescana, Da Vittorio, Alajamo ed Enoteca Pinchiorri;
- **I luxury hotel** (15,1%). Tra questi: Four Seasons, Mandarin Oriental Milano, Westin, Hilton, Bulgari, Armani, Principe di Savoia e Park Hyatt;
- **Le gastronomie specializzate** (6,5%). Tra questi; Peck e Rinascente;
- **Altri** (7,6%), che sono grossisti, GDO, privati.

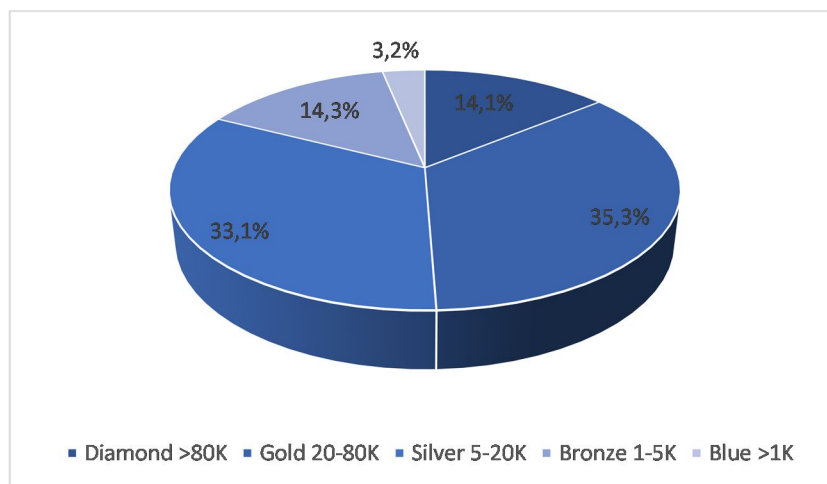
In Italia, complessivamente il numero di clienti mostra una crescita annua composta del 16,6% passando dai 3.417 del 2015 ai 4.648 clienti del 2017, mentre il fatturato riporta una crescita del 20,7% passando dai ca 17,7 mln € del 2015 ai ca. 25,8 mln € del 2017.

L&C ha suddiviso i clienti, per dimensione di acquisti effettuati ogni anno, nelle seguenti categorie:

- Diamond, per acquisti superiori a €80 mila;
- Gold, per acquisti compresi tra €20 e €80 mila;
- Silver, per acquisti compresi tra €5 e €20 mila;
- Bronze, per acquisti compresi tra €1 e €20 mila;
- Blue, per acquisti inferiori a €1.000.

In Italia, i clienti strategici sono quelli Gold e quelli Silver (complessivamente 1.129) i quali nel 2017 hanno un'incidenza sul fatturato del 69% con un apporto di ca. €17,9 mln. I clienti Diamond (23) incidono per il 14,3% e hanno generato nel 2017 un fatturato di €3,7 mln.

Fig. 5 – Il Breakdown dei clienti (dati 2017)



Fonte: L&C

I clienti sono serviti da una rete costituita da 72 agenti, estesa lungo tutta la penisola secondo le aree Nielsen. Dei 72 agenti, 6 sono monamandatari, 64 plurimandatari 2 dipendenti. Ogni area viene presidiata e gestita da un capo area con responsabilità di risultato e un budget di vendita. I 64 agenti plurimandatari sono di solito agenti operanti nel settore del beverage (vino e distillati di alta qualità) e che quindi servono L&C in esclusiva per il mondo food.

Gli agenti si occupano di instaurare un primo contatto con il cliente. A seguito del primo ordine, i successivi acquisti vengono gestiti direttamente dai Sales Account di L&C. Tale gestione, oltre a rendere più fluido il processo, consente di presidiare proattivamente le esigenze del cliente finale.

Le sedi di Hong Kong è composta da 2 agenti, mentre quella di Dubai da 1 agente.

1.7 Il marketing

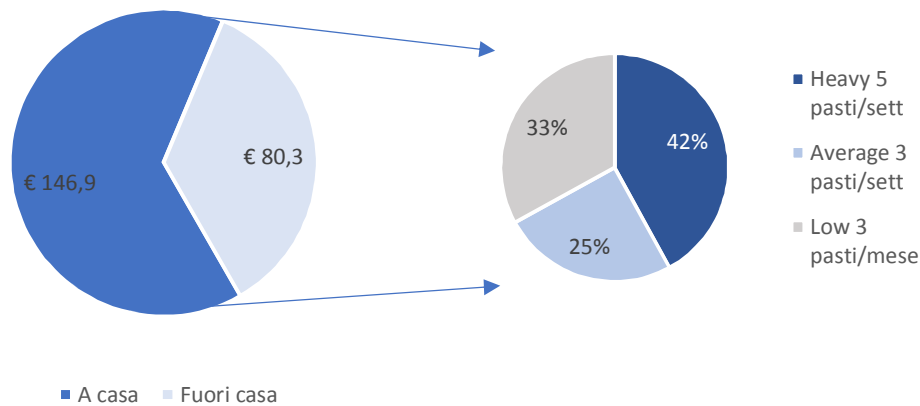
I nuovi prodotti necessitano di una azione di marketing per poter essere portati a conoscenza dei clienti. L'azione di marketing prevede sostanzialmente tre diverse tipologie di intervento

- **gli eventi.** L&C organizza un evento annuale per presentare i nuovi prodotti selezionati ai clienti e alla stampa, con la partecipazione dei più importanti ospiti del mondo del Food & Beverage. Inoltre, la società organizza tre eventi istituzionali ogni anno con la partecipazione dei principali fornitori e clienti (nel 2018 Torino, Roma, Bari) e partecipa alle più importanti fiere e convegni del settore, tra cui «Identità golose»;
- **la presenza nei media.** L&C provvede a far realizzare interviste e articoli di approfondimento sulla stampa di settore. Nel 2017 L&C ha partecipato a Masterchef Italia 6 presentando il Plancton Marino Veta La Palma;
- **la cucina.** L&C ha attrezzato presso la sede di Pogliano Milanese una cucina interna, gestita direttamente dal Company Chef di L&C, per l'organizzazione di eventi ed incontri con clienti e fornitori in cui vengono testati i nuovi prodotti e proposti interessanti accostamenti allo scopo di condividere la passione per il cibo e l'eccellenza.

