

**LONGINO & CARDENAL** *Italy* **FTSE AIM Italia** **Food Services**  
**Rating: BUY** (prev. Hold) **Target Price: € 3,10** (prev. 3,40) **Update** **Risk: Medium**

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-11,54%	-22,30%	-26,28%	-44,44%
to FTSE AIM Italia	-10,77%	-18,31%	-24,78%	-31,25%
to FTSE STAR Italia	-10,98%	-33,66%	-59,05%	-59,39%
to FTSE All-Share	-9,31%	-18,98%	-39,90%	-33,91%
to EUROSTOXX	-8,71%	-18,42%	-41,46%	-37,21%
to MSCI World Index	-9,64%	-26,63%	-51,84%	-54,23%

#### Stock Data

Price	€ 2,30
Target price	€ 3,10
Upside/(Downside) potential	34,6%
Bloomberg Code	LON IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 14,38
EV (€m)	€ 12,99
Free Float	22,00%
Share Outstanding	6.250.000
52-week high	€ 4,36
52-week low	€ 2,16
Average daily volumes (3m)	1.000

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	33,7	21,0	34,8	38,3
EBITDA Adj.	1,8	-0,6	1,8	2,2
EBIT	1,3	-1,3	1,1	1,7
Net Profit	0,9	-1,3	0,8	1,1
EPS (€)	0,15	-0,21	0,13	0,18
EBITDA Adj. margin	5,4%	-2,6%	5,0%	5,6%
EBIT margin	3,7%	-6,0%	3,2%	4,3%

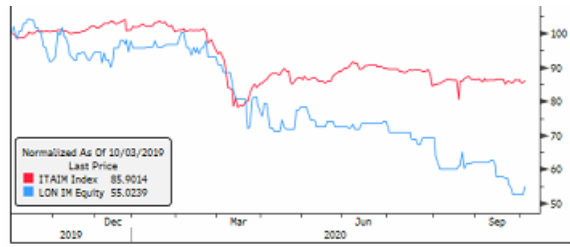
Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	7,1	N/A	7,4	6,0
EV/EBIT (x)	10,4	N/A	11,8	7,9
P/E (x)	15,3	N/A	17,7	12,7

#### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

#### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



#### 1H20A Results

Il settore della ristorazione è stato uno dei più colpiti dalla diffusione dell'epidemia Covid 19, a causa delle chiusure imposte a tutti i ristoranti per i mesi di lockdown e per le successive difficoltà e restrizioni nella fase di riapertura.

I ricavi, pari a € 7,30 mln (€ 15,65 mln al 30 giugno 2019), hanno fatto registrare una decrescita del 53,4%, tale valore è stato fortemente influenzato dalle misure imposte a livello globale in risposta alla diffusione dell'epidemia Covid 19. L'EBITDA è pari a -€ 1,3 mln (€ 0,62 mln al 30 giugno 2019). L'EBIT è pari a -€ 1,49 mln (€ 0,47 mln al 30 giugno 2019).

#### Estimates Update

Alla luce dei dati pubblicati nella relazione semestrale modifichiamo le nostre stime per l'anno in corso e per i prossimi anni. Secondo le nostre stime, i ricavi generati nel 2020E dalla Società saranno pari a € 21,0 mln. A livello di marginalità, ci aspettiamo un EBITDA Adj. pari a -€ 0,55 mln ed un EBIT pari a -€ 1,25 mln. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 42,1 mln (CAGR 19A-23E: 5,72%) nel 2023E, con EBITDA Adj. pari a € 2,70 mln (marginalità del 6,4%), in crescita rispetto a € 1,82 mln del 2019A.

#### 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 € 25,7 mln. L'equity value di L&C utilizzando i market multiples risulta essere pari € 13,1 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 19,4 mln. Il target price è di € 3,10, rating BUY e rischio MEDIUM.

