

LONGINO & CARDENAL *Italy* *FTSE AIM Italia* *Food Services*
Rating: HOLD (prev. BUY) **Target Price: € 4.51** (prev. 5.84) **Update** **Risk: Medium**

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	5,72%	-14,40%	-22,76%	N/A
to FTSE AIM Italia	9,82%	-3,37%	-7,90%	N/A
to FTSE STAR Italia	5,69%	-10,29%	-15,80%	N/A
to FTSE All-Share	6,20%	-13,83%	-21,90%	N/A
to EUROSTOXX	5,56%	-13,89%	-18,44%	N/A
to MSCI World Index	7,03%	-13,09%	-15,98%	N/A

Stock Data

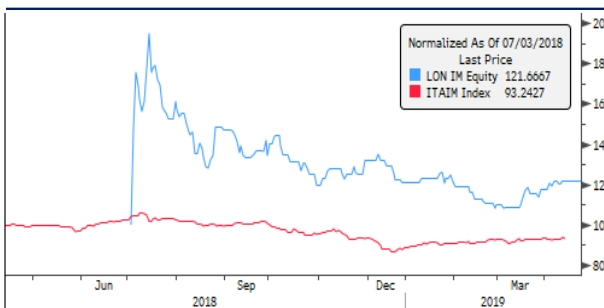
Price	€ 4,38
Target price	€ 4,51
Upside/(Downside) potential	3,0%
Bloomberg Code	LON IM EQUITY
Market Cap (€m)	27,37
EV (€m)	26,17
Free Float	22,00%
Share Outstanding	6.250.000
52-week high	€ 7,20
52-week low	€ 3,80
Average daily volumes (3m)	1.150

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Sales	32,0	35,5	41,0	47,5
EBITDA	2,0	2,3	2,8	3,5
EBIT	1,8	2,0	2,5	3,2
Net Profit	1,2	1,3	1,7	2,2
EPS (€)	0,19	0,21	0,27	0,34
EBITDA margin	6,3%	6,5%	6,8%	7,4%
EBIT margin	5,6%	5,7%	6,2%	6,8%

Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	13,0	11,4	9,3	7,5
EV/EBIT (x)	14,6	13,0	10,3	8,1
P/E (x)	23,0	20,7	16,4	12,7

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it
Stocks performance relative to FTSE AIM Italia

FY18A Results

L&C ha fatto registrare una crescita delle YoY Sales pari al 12.2%, ma di circa il 3% inferiore rispetto alle nostre stime, passando da circa €28.5 mln a €32.0 mln. L&C non ha beneficiato del credito d'imposta per IPO che quindi abbiamo inserito nelle nostre stime per il FY19E (conservativamente stimato per circa €0.2 mln). L'EBITDA margin del Gruppo pari al 6,3% infatti presenta un miglioramento di un punto percentuale YoY. La Società ha continuato quindi il processo di efficientamento nell'attività di approvvigionamento e logistica dei prodotti commercializzati.

Estimates Update

Stimiamo CAGR 18-22E di circa 14.5% con Sales che passano da €32 mln del FY18A a circa €55.0 mln nel FY22E. Nella revisione delle stime abbiamo tenuto in considerazione la contrazione dei consumi sul mercato italiano, iniziata nell'ultimo trimestre del 2018 (infatti sul FY18A dato actual inferiore di circa il 3% rispetto le nostre previsioni). Espansione del business sul mercato USA in ritardo rispetto alle nostre stime.