2. Il mercato

Gli ultimi dati disponibili (2016) indicano che i consumi complessivi delle famiglie Italiane hanno superato €1.000 mld, con una crescita reale sull'anno precedente dell'1,5%. I consumi alimentari rappresentavano il 22,7% (€227,1 mld) del totale, secondi solo alle spese per l'abitazione. Di questi, il 35,3% era rappresentato dai consumi fuori casa.

Fig. 6 – La spesa alimentare delle famiglie in Italia (dati in mld)



Fonte: Fipe "Rapporto Annuale Ristorazione 2017"

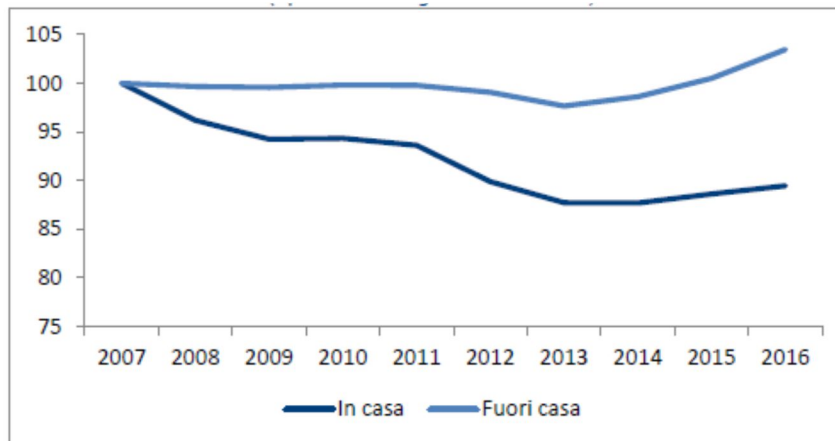
Nel periodo 2007-2016 la contrazione dei consumi complessivi è stata di oltre €40 mld a prezzi costanti, €16 mld dei quali nel solo comparto alimentare. Il settore alberghi e ristoranti ha guadagnato domanda per poco più di €4,4 mld e la ristorazione da sola ha sfiorato i €2,5 mld. La dinamica dei consumi indica come tra i beni e servizi di mercato solo comunicazioni, alberghi/ristoranti e beni e servizi vari registrino una variazione positiva nel periodo considerato. L'altra variazione positiva si rileva invece per le spese relative all'abitazione.

2.1 La spesa delle famiglie nella ristorazione

La spesa alimentare delle famiglie in servizi di ristorazione è stata nel 2016 di €80,3 mld con un incremento sull'anno precedente pari al 5,1% (3% reale). L'impatto della crisi sui consumi alimentari in casa (-10,5% pari ad una flessione di €15,9 mld tra il 2007 ed il 2016) ha fatto sì che il peso della ristorazione sul totale dei consumi alimentari guadagnasse qualche posizione smentendo in tal modo l'ipotesi che vedrebbe un ritorno degli italiani ai consumi in casa a scapito di quelli fuori casa.

Il fuori casa vale ormai oltre il 35% del totale dei consumi alimentari delle famiglie con un trend di moderata ma costante crescita. Nello stesso periodo i consumi delle famiglie nei servizi di ristorazione hanno subito un incremento reale del 3,5%, pari a €2,4 mld.

Fig. 7 – La spesa alimentare delle famiglie in casa vs fuori casa



Fonte: Fipe “Rapporto Annuale Ristorazione 2017”

Nel periodo 2000-2016 il tasso medio annuo di crescita della domanda nella ristorazione è stato dello 0,6% per l'azione combinata della crescita registrata nella prima parte del periodo (2000-2007), di una flessione della seconda fase (2007-2013) ed infine di una fase nuovamente di crescita negli ultimi tre anni. Nel 2014 la caduta si è fermata ed, anzi, si è riavviato un percorso di crescita della domanda che si è consolidato nel corso del 2016.

L'impatto della crisi risulta più evidente se dalla domanda aggregata si passa alla spesa pro-capite.

Fig. 8 – La spesa pro-capite per consumi alimentari fuori casa



Fonte: Fipe “Rapporto Annuale Ristorazione 2017”

Dal 2007 i consumi nei servizi di ristorazione sono scesi di €49 pro-capite. Allargando la panoramica ad altri Paesi europei emergono tuttavia alcune interessanti considerazioni sulla tenuta e sulle prospettive del mercato italiano della ristorazione.

I consumi alimentari valgono in Europa €1.522 mld, per il 63,1% nel canale domestico e per il restante 36,9% nella ristorazione. La ristorazione con i suoi €561 miliardi di euro è la cartina di tornasole non solo dello stato di maturità delle diverse economie europee ma anche dei diversi

modelli di consumo che ne caratterizzano le società. Infatti, il peso della ristorazione sul complesso dei consumi alimentari non segue soltanto l'intuitiva relazione con i livelli di benessere delle popolazioni, ma dipende in larga misura dai modelli di consumo in auge nei diversi paesi. E così mentre la ristorazione rappresenta meno del 30% del totale dei consumi alimentari in Germania, la stessa sale al 47,6% nel Regno Unito, al 53,6% in Spagna e addirittura al 59% in Irlanda. In Italia la quota si attesta al 35%, sei punti percentuali al di sopra della Francia. Dal punto di vista dei valori assoluti l'Italia è il terzo mercato della ristorazione in Europa dopo Regno Unito e Spagna con un valore di oltre €80 mld.

La recessione che ha interessato l'economia mondiale a partire dal 2007-2008 ha avuto un pesante impatto sui consumi, anche su quelli alimentari ed in particolare su quelli fuori casa. In Europa tra il 2007 ed il 2016 la contrazione in questo mercato è stata di circa €8 mld quasi totalmente ascrivibile alla ristorazione.