## 1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	32,03	33,70	21,00	34,80	38,25	42,10
COGS	24,84	25,95	16,55	26,45	29,10	32,00
<b>Contribution Margin</b>	<b>7,18</b>	<b>7,75</b>	<b>4,45</b>	<b>8,35</b>	<b>9,15</b>	<b>10,10</b>
Marketing	2,02	2,33	2,00	2,80	3,05	3,30
Logistics	1,30	1,58	1,20	1,50	1,65	1,75
G&A	1,84	2,21	2,10	2,50	2,50	2,60
<b>EBITDA</b>	<b>2,01</b>	<b>1,63</b>	<b>-0,85</b>	<b>1,55</b>	<b>1,95</b>	<b>2,45</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>6,3%</i>	<i>4,8%</i>	<i>-4,0%</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,8%</i>
Sales Writedowns	0,15	0,19	0,30	0,20	0,20	0,25
<b>EBITDA Adj</b>	<b>2,16</b>	<b>1,82</b>	<b>-0,55</b>	<b>1,75</b>	<b>2,15</b>	<b>2,70</b>
<i>EBITDA Margin Adj</i>	<i>6,8%</i>	<i>5,4%</i>	<i>-2,6%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,6%</i>	<i>6,4%</i>
D&A	0,22	0,38	0,40	0,45	0,30	0,25
D&A Adj	0,36	0,57	0,70	0,65	0,50	0,50
<b>EBIT</b>	<b>1,79</b>	<b>1,25</b>	<b>-1,25</b>	<b>1,10</b>	<b>1,65</b>	<b>2,20</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>5,6%</i>	<i>3,7%</i>	<i>-6,0%</i>	<i>3,2%</i>	<i>4,3%</i>	<i>5,2%</i>
Financial Management	(0,08)	(0,06)	(0,07)	(0,10)	(0,08)	(0,05)
Non Recurrent Items	(0,05)	0,10	(0,12)	0,06	0,06	0,03
<b>EBT</b>	<b>1,66</b>	<b>1,30</b>	<b>-1,44</b>	<b>1,06</b>	<b>1,63</b>	<b>2,18</b>
Taxes	0,47	0,36	-0,11	0,25	0,50	0,60
<b>Net Income</b>	<b>1,19</b>	<b>0,94</b>	<b>-1,33</b>	<b>0,81</b>	<b>1,13</b>	<b>1,58</b>
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
<b>Fixed Assets</b>	<b>2,18</b>	<b>2,59</b>	<b>2,40</b>	<b>2,35</b>	<b>2,30</b>	<b>2,10</b>
Account Receivable	7,77	8,36	8,55	9,50	9,90	10,40
Inventories	1,72	1,61	1,65	1,70	1,80	1,90
Account Payable	5,64	5,56	4,90	5,70	6,20	6,80
<b>Operating Working Capital</b>	<b>3,85</b>	<b>4,42</b>	<b>5,30</b>	<b>5,50</b>	<b>5,50</b>	<b>5,50</b>
Other Receivable	0,51	0,74	0,50	0,70	0,80	0,90
Other Payable	0,88	1,32	0,70	0,90	1,00	1,10
<b>Net Working Capital</b>	<b>3,48</b>	<b>3,84</b>	<b>5,10</b>	<b>5,30</b>	<b>5,30</b>	<b>5,30</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0,61	0,63	0,40	0,60	0,65	0,75
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>5,04</b>	<b>5,80</b>	<b>7,10</b>	<b>7,05</b>	<b>6,95</b>	<b>6,65</b>
Share Capital	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Reserves and Retained Profits	4,03	5,24	6,18	4,85	5,66	6,79
Net Income	1,19	0,94	-1,33	0,81	1,13	1,58
<b>Equity</b>	<b>6,21</b>	<b>7,18</b>	<b>5,85</b>	<b>6,66</b>	<b>7,79</b>	<b>9,37</b>
Cash & Cash Equivalent	2,88	2,16	6,00	4,28	4,74	5,45
Short Term Debt	0,99	0,49	2,60	0,82	1,20	1,13
M/L Term Debt	0,72	0,29	4,65	3,85	2,70	1,60
<b>Net Financial Position</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(2,7)</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>5,04</b>	<b>5,80</b>	<b>7,10</b>	<b>7,05</b>	<b>6,95</b>	<b>6,65</b>
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
<b>EBIT</b>	<b>1,79</b>	<b>1,25</b>	<b>-1,25</b>	<b>1,10</b>	<b>1,65</b>	<b>2,20</b>
Taxes	0,47	0,36	-0,11	0,25	0,50	0,60
<b>NOPAT</b>	<b>1,32</b>	<b>0,90</b>	<b>-1,14</b>	<b>0,85</b>	<b>1,15</b>	<b>1,60</b>
D&A	0,22	0,38	0,40	0,45	0,30	0,25
Change in receivable	(0,22)	(0,59)	(0,19)	(0,95)	(0,40)	(0,50)
Change in inventories	(0,36)	0,10	(0,04)	(0,05)	(0,10)	(0,10)
Change in payable	(0,05)	(0,08)	(0,65)	0,80	0,50	0,60
Other Changes	(0,21)	0,21	(0,38)	0,00	0,00	0,00
<i>Change in NWC</i>	<i>(0,84)</i>	<i>(0,36)</i>	<i>(1,27)</i>	<i>(0,20)</i>	<i>(0,00)</i>	<i>(0,00)</i>
Change in Provisions	0,11	0,01	-0,23	0,20	0,05	0,10
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>0,82</b>	<b>0,93</b>	<b>-2,23</b>	<b>1,30</b>	<b>1,50</b>	<b>1,95</b>
Capex	(0,96)	(0,79)	(0,21)	(0,40)	(0,25)	(0,05)
<b>FREE CASH FLOW TO FIRM</b>	<b>(0,15)</b>	<b>0,14</b>	<b>-2,44</b>	<b>0,90</b>	<b>1,25</b>	<b>1,90</b>
Financial Management	(0,08)	(0,06)	(0,07)	(0,10)	(0,08)	(0,05)
Non Recurring Items	(0,05)	0,10	(0,12)	0,06	0,06	0,03
Change in Financial Debt	(1,62)	(0,93)	6,47	(2,58)	(0,77)	(1,17)
Change in Equity	4,51	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>2,61</b>	<b>-0,72</b>	<b>3,84</b>	<b>-1,72</b>	<b>0,46</b>	<b>0,71</b>