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 €30,9 mln. L'equity value di L&C utilizzando i market multiples risulta essere pari €25,4 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 28.2 mln. Il target price è di € 4.51. Il rating passa da BUY a HOLD. Il rischio MEDIUM resta invariato.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	28,54	32,03	35,50	41,00	47,50	55,00
IPO credit contribution	0,00	0,0	0,20	0,00	0,00	0,00
COGS	22,56	24,84	27,50	31,60	36,50	42,00
Contribution Margin	6,0	7,18	8,20	9,40	11,00	13,00
Marketing	1,70	2,02	2,10	2,30	2,50	2,75
Logistics	1,10	1,30	1,55	1,80	2,05	2,35
G&A	1,66	1,84	2,25	2,50	2,95	3,45
EBITDA	1,52	2,01	2,30	2,80	3,50	4,45
<i>EBITDA Margin</i>	<i>5,3%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,8%</i>	<i>7,4%</i>	<i>8,1%</i>
EBITDA Adj	1,71	2,16	2,44	2,96	3,69	4,67
<i>EBITDA Margin Adj</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,7%</i>	<i>6,9%</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,8%</i>	<i>8,5%</i>
D&A	0,16	0,22	0,28	0,27	0,28	0,28
D&A Adj	0,35	0,36	0,42	0,43	0,47	0,50
EBIT	1,4	1,79	2,02	2,53	3,23	4,17
<i>EBIT Margin</i>	<i>4,8%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,8%</i>	<i>7,6%</i>
Financial Management	(0,27)	(0,08)	(0,10)	(0,11)	(0,12)	(0,13)
Non Recurrent Items	(0,14)	(0,05)	(0,04)	(0,03)	(0,03)	(0,02)
EBT	0,95	1,66	1,89	2,39	3,08	4,02
Taxes	0,39	0,47	0,6	0,7	0,9	1,2
Net Income	0,56	1,19	1,32	1,67	2,15	2,81
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Assets	1,44	2,18	2,43	2,36	2,33	2,30
Account Receivable	7,55	7,77	8,60	9,80	11,30	13,20
Inventories	1,36	1,72	1,80	2,05	2,30	2,65
Account Payable	5,68	5,64	6,30	7,25	8,35	9,75
Operating Working Capital	3,22	3,85	4,10	4,60	5,25	6,10
Other Receivable	0,38	0,51	0,60	0,70	0,80	0,90
Other Payable	0,97	0,88	1,00	1,15	1,30	1,50
Net Working Capital	2,64	3,48	3,70	4,15	4,75	5,50
Severance Indemnities & Other Provisions	0,50	0,61	0,70	0,80	0,90	1,00
NET INVESTED CAPITAL	3,57	5,04	5,43	5,71	6,18	6,80
Share Capital	0,54	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01
Reserves and Retained Profits	(0,58)	4,03	5,34	6,66	8,34	10,49
Net Income	0,56	1,19	1,32	1,67	2,15	2,81
Total Equity	0,52	6,22	7,67	9,35	11,50	14,32
Cash & Cash Equivalent	0,27	2,90	4,14	5,84	7,82	10,27
Short Term Debt	2,15	0,99	1,62	2,20	2,50	2,75
M/L Term Debt	1,18	0,72	0,28	0,00	0,00	0,00
Net Financial Position	3,05	(1,2)	(2,2)	(3,6)	(5,3)	(7,5)
TOTAL SOURCES	3,57	5,04	5,43	5,71	6,18	6,80
CONSOLIDATED CASH FLOW	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	
EBIT	1,79	2,02	2,53	3,23	4,17	
Taxes	0,47	0,57	0,72	0,92	1,21	
NOPAT	1,32	1,45	1,81	2,30	2,96	
D&A	0,22	0,28	0,27	0,28	0,28	
Change in receivable	(0,22)	(0,83)	(1,20)	(1,50)	(1,90)	
Change in inventories	(0,36)	(0,08)	(0,25)	(0,25)	(0,35)	
Change in payable	(0,05)	0,66	0,95	1,10	1,40	
Other Changes	(0,21)	0,03	0,05	0,05	0,10	
Change in NWC	(0,84)	(0,22)	(0,45)	(0,60)	(0,75)	
Change in Provisions	0,11	0,09	0,10	0,10	0,10	
OPERATING CASH FLOW	0,82	1,60	1,73	2,08	2,59	
Capex	(0,96)	(0,53)	(0,20)	(0,25)	(0,25)	
FREE CASH FLOW TO FIRM	(0,15)	1,07	1,53	1,83	2,34	
Financial Management	(0,08)	(0,10)	(0,11)	(0,12)	(0,13)	
Non Recurring Items	(0,05)	(0,04)	(0,03)	(0,03)	(0,02)	
Change in Financial Debt	(1,62)	0,19	0,30	0,30	0,25	
Change in Equity	4,52	0,13	0,00	0,00	0,00	
FREE CASH FLOW TO EQUITY	2,62	1,25	1,69	1,98	2,44	