Da sottolineare la performance della categoria in Italia dove il taglio cumulato è stato di poco meno di €13,4 mld (dei €16 mld complessivo del comparto alimentare), in questo caso interamente riconducibile al canale domestico. Nel nostro Paese, infatti, la ristorazione ha guadagnato €2,4 mld tra il 2007 e il 2016 mentre Spagna e Regno Unito hanno perso rispettivamente €11 mld e €3,7 mld.

2.2 I consumi alimentari degli Italiani fuori casa

Secondo un'indagine della Federazione Italiana Pubblici Esercizi – Fipe, nel 2017 il 77,3% degli italiani maggiorenni (era il 77,1% nel 2016) ha consumato più o meno abitualmente, cibo al di fuori delle mura domestiche sia che si tratti di colazioni, pranzi, cene o più semplicemente di spuntini e aperitivi.

Sono oltre 39 milioni di persone così segmentate:

- **heavy consumer:** 13 milioni di persone che consumano almeno 4-5 pasti fuori casa in una settimana. Sono uomini (53,7%) di età compresa tra i 35 e i 44 anni (24,1%) e residenti al Nord Ovest (30,1%);
- **average consumer:** 9,7 milioni che consumano almeno 2-3 pasti fuori casa in una settimana. Sono in prevalenza uomini (51,8%), residenti al Centro Italia (29,0%) di età compresa tra i 18 e i 24 anni;
- **low consumer:** 16,5 milioni che consumano almeno 2-3 pasti in un mese. Sono in prevalenza donne (51,2%), di età superiore ai 64 anni e residenti nelle regioni del Nord Italia.

L'indice dei consumi fuori casa migliora nel 2017 dello 0,3% passando da 41,8% a 42,1%.

Le caratteristiche del pranzo fuori casa dipendono in larga misura dai giorni della settimana. Al 67,1% degli italiani, pari a poco meno di 34 milioni i persone, capita di consumare il pranzo fuori casa durante la settimana. Per 9,8 milioni si tratta di un'occasione abituale (almeno 3-4 volte alla settimana). I tre profili di consumatori si caratterizzano per evidenti differenze: gli heavy consumano il pranzo in prevalenza al bar mangiando un panino o un contorno, gli average ed i low scelgono sia il bar che il ristorante preferendo il primo o il panino. Il tempo dedicato al consumo del pranzo è al massimo di trenta minuti per i low mentre per gli heavy si arriva anche ad un'ora. Nel pranzo conviviale del fine settimana luoghi, prodotti consumati e spesa cambiano significativamente. La spesa media cade nella fascia 16-30 euro ed è in linea sia con il consumo di un pasto in pizzeria che in un ristorante. Solo l'1,0% spende oltre i 70€ ed in questo caso si tratta

quasi sempre di low consumer. Il 28,5% di chi appartiene alla fascia d'età 45-54 anni, per lo più uomini (27,9% vs 20,5% delle donne), spende più di 31 euro per il pranzo conviviale.

Secondo l'indagine Fipe, il 60,9% degli intervistati ha consumato almeno una cena fuori casa con riferimento ad un mese tipo e 2,6 milioni lo hanno fatto almeno tre volte alla settimana. La propensione a spendere degli heavy consumer risulta significativamente differente rispetto a quella dei low: i primi pagano in media tra i 21 e i 30 euro mentre più del 50% dei low consumer si accontenta di una cena compresa nella fascia 10-20 euro.

Sotto il profilo territoriale sono i residenti nelle regioni del nord ovest a mostrare una maggiore propensione a spendere per la cena fuori casa: il 14,8% paga più di 30 euro. Nel Mezzogiorno, invece, più del 60% dei residenti non spende più di 20€ per una cena. E' evidente che su tali valori incide significativamente il differenziale di prezzo che esiste tra le attività ubicate nelle regioni del nord e quelle ubicate nelle altre regioni, in particolare al sud.

2.3 Il foodservice

A dicembre del 2016 risultavano attive in Italia 329.787 imprese operanti nei servizi di ristorazione, in grado di generare un fatturato di 16 mld. Di questi:

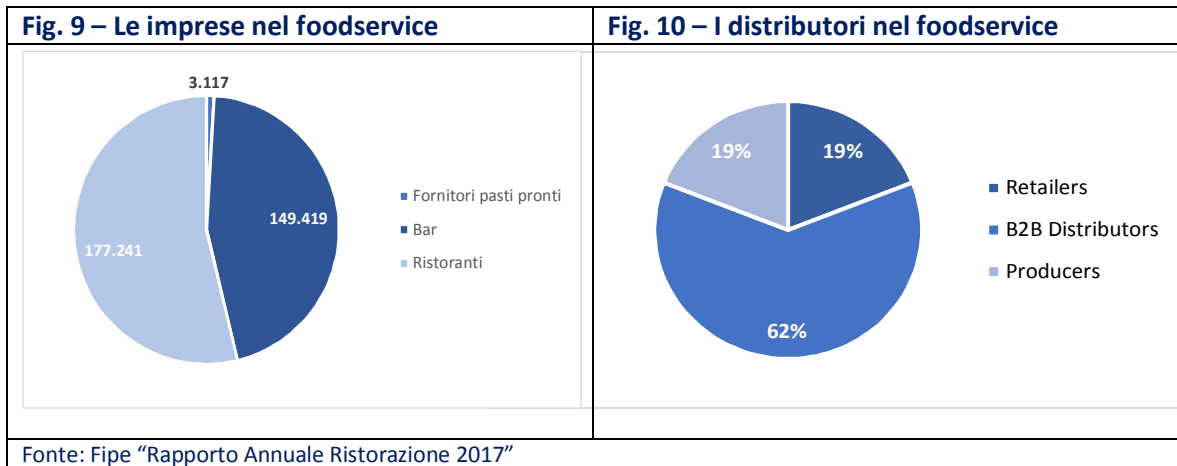
- il 62% (€10 mld) è rappresentato dai distributori B2B i quali si suddividono il mercato il "mass market" e "niche";
- il 19% (€3 mld) è rappresentato dai retailers (supermercati, ipermercati e cash and carry);
- il 19% (€3 mld) dai produttori alimentari.