Source: Longino and Integrae SIM

## 1.1 1H20A Results

**Table 2 – 1H20A vs 1H19A**

€/mln	Sales	EBITDA Adj.	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP*
<b>1H20A</b>	<b>7,30</b>	<b>(1,28)</b>	<b>-17,5%</b>	<b>(1,49)</b>	<b>(1,39)</b>	<b>1,43</b>
1H19A	15,65	0,62	4,0%	0,47	0,32	(1,38)
Change	-53,4%	N.A	-21,5%	N.A	N.A	N.A

\*NFP1H19A fa riferimento al dato full year 2019A

Source: Longino

Il settore della ristorazione è stato uno dei più colpiti dalla diffusione dell'epidemia Covid 19, a causa delle chiusure imposte a tutti i ristoranti per i mesi di *lockdown* e per le successive difficoltà e restrizioni nella fase di riapertura. Nonostante questo, come dichiarato tramite comunicato stampa, *"Il nostro approccio non è stato esclusivamente "difensivo" ma anzi abbiamo deciso di investire cogliendo la sfida del cambiamento e sviluppando il canale di vendita e-commerce. L'investimento e l'implementazione di una piattaforma per l'acquisto online non solo ci ha permesso di ottimizzare il magazzino, ma ci ha anche dato la possibilità di aprire un canale di vendita diretto al consumatore privato. Abbiamo inoltre allargato la strategia digitale anche in termini organizzativi con un nuovo sistema ERP per l'efficientamento interno e una migliore gestione dei clienti e fornitori"*. Gli investimenti strategici, dunque, sono continuati anche nel periodo di maggior difficoltà.