Source: L&C and Integrae SIM estimates

1.1 FY18A results

Table 2 – FY18 – Actual vs Forecast

FY2018	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
Actual	32,0	2,0	6,3%	1,8	1,2	-1,2
Forecast	33,0	2,1	6,4%	1,8	1,0	-2,0
Change	-3,0%	-4,1%	-1,2%	2,5%	18,9%	-41,1%

Source: L&C

L&C ha fatto registrare una crescita delle YoY Sales pari al 12.2%, ma di circa il 3% inferiore rispetto alle nostre stime, passando da circa €28.5 mln a €32.0 mln. L&C non ha beneficiato del credito d'imposta per IPO che quindi abbiamo inserito nelle nostre stime per il FY19E (conservativamente stimato per circa €0.2 mln).

Pur rimanendo predominante il fatturato della Controllante, si evidenzia che la crescita dei ricavi è generalizzata e ha riguardato tutte le Società del Gruppo e in particolar modo la Longino Hong Kong (+14% YoY).

Il margine di contribuzione in relazione alle Sales migliora rispetto al FY17A di circa 1.4 punti percentuali. Tale miglioramento è ascrivibile alle costanti azioni di efficientamento perseguite dalla Controllante nelle attività di approvvigionamento dei prodotti commercializzati e nella gestione dei trasporti delle vendite. E' stato fondamentale anche l'apporto 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.

Nel FY18A i costi di struttura del Gruppo ammontano complessivamente ad €5.17 mln e registrano una crescita del 15.9%, proporzionalmente inferiore rispetto alla crescita realizzata a livello di margine di contribuzione (circa il 20%).

I costi legati alla gestione della rete commerciale e della logistica interna crescono principalmente in relazione alle nuove assunzioni operate nel corso del 2018 (incidenza su Sales passa da 3.8% a 4.1%). Sono cresciuti i costi legati alle attività di marketing avendo la Capogruppo intensificato nel corso del 2018 le attività legate all'organizzazione di eventi sia a supporto della propria rete commerciale sia dedicati ai propri clienti (+€0.3 mln YoY e incidenza su Sales che passa da 6.0% a 6.3%). I costi generali e amministrativi aumentano in linea con l'aumento del fatturato (+€0.18 mln YoY). L'incremento più significativo è legato all'aumento del costo del personale derivante dall'inserimento di una nuova risorsa e ai maggiori costi amministrativi che la Capogruppo ha sostenuto per effetto della quotazione al mercato AIM.

L'EBITDA margin del Gruppo pari al 6,3% infatti presenta un miglioramento di un punto percentuale YoY. La Società ha continuato quindi il processo di efficientamento nell'attività di approvvigionamento e logistica dei prodotti commercializzati. Importante anche il contributo apportato dalla performance sempre più positiva della controllata di Hong Kong e dalla performance della controllata di Dubai che, in netto miglioramento rispetto al FY17A, si sta avvicinando al punto di pareggio.

Abbiamo effettuato un "adjustment" all'EBITDA in quanto la società include le svalutazioni tra i costi operativi che noi invece riteniamo sia più opportuno inserire nella voce D&A. A parità di fattori, l'EBITDA margin Adj. passa da 6.0% al 6.7% (le svalutazioni nel FY18A sono di €0.14mln).

La NFP migliora di circa €4.3 mln passando da €3.1 mln nel FY17A a cassa per €1.2 mln nel FY18A. Tale miglioramento è ascrivibile principalmente ai proceeds dell'IPO (€4.5 mln). Rispetto alle nostre stime, la NFP è peggiore di circa €0.7 mln (prevedevamo cassa per circa €2 mln).

Nel corso del 2018 la Società ha investito circa €0.96 mln per:

- la ristrutturazione e ammodernamento degli uffici nel fabbricato industriale di proprietà (circa €0.22 mln);
- implementazione del nuovo software gestionale (Microsoft 365 Dynamics) che, a partire dal 2019, sarà utilizzato da tutte le società del Gruppo e garantirà un miglioramento dei processi interni di magazzino, vendita e logistica, oltre che l'implementazione di un sistema CRM per la gestione delle attività commerciali e di marketing rivolte al proprio portafoglio clienti. L'investimento ha assorbito risorse per €0.13 mln;
- costi della quotazione AIM che hanno incrementato il valore lordo dell'attivo immobilizzato per €0.6 mln.