La rete dei pubblici esercizi è, dunque, ampia e articolata sull'intero territorio nazionale, da nord a sud, da est ad ovest, nei piccoli come nei grandi centri urbani. La ditta individuale resta la forma giuridica prevalente, in particolare nelle regioni del Mezzogiorno dove la quota sul totale raggiunge soglie che arrivano ad oltre il 70% del numero complessivo delle imprese attive (è il caso della Calabria). Le società di persone si confermano opzione diffusa di organizzazione imprenditoriale, soprattutto nelle aree settentrionali del Paese.

Il bar rappresenta una delle articolazioni forti della rete dei pubblici esercizi. A fine 2016 si contavano 149.429 imprese appartenenti al codice di attività 56.3 (bar e altri esercizi simili senza cucina). In sei regioni (Piemonte, Lombardia, Veneto, Emilia Romagna, Toscana, Lazio e Campania) si concentrano i due terzi delle imprese del settore.

Il numero delle imprese registrate con il codice di attività 56.1 (ristoranti e attività di ristorazione mobile) ammonta a 177.241 unità. Il sorpasso dei ristoranti sui bar è il risultato di un'evoluzione del mercato che si è accompagnata al cambiamento del sistema delle regole grazie alle quali gli imprenditori privilegiano qualificarsi come ristoranti, anziché bar, per disporre di meno vincoli nello svolgimento dell'attività.

Le imprese che svolgono attività di banqueting, di fornitura di pasti preparati e di ristorazione collettiva sono poco più di 3.000 concentrate principalmente in Lombardia, Lazio, Campania e Toscana.

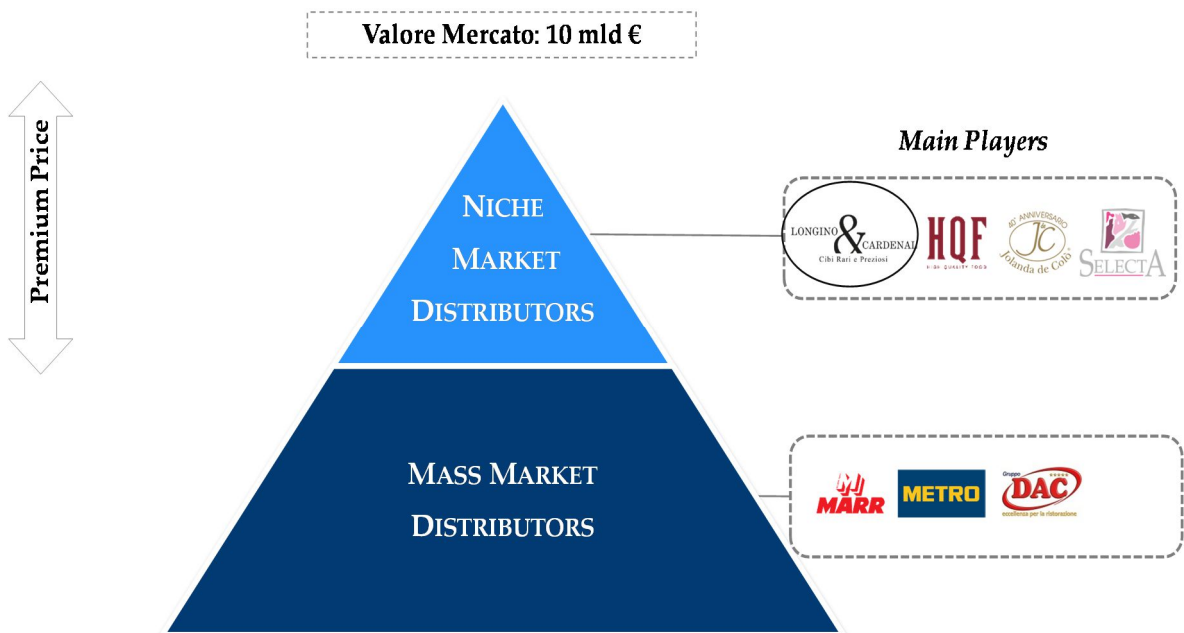


2.4 Il mercato di L&C

L&C è attiva come player dei B2B Distributors, i quali si suddividono – come abbiamo visto - secondo la tipologia di mercato servito in:

- Niche Market Distributors, dove i player insieme a L&C sono SelectA, High Quality Food, Jolanda de Colò;
- Mass Market Distributors, dove i principali player sono Marr, Metro, Gruppo DAC.

Fig. 11 – La posizione competitiva di L&C



Fonte: L&C

3. I dati storici e le stime

3.1 Il 2017

Nel corso del 2017, l'intero gruppo e in particolare la Controllante, ha proseguito la propria strategia di accrescimento della riconoscibilità, dell'affidabilità e di consolidamento del marchio Longino&Cardenal.

Il perseguimento di tale strategia scaturisce dalle capacità di comunicazione sviluppate nel corso degli anni passati e dagli investimenti in marketing, declinati nell'organizzazione di viaggi ed eventi e nelle collaborazioni con Chef stellati e personalità del mondo Food&Beverage e della ristorazione.

Il 2017 è stato il primo anno in cui L&C ha consolidato i propri risultati includendo anche le proprie controllate e collegate.

In Italia, il 2017 è stato un anno decisamente positivo. I ricavi complessivi sono cresciuti del 20.6% YoY raggiungendo €25,7 (€21,3 mln nel FY16).

Anche le controllate e collegate estere (Hong Kong e Dubai) hanno fatto registrare una crescita significativa per nel 2017. In particolare, il fatturato complessivo delle due branch è stato di € 3,5 mln e ha registrato un aumento del 20% YoY, (€ 2,9mln nel FY16).