I ricavi, pari a € 7,30 mln (€ 15,65 mln al 30 giugno 2019), hanno fatto registrare una decrescita del 53,4%, tale valore è stato fortemente influenzato dalle misure, particolarmente restrittive per il settore della ristorazione, imposte a livello globale in risposta alla diffusione dell'epidemia Covid 19.

L'EBITDA è pari a - € 1,3 mln (€ 0,62 mln al 30 giugno 2019). La Società si è impegnata dove possibile nella riduzione dei costi: riduzione dei costi del personale tramite fondo ferie ed ammortizzatori sociali, riduzione costi commerciali per la mancata realizzazione di eventi promozionali e riduzione degli oneri per trasferte dei dipendenti.

L'EBIT è pari a - € 1,49 mln (€ 0,47 mln al 30 giugno 2019) dopo ammortamenti e accantonamenti per € 0,2 mln. Il Risultato Netto complessivo si attesta a - € 1,39 mln in diminuzione rispetto a € 0,32 registrato al 30 giugno 2019.

La Posizione Finanziaria Netta, pari a € 1,43 mln, risulta in peggioramento rispetto all'ultimo dato annuale (pari a - € 1,38 mln). Tale variazione è legata ad un aumento dell'esposizione debitoria, in tal senso, sono stati sfruttati gli strumenti agevolati messi a disposizione dal Decreto Liquidità e dal Fondo Centrale di Garanzia.

Nel corso del periodo di blocco delle attività di ristorazione, la Società ha avviato un importante progetto di *e-commerce*, intraprendendo quindi una nuova attività per la vendita dei propri prodotti al cliente privato finale. Iniziata come un'attività secondaria per la gestione dei prodotti in scadenza, ora, l'*e-commerce* si presenta come una vera e propria linea di business in cui la Società sta investendo con decisione. Ad oggi, la linea *e-commerce* è attiva soltanto sul mercato italiano, tuttavia, è volontà della Società l'estensione del servizio anche ai mercati esteri.

## 1.2 Estimates FY20E-FY23E

**Table 3 – Estimates Updates FY20E-FY23E**

€/mln	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
<b>Sales</b>				
New	<b>21,0</b>	<b>34,8</b>	<b>38,3</b>	<b>42,1</b>
Old	18,1	36,0	39,0	43,0
Change	16,0%	-3,3%	-1,9%	-2,1%
<b>EBITDA Adj.</b>				
New	<b>(0,6)</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>
Old	0,2	2,1	2,4	2,9
Change	N/A	-16,6%	-11,2%	-5,3%
<b>EBITDA Adj %</b>				
New	<b>-2,6%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,4%</b>
Old	1,1%	5,8%	6,2%	6,6%
Change	N/A	-13,7%	-9,4%	-3,3%
<b>EBIT</b>				
New	<b>(1,3)</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>
Old	(0,2)	1,6	1,9	2,4
Change	N/A	-31,1%	-13,6%	-6,5%
<b>Net Income</b>				
New	<b>(1,3)</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>
Old	(0,2)	1,1	1,3	1,6
Change	N/A	-29,1%	-13,1%	-1,4%
<b>NFP</b>				
New	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(2,7)</b>
Old	(1,1)	(2,0)	(3,1)	(4,7)
Change	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

Source: Integrae SIM

Alla luce dei dati pubblicati nella relazione semestrale modifichiamo le nostre stime per l'anno in corso e per i prossimi anni. Secondo le nostre stime, i ricavi generati nel 2020E dalla Società saranno pari a € 21,0 mln. A livello di marginalità