Rispetto alle nostre stime, le Capex sono leggermente inferiori per circa €0.2 mln in quanto stimavamo l'apertura di Longino & Cardenal USA Corp., la cui operatività, invece, è ufficialmente iniziata il 24 gennaio 2019.

Con riferimento al capitale circolante netto:

- l'incremento dei crediti commerciali è stato meno che proporzionale dell'incremento del fatturato, circostanza legata al miglioramento dei tempi medi di incasso (DSO da 96.5gg a 88.5gg). Stimavamo crediti commerciali per circa €8.6 mln (miglioramento di circa €0.8 mln);
- le rimanenze di magazzino aumentano di circa €0.36 mln, in modo più che proporzionale all'incremento del fatturato (DOI da 22gg a 25.2gg) per effetto dell'inserimento a catalogo di prodotti congelati che naturalmente presentano tassi di rotazione superiori rispetto ai prodotti freschi (in linea con le nostre stime);
- i debiti commerciali rimangono pressochè invariati in valore assoluto (DOP da 92gg a 83gg) evidenziando una riduzione di circa 9gg sui giorni di pagamento. Ci aspettavamo un importo pari a circa €6.9 mln contro un actual di €5.6 mln (peggioramento di circa €1.3 mln).

Pertanto, il capitale circolante operativo peggiora di circa €0.5 mln rispetto alle nostre attese.

Il capitale circolante netto, stimato in circa €2.85 mln è stato di circa €3.5 mln (peggioramento di circa €0.65 mln), mentre il capitale investito netto è superiore rispetto alle nostre stime di circa €0.6 mln.

Quanto alla gestione finanziaria, i debiti finanziari a M/L sono sostanzialmente in linea con le nostre attese, mentre la componente a breve (che include anche la cassa) è peggiore di circa €0.7 mln.

1.2 New estimates FY19E – FY22E

Table 3 – Estimates Updates FY19E-21E

€/mln	FY2019E	FY2020E	FY2021E
Sales			
New	35,5	41,0	47,5
Old	42,0	51,0	61,0
Change	-15,5%	-19,6%	-22,1%
EBITDA			
New	2,3	2,8	3,5
Old	3,8	4,8	6,3
Change	-38,7%	-41,1%	-44,4%
EBITDA %			
New	6,5%	6,8%	7,4%
Old	8,1%	8,6%	10,0%
Change	-20,0%	-20,8%	-26,3%
EBIT			
New	2,0	2,5	3,2
Old	3,4	4,4	6,1
Change	-68,3%	-73,9%	-89,1%
Net Income			
New	1,3	1,7	2,2
Old	2,3	3,1	4,3
Change	-42,6%	-46,0%	-49,9%
NFP			
New	(2,2)	(3,6)	(5,3)
Old	(4,3)	(7,6)	(11,8)
Change	-48,2%	-52,1%	-55,0%

Source: Integrae SIM

Stimiamo CAGR 18-22E di circa 14.5% con Sales che passano da €32 mln del FY18A a circa €55.0 mln nel FY22E.

Nella revisione delle stime abbiamo tenuto in considerazione la contrazione dei consumi sul mercato italiano, iniziata nell'ultimo trimestre del 2018 (infatti sul FY18A dato actual inferiore di circa il 3% rispetto le nostre previsioni). In modo da mitigare questa forte esposizione del fatturato sul mercato italiano, la Società ha intrapreso ormai da anni un processo di internazionalizzazione.

Con riferimento invece all'espansione del business sul mercato USA, stimavamo che la società potesse essere operativa già a partire da fine 2018 mentre si è verificato un slittamento nell'inizio delle attività. Il ritardo è ascrivibile al fatto che la Società ha trovato più conveniente avviare i lavori in totale autonomia e non con operazioni di partnership/Joint Venture come da noi inizialmente stimato. Questo prevede sicuramente un time to market molto più alto rispetto a quello stimato così come costi operativi per la Capogruppo molto significativi soprattutto per i primi 2/3 anni.