A livello consolidato, andando quindi ad elidere eventuali poste intercompany, il Gruppo ha fatto registrare un fatturato pari a € 28,5mln.

Il positivo trend è il risultato dell'intenso lavoro di marketing e comunicazione, sostenuto dagli investimenti in particolare della capogruppo, ed è supportato dai ricavi conseguiti a fronte dei nuovi prodotti, di elevata qualità e interesse per i clienti di riferimento, introdotti nel corso dell'esercizio.

In Italia, I costi complessivi della produzione sono cresciuti del 19,6% YoY a €24,1 mln (da €20,1 mln del FY16). A livello invece di controllate e collegate estere i costi complessivi della produzione sono cresciuti del 11,2% a € 3.5mln (€ 3,1 mln nel FY16).

A livello consolidato, invece i costi complessivi di produzione sono cresciuti del 33% registrando € 27,0mln (€ 20,3mln nel FY16)

L'aumento dei costi di struttura riteniamo sia dovuto principalmente all'incremento dei costi commerciali e di marketing. La dinamica è coerente con la volontà dell'azienda di investire in attività di promozione del proprio brand e dei propri prodotti al fine di sostenere la crescita del proprio fatturato. Il piano delle iniziative di marketing e comunicazione è stato interamente speso nell'esercizio.

Nel 2017, a livello consolidato, il margine di contribuzione migliora dello 0,9% rispetto ai risultati non consolidati del 2016, attestandosi al 21%.

Tale margine comprende, oltre che il costo del venduto (costi di acquisto della merce al lordo degli oneri accessori all'acquisto), anche i costi di logistica, commerciali e generali che presentano una correlazione diretta con il fatturato. Il miglioramento è anche legato ad efficienze realizzate nell'approvvigionamento della merce e nella logistica.

L'effetto del miglioramento del margine di contribuzione, accompagnato da una razionalizzazione dei costi di struttura amministrativi e di logistica che hanno compensato i costi/investimenti nella rete commerciale e nel marketing, ha consentito alla Società di incrementare la propria marginalità a livello di Ebit, sia in termini assoluti, sia in relazione al fatturato.

La posizione finanziaria netta consolidata migliora di circa €0,1 mln, grazie soprattutto all'apporto della controllante Italiana (miglioramento di circa €1 mln), nonostante le controllate/collegate siano da considerarsi ancora nella fase di start up (soprattutto Dubai).

3.2 1H18

Il primo semestre 2018 registra un trend positivo delle vendite con una crescita rispetto allo stesso periodo dell'esercizio precedente di €2mln; i ricavi consolidati si attestano a €14,8 milioni rispetto a €12,8 milioni del primo semestre 2017 con un incremento del 15,6%.

La crescita del fatturato è generalizzata e ha riguardato tutte le società del Gruppo. Particolarmente dinamica la crescita del fatturato sul mercato estero con Hong Kong che registra un +22% circa (+37% in valuta locale) e Dubai un +70% circa (+91% circa in valuta locale).

Positiva anche la crescita in valore assoluto e percentuale del margine di contribuzione del Gruppo che sta progressivamente consolidando le proprie marginalità verso valori di soddisfazione. Il miglioramento del margine registrato nel primo semestre 2018, pari ad 1,1 punti percentuali, è frutto delle costanti azioni di efficientamento perseguite dalla Capogruppo nelle attività di approvvigionamento dei prodotti commercializzati e nella gestione dei trasporti delle vendite. Particolarmente importante anche l'apporto differenziale della controllata di Dubai che, pur non avendo esaurito la fase di start up e non avendo ancora raggiunto livelli di marginalità in linea con le altre società del Gruppo, si sta progressivamente avvicinando al punto di pareggio e quindi contribuisce, da questo esercizio, con valori positivi al margine di contribuzione di Gruppo.

Al 30 giugno 2018 i costi di struttura del Gruppo ammontano complessivamente ad €2,64 mln; la loro incidenza in valore percentuale sul fatturato rimane pressoché costante rispetto al primo semestre 2017.

I costi legati alla gestione della rete commerciale, di logistica interna e generali migliorano la loro incidenza sul fatturato beneficiando delle economie di scala legate all'incremento del fatturato. L'organico aziendale, cresciuto di 5 unità rispetto al primo semestre 2017, ha supportato in modo ottimale la crescita del fatturato.

Sono cresciuti i costi sostenuti per le attività di marketing. Nel rispetto dei piani industriali di Gruppo, la Società esaurisce gran parte del proprio budget di marketing nel primo semestre dell'anno, circostanza che riduce i margini percentuali complessivi del primo semestre dell'anno rispetto a quelli realizzati nell'intero esercizio.

Si rileva inoltre che nel corso del primo semestre 2018 la Capogruppo ha speso tra le attività di marketing i costi legati all'evento di presentazione agli investitori ed alla stampa del progetto di quotazione all'AIM, tenutosi a maggio presso un ristorante di rinomata fama internazionale.

Il Gruppo rileva a conto economico tutti i costi sostenuti per l'organizzazione di eventi propri nonché la partecipazione a fiere ed eventi terzi.

Nel corso del primo semestre 2018 sono stati completati gli investimenti previsti a budget relativi alla ristrutturazione e ammodernamento degli uffici nel fabbricato industriale di proprietà, per un importo complessivo di €0,2 mln.

Sono proseguite le attività di implementazione del nuovo software gestionale (Microsoft 365 Dynamics) che, a partire del nuovo esercizio 2019, sarà utilizzato da tutte le società del Gruppo e permetterà una gestione integrata multilingua.

3.3 Le stime per il 2018-21F

Le nostre stime per i prossimi 4 anni, si basano sulla continuazione della crescita della ristorazione fuori casa, così come emerge dal trend di settore. Da non sottovalutare inoltre la forte acidità del segmento di mercato che, pur in presenza di variazioni congiunturali straordinarie e non prevedibili al momento, riduce la variabilità e quindi il rischio complessivi del business.

I driver che dovrebbero sostenere la crescita dei prossimi anni stimiamo siano:

- **la rete commerciale**, attraverso il potenziamento degli agenti. Questo riteniamo comporti un consolidamento della presenza nelle regioni già servite, nonché l'ingresso in nuove aree ad alto potenziale di sviluppo;
- **il marketing**, attraverso la realizzazione di eventi di settore, che riteniamo continuerà a dare visibilità e riconoscibilità al marchio;
- **la logistica** mediante l'ulteriore efficientamento delle procedure di acquisizione dell'ordine e di gestione del picking;
- **i mercati esteri**, mediante il consolidamento delle branch di Hong Kong, Dubai e lo sviluppo di altri mercati europei serviti direttamente dall'Italia.

Di fondamentale importanza per la crescita prevista dalle nostre stime sono: la gestione del magazzino, l'attento monitoraggio dei crediti commerciali e lo sviluppo dei mercati esteri.

Per quanto riguarda il magazzino è inevitabile che un'azienda che lavora nel settore alimentare del fresco e freschissimo (soprattutto alto di gamma) non possa permettere un deperimento delle merci vendute. Assume quindi importanza fondamentale l'attenta gestione del magazzino e, di conseguenza, degli acquisti. L'esperienza del management, unita al consolidato e duraturo rapporto con i clienti, ha portato la società a ridurre gradualmente i prodotti non più commercializzabili secondo gli elevati standard qualitativi garantita dalla società. Le nostre stime per il periodo 2018-21F, prevedono prudenzialmente il mantenimento costante dello 0,7% del fatturato (0,6% nel FY16).

La tipologia del business prevede soprattutto piccole vendite a numerosi clienti (solo in Italia oltre 4.500). Questo comporta un attento controllo del credito che la società gestisce con una struttura dedicata. Negli ultimi anni le perdite su crediti sono state infatti ridotte fino a raggiungere nel 2017 lo 0,46% del fatturato (2,87% nel 2012). Le nostre stime per il periodo 2018-21F prevedono prudenzialmente una percentuale dello 0,6% del fatturato.

Il successo commerciale ottenuto dall'apertura nel 2013 della branch operativa di Hong Kong, ha spinto la società ad un ulteriore sviluppo sul mercato di Dubai. I positivi riscontri della "cucina Italiana" ottenuti nei due mercati, consentono di poter stimare un ulteriore rafforzamento delle vendite. Inoltre prevediamo uno sviluppo anche sui principali mercati europei, serviti dall'Italia (Austria e Svizzera).

Le nostre stime ed assumption prevedono:

- ricavi di vendita che raggiungono €61,2 mln nel 2021F (da €28,5 mln 2017), con un CAGR pari al 21,0%, grazie soprattutto al rafforzamento delle rate commerciale e al maggiore contributo delle controllate/collegate;

- ebitda margin che raggiunge il 10,3% nel 2021F (dal 5,5% del 2017), per effetto combinato dei seguenti fattori:
 - efficientamento della logistica esterna che porta ad una riduzione dell'incidenza dei costi di trasporto in vendita
 - Aumento del contributo al margine di Gruppo da parte delle controllate estere che godono di una struttura dei costi variabili di vendita più snella di quella italiana.
 - Economie di scala sui costi di struttura grazie alla crescita del fatturato

Nel corso del 2017, l'intero gruppo e in particolare la Controllante, ha proseguito la propria strategia di accrescimento della riconoscibilità, dell'affidabilità e di consolidamento del marchio Longino&Cardenal.

Il perseguimento di tale strategia scaturisce dalle capacità di comunicazione sviluppate nel corso degli anni passati e dagli investimenti in marketing, declinati nell'organizzazione di viaggi ed eventi e nelle collaborazioni con Chef stellati e personalità del mondo Food&Beverage e della ristorazione.

4. I financials

P&L (€/000)	Risultati consolidati				
	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
Ricavi di vendita	28.543	33.000	42.000	51.000	61.000
Costo del venduto e costi variabili di vendita	(22.560)	(25.750)	(32.750)	(39.750)	(47.500)
Margine di contribuzione	5.983	7.250	9.250	11.250	13.500
Costi fissi	(4.465)	(5.150)	(5.500)	(6.500)	(7.200)
EBITDA	1.518	2.100	3.750	4.750	6.300
<i>EBITDA margin</i>	5,3%	6,4%	8,9%	9,3%	10,3%
Ammortamenti	(155)	(350)	(350)	(350)	(200)
EBIT	1.363	1.750	3.400	4.400	6.100
<i>EBIT margin</i>	4,8%	5,3%	8,1%	8,6%	10,0%
Gestione finanziaria	(275)	(150)	(100)	(100)	(100)
Oneri/Proventi straordinari netti	(142)	-	-	-	-
Utile pre-tasse	946	1.600	3.300	4.300	6.000
Imposte sul reddito	(389)	(600)	(1.000)	(1.200)	(1.700)
Utile netto	557	1.000	2.300	3.100	4.300

A&L (€/000)	Risultati consolidati				
	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
ATTIVO FISSO	1.436	2.250	1.900	1.550	1.350
Rimanenze	1.367	1.700	2.000	2.400	2.850
Crediti Commerciali	7.546	8.600	10.750	12.500	14.750
Debiti Commerciali	(5.683)	(6.900)	(8.750)	(10.500)	(12.500)
Altri Crediti	375	350	350	350	350
Altri Debiti	(967)	(900)	(900)	(900)	(1.000)
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	2.638	2.850	3.450	3.850	4.450
Fondi	(502)	(650)	(900)	(1.100)	(1.400)
CAPITALE INVESTITO NETTO	3.572	4.450	4.450	4.300	4.400
Patrimonio netto Gruppo	515	6.465	8.765	11.865	16.165
Patrimonio netto Terzi	2	-	10	30	58
Patrimonio Netto	517	6.465	8.775	11.895	16.223
Debifi finanziari a m/l	1.177	700	400	50	-
Debiti finanziari a b/t netti	1.878	(2.715)	(4.725)	(7.645)	(11.823)
Posizione Finanziaria Netta	3.055	(2.015)	(4.325)	(7.595)	(11.823)
TOTALE FONTI	3.572	4.450	4.450	4.300	4.400