Questi due principali avvenimenti ci hanno portato a rivedere le stime sia a livello di fatturato che, soprattutto, a livello di marginalità.

La natura del business di L&C fa sì che, i costi relativi all'espansione del business su nuovi mercati debbano essere quasi interamente spesi nel corso dell'esercizio corrente (costi operativi maggiori) e non quindi capitalizzabili in quanto gran parte degli investimenti sono in personale incaricato a sviluppare il business.

Infatti, nel FY19E abbiamo aumentato l'incidenza percentuale sul fatturato di tutti costi operativi (ad eccezione del marketing): Logistics passa da 4.1% a 4.4%, G&A da

5.8% a 6.3%. I costi di marketing li abbiamo previsti in leggero aumento rispetto al FY18A.

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		8,37%
Risk Free Rate	2,00% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,64
D/E (average)	25,00% Beta Relevered	0,76
Ke	10,29% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC di 8.37%

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		30,9
FCFO actualized	5,6	19%
TV actualized DCF	24,1	81%
Enterprise Value	29,8	100%
NFP (FY18A)	(1,2)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di € 30,9 mln.**

Table 6 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%
2,5%		49,8	44,7	40,6	37,1	34,2	31,7	29,6
2,0%		45,4	41,2	37,7	34,7	32,2	30,0	28,1
1,5%		41,9	38,3	35,3	32,7	30,5	28,5	26,8
1,0%		38,9	35,8	33,2	30,9	29,0	27,2	25,7
0,5%		36,4	33,7	31,4	29,4	27,7	26,1	24,7
0,0%		34,3	31,9	29,9	28,1	26,5	25,1	23,8
-0,5%		32,4	30,3	28,5	26,9	25,4	24,1	22,9

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

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

Table 7 – Peers main ratios

FY2018	L&C	Performance Food Group	The Chef's Warehouse Inc.	US Food Holding Corp.	Sysco Corporation	Marr SpA	United Natural Foods Inc.	Metcash Limited	Peer Median
Country	Italy	USA	USA	USA	USA	Italy	USA	Australia	
Mkt Cap (€/min)	27,37	4.113	952	7.556	34.130	1.387	653	2.455	2.455
EV (€/min)	26,17	5.035	1.054	9.793	37.456	1.547	3.371	1.614	3.371
Growth YoY									
Net Sales	12,20%	5,12%	10,99%	0,12%	6,06%	2,65%	10,27%	2,42%	5,12%
Ebitda	32,41%	13,79%	15,06%	3,31%	4,71%	2,61%	0,89%	11,92%	4,71%
Ebit	31,33%	20,14%	18,55%	11,90%	13,43%	2,13%	0,53%	12,96%	12,96%
Net Income	111,57%	4,70%	42,02%	-8,33%	25,23%	4,58%	27,29%	N/A	14,96%
Profitability									
ROE	19,10%	15,26%	7,32%	13,61%	58,54%	21,78%	9,39%	-10,12%	13,61%
ROI	35,59%	7,83%	6,11%	7,48%	15,38%	12,62%	8,06%	9,02%	8,06%
ROIC	51,60%	9,94%	8,34%	9,34%	21,26%	14,58%	10,34%	20,79%	10,34%
ROCE	25,82%	15,26%	7,32%	13,61%	58,54%	21,78%	9,39%	-10,12%	13,61%
ROA	11,90%	4,21%	2,87%	4,47%	7,99%	6,79%	5,66%	-3,94%	4,47%
EBITDA %	6,29%	2,18%	4,91%	4,13%	5,27%	6,53%	3,08%	2,77%	4,13%
EBIT %	5,60%	1,53%	3,38%	2,72%	3,97%	6,09%	2,22%	2,30%	2,72%
Net Income %	3,71%	1,13%	1,41%	1,68%	2,44%	4,21%	1,62%	-1,03%	1,62%
Dividend Yield	N/A	N/A	N/A	N/A	2,35%	3,74%	N/A	6,88%	3,74%
EPS	0,14	1,95	0,71	1,88	2,74	1,03	3,28	-0,15	1,88
Capital Structure									
Debt/Asset	0,11 x	0,36 x	0,38 x	0,39 x	0,46 x	0,33 x	0,12 x	0,04 x	0,36 x
Debt/Equity	0,27 x	1,27 x	0,90 x	1,12 x	3,27 x	1,04 x	0,20 x	0,10 x	1,04 x
Interest Coverage	21,36 x	4,20 x	2,35 x	N/A	5,85 x	28,10 x	13,80 x	22,44 x	9,82 x
NFP/EBITDA	-0,59 x	3,75 x	3,32 x	3,52 x	2,51 x	1,50 x	1,07 x	-0,08 x	2,51 x
Equity/Asset	0,41 x	0,28 x	0,42 x	0,35 x	0,14 x	0,32 x	0,62 x	0,37 x	0,35 x
Asset Utilization									
Quick Ratio	1,38 x	0,73 x	1,63 x	0,70 x	0,70 x	1,18 x	0,86 x	0,74 x	0,74 x
Fixed Asset Turnover	14,70 x	22,76 x	20,46 x	13,27 x	13,20 x	23,54 x	17,43 x	63,22 x	20,46 x
Asset Turnover	2,13 x	4,50 x	2,03 x	2,65 x	3,28 x	1,61 x	3,50 x	3,81 x	3,28 x