Cash Flow (€/000)	Risultati consolidati				
	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
EBITDA		2.100	3.750	4.750	6.300
Gestione finanziaria		(150)	(100)	(100)	(100)
Imposte		(600)	(1.000)	(1.200)	(1.700)
Poste non ricorrenti					
Accantonamenti e svalutazioni					
Variazione CCN		(212)	(600)	(400)	(600)
Variazione Fondi		148	250	200	300
CASH FLOW OPERATIVO		1.286	2.300	3.250	4.200
Capex		(1.164)	-	-	-
Variazione Imm.ni Finanziarie					
CASH FLOW al netto delle Capex		122	2.300	3.250	4.200
Accensione (Rimborsi) Mutui e finanziamenti		(477)	(300)	(350)	(50)
FREE CASH FLOW		(355)	2.000	2.900	4.150

Fonte: L&C e stime Integrae SIM

5. La valutazione

5.1 I modelli adottati

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

5.2 Il modello DCF

Di seguito i dati di input:

Fig. 12 – I dati di input

Wacc calculation	
Risk Free Rate	1,89%
Market Premium	7,27%
Beta Unlevered	0,69
Tax Rate (Ires + IRAP)	27,90%
D/E (average)	25,20%
Beta Relevered	0,81
Alfa (specific risk)	2,50%
Ke	10,28%
Kd	2,50%
Wacc	8,57%

Fonte: Stime Integrae SIM

Con le nostre stime ed assumptions di cui sopra, ne risulta un WACC dell'8,57%.

Fig. 13 – I dati di output

FCFO actualized	7.043,5
TV actualized DCF	30.504,0
Enterprise Value	37.547,5
NFP FY18 E	(2.715,0)
Equity Value	40.262,5

Fonte: Stime Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €40,26 mln.** Il valore tiene conto di un premio per il rischio addizionale del 2,5%.

Fig. 14 – Sensitivity analysis

		WACC						
		7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%
TV	2,5%	62880	56864	51927	47802	44304	41300	38692
	2,0%	57667	52651	48460	44907	41855	39206	36884
	1,5%	53389	49132	45521	42421	39730	37371	35288
	1,0%	49816	46148	42998	40264	37868	35751	33867
	0,5%	46787	43586	40808	38374	36223	34309	32595
	0,0%	44186	41363	38889	36704	34760	33018	31449
	-0,5%	41929	39415	37195	35219	33449	31855	30412

Fonte: Stime Integrae SIM

5.3 I multipli

Il nostro campione è formato da società che operano negli stessi settori di L&C, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste le società con i multipli per il periodo 2018-21F (Fonte: Inf Financials), le stesse utilizzate per il calcolo del Beta.

Fig. 15 – Comparables – 2017 financials

Company	Profitability					Capital Structure	
	ROE	ROCE	EBITDA margin %	EBIT margin %	Net Income margin %	NFP /Equity	NFP /EBITDA
Performance Food Group	17,4%	9,2%	2,44%	1,70%	0,96%	1,02	2,67
The Chefs' Warehouse Ir	n.m.	0,0%	5,06%	3,25%	1,10%	n.m.	4,20
US FOODS HOLDING CORP	17,4%	5,8%	4,38%	2,77%	1,84%	1,39	3,44
Sysco Corporation	73,9%	20,3%	5,56%	4,27%	2,70%	3,22	2,39
MARR SpA	27,5%	19,4%	7,14%	5,97%	4,03%	0,62	1,36
United Natural Foods In	10,4%	10,9%	3,44%	2,51%	1,40%	0,22	1,16
Metcash Limited	9,8%	11,4%	2,62%	2,20%	1,50%	-0,01	-0,06
Media	26,1%	11,0%	4,4%	3,2%	1,9%	1,08	2,16
Longino & Cardenal	107,8%	38,2%	5,3%	4,8%	2,0%	1,24	2,01

Fonte: Stime Integrae SIM

Nella Fig. 15 sono messi a confronto gli indici di profitability e di capital structure delle società incluse nel panel e L&C. E' evidente come L&C "overperformi" la media degli indici di profitability sia in termini di ritorni (ROE e ROCE) che in termini di marginalità (Ebitda, Ebit e Net Income). Quanto agli indici di Capital Structure, possiamo affermare che sono pressoché in linea con la media delle società inserite nel panel.

Inoltre, sottolineiamo come per L&C, al contrario delle società inserite nel panel, la domanda sia molto meno elastica in quanto riferita al mondo del lusso e non del mass market. Un valore aggiunto non indifferente in quanto tale aspetto riduce il rischio complessivo del business rispetto a quello medio del campione.

Fig. 16 – Comparables – Forecast multiples

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Performance Food Group	9,59	8,70	8,13	7,60	14,2	12,6	11,5	10,9	17,9	15,2	13,9	13,2
The Chefs' Warehouse Inc.	17,18	15,23	13,72	12,64	25,9	22,4	19,5	17,1	45,7	35,7	29,7	25,9
US FOODS HOLDING CORP	9,22	8,44	7,58	7,56	13,2	12,0	10,7	10,7	14,6	13,0	11,4	10,4
Sysco Corporation	12,90	11,95	11,27	N/A	16,5	15,2	14,3	N/A	20,8	18,7	17,3	N/A
MARR SpA	14,89	14,17	13,51	N/A	17,7	16,7	16,0	N/A	23,9	22,5	21,8	N/A
United Natural Foods Inc.	5,46	5,17	5,01	4,88	7,4	7,0	6,9	6,7	9,6	8,5	8,2	8,0
Metcash Limited	6,95	7,05	6,88	6,86	8,4	8,6	8,5	8,4	13,1	13,1	12,6	12,4
Mediana	9,59	8,70	8,13	7,56	14,16	12,55	11,52	10,73	17,86	15,24	13,94	12,37

Fonte: Stime Integrae SIM

Fig. 17 – Valutazione metodo multipli

LONGINO & CARDENAL				
<i>in €/mln</i>	2018E	2019E	2020E	2021E
Ebitda	2.100	3.750	4.750	6.300
Ebit	1.750	3.400	4.400	6.100
Net profit	1.000	2.300	3.100	4.300
Net Debt (Cash)	- 2.015	- 4.325	- 7.595	- 11.823

Market Multiples	2018E	2019E	2020E	2021E
EV/EBITDA	9,6	8,7	8,1	7,6
EV/EBIT	14,2	12,6	11,5	10,7
P/E	17,9	15,2	13,9	12,4

Enterprise Value (EV) in €/mln	2018E	2019E	2020E	2021E
EV/EBITDA	20.139	32.625	38.618	47.628
EV/EBIT	24.780	42.670	50.688	65.453
P/E	17.860	35.052	43.214	53.191

Equity Value (EV) in €/mln	2018E	2019E	2020E	2021E
EV/EBITDA	22.154	36.950	46.213	59.451
EV/EBIT	26.795	46.995	58.283	77.276
P/E	17.860	35.052	43.214	53.191

Average Equity Value in €/mln	22.270	39.666	49.237	63.306	43.619
--------------------------------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

Equity value post discount in €/mln	16.702	29.749	36.927	47.480	32.715
--	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

Fonte: Stime Integrae SIM

L'equity value medio 2018-2021E dei tre ratios presi in esame, calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €43,6 mln. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 25%, raggiungendo **un valore di €32,71 mln.**

Il giudizio sulla ragionevolezza dello sconto è stato calcolato con riguardo alla minore liquidità rispetto ai comparables che caratterizza il titolo post quotazione. A tale riguardo si è tenuto conto anche dello studio condotto da W.L. Silber (Discount on restricted stock: the impact of liquidity on stock prices in Financial Analysis Journal, vol. 47, 1997, pp 60-64, più recentemente confermato da J.D. Finnerty, the impact of transfer restriction on stock prices, Working paper, Analysis Group/Economics, Cambridge, Ottobre 2002, che ha individuato uno sconto medio variabile tra il 15% e il 25%).

La media dei due valori costituisce il nostro target price €5,84 rating Buy e il rischio Medium.

5.4 Competitive analysis

- **Capacità di selezione dei fornitori e dei prodotti**, esclusivi in tutto il mondo influenzando il mercato italiano con le nuove “tendenze” (i primi a commercializzare il caviale e il plancton marino e tanti altri prodotti di altissima qualità);
- **Rapporto di esclusività** nella distribuzione dei prodotti del catalogo. L’esclusività ovviamente riguarda la commercializzazione di un brand e non di una categoria merceologica ma spesso i brand selezionati sono quelli che offrono sul mercato il miglior prodotto a disposizione (ciò si evince dal fatto che a comprare i prodotti di L&C sono i migliori ristoranti in Italia e non solo) e in alcuni casi, come ad esempio per il plancton marino, il brand rappresentato è l’unico a commercializzare un’intera categoria di prodotto (monopolio) pertanto rifornirsi da L&C diventa per gli addetti ai lavori l’unica soluzione;
- **Clientela di elevato standing;**
- **Domanda inelastica** in quanto il mercato di riferimento di L&C è sostanzialmente di nicchia e riferito al “food gourmet” e non quindi al mass market;
- **Premium pricing;**
- **Logistica efficace** con un processo che parte dall’acquisto dei prodotti, la vendita e la spedizione in tutto il territorio italiano in un tempo che mediamente un supera le 48/72 ore;
- **Rete commerciale sviluppata** e preparata a vedere prodotti unici;
- **Brand awareness:** il brand è sinonimo di qualità, affidabilità e puntualità nelle consegne;
- **Espansione estera:** i prodotti commercializzati da L&C sono sulle tavole dei maggiori hotel e ristoranti internazionali;
- **Internazionalizzazione:** oltre alle sedi di Hong Kong e Dubai, L&C sta già iniziando a servire un numero rilevante di clienti in Austria direttamente dalla sede di Pogliano Milanese;
- **Scalabilità del business:** possibilità concreta di esportare il modello di business in altri Paesi e in particolare dove non è molto radicata una cultura culinaria locale (Regno Unito, Germania, Svizzera, Stati Uniti ecc);
- **Mercato in forte crescita:** è sempre più presente la percezione del “ristorante gourmet” nel quale andare a vivere un’esperienza culinaria anche grazie ai numerosi programmi di cucina (su tutti Masterchef);
- **Nuovo software gestionale** che consente alla società di migliorare e rendere più efficaci i servizi di logistica commerciali;
- **Sviluppo verticale:** oltre alla positiva esperienza con la società “Il Satiro Danzante” vi sono altre numerose opportunità di mercato che la società può cogliere per poter ulteriormente sviluppare il proprio business;
- **Eventi & network:** gli eventi tra addetti ai lavori organizzati da L&C sono unici nel loro genere e consentono a clienti e fornitori di fare networking permettendo a L&C di fidelizzare entrambi.

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 operations. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Antonio Tognoli and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integræe SIM's current Deputy Chairman and Head of Research, Board Member of AIAF - Associazione Italiana Analisti Finanziari, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists guild. Mattia Petracca is current financial analyst.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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.

INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integræe SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integræe SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integræe 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 Integræe 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ 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, Integræe 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, Integræe 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 on the risk associated with 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 >= 22.5%	ETR >= 25%	ETR >= 30%
HOLD	-20% < ETR < 22,5%	-20% < ETR < 25%	-15% < ETR < 30%
SELL	ETR <= -25%	ETR <= -20%	ETR <= -15%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for evaluating 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 traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integræ 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 is prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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