Source: Bloomberg

Table 8 – Peer stock performance

Company Name	1W	1M	3M	6M	YTD
Performance Food Group	0,5%	0,5%	21,4%	25,3%	21,3%
The Chefs Warehouse Inc.	3,8%	-0,6%	1,1%	-11,2%	-0,9%
US Food Holding Corp.	0,3%	-1,5%	9,5%	15,8%	9,5%
Sysco Corporation	0,9%	-2,0%	8,0%	-8,7%	6,0%
Marr SpA	1,8%	0,2%	-1,3%	-15,6%	0,0%
United Natural Foods Inc.	1,9%	-12,7%	20,5%	-55,4%	23,8%
Metcash Limited	3,4%	3,8%	16,4%	-10,6%	10,2%
Median	1,8%	-0,6%	9,5%	-10,6%	9,5%
L&C	2,0%	5,7%	-14,4%	-22,8%	-18,6%

Source: Bloomberg

Table 9 – Market Multiples

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Performance Food Group	9,4	8,7	8,1	14,0	12,6	11,5
The Chefs' Warehouse Inc.	14,2	12,8	11,9	21,1	18,5	16,9
US Food Holding Corp	9,1	8,4	8,0	13,0	11,6	11,0
Sysco Corporation	11,1	10,5	N/A	14,4	13,3	N/A
MARR SpA	12,8	12,5	12,3	15,4	14,8	13,9
United Natural Foods Inc.	2,2	1,8	1,6	4,9	4,0	3,6
Premium Brands Holdings Corp.	12,0	11,0	10,5	15,4	13,8	N/A
Metcash Limited	6,0	5,9	5,8	7,3	7,0	7,4
Peer Median	10,2	9,6	8,1	14,2	12,9	11,3

Source: Infinaicals

Table 10 – Market Multiples Valuation

€/mln	2019E	2020E	2021E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	25,0	28,4	29,7
EV/EBIT	28,6	32,8	36,3
Equity Value			
EV/EBITDA	27,2	32,0	35,0
EV/EBIT	30,8	36,4	41,6
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	20,4	24,0	26,3
EV/EBIT	23,1	27,3	31,2
Average	21,8	25,7	28,7

Source: Integrae SIM

L'equity value di L&C utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT risulta essere pari a circa € 33.8mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di L&C rispetto ai comparables, oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 25.4 mln.**

2.3 Equity Value

Table 11 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	28,2
Equity Value DCF (€/mln)	30,9
Equity Value multiples (€/mln)	25,4
Target Price (€)	4,51

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 28.2 mln. Il target price è quindi di € 4.51 (prev. €5.84). Il rating passa da BUY a HOLD mentre il rischio MEDIUM resta invariato.

Table 12 – Implied valuation multiples

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	11,0x	9,1x	7,3x
EV/EBIT	13,4x	10,7x	8,4x

Source: Integrae SIM

Table 13 – Current Price Valuation Multiples

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	11,4x	9,3x	7,5x
EV/EBIT	13,0x	10,3x	8,1x

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 operations. 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

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 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 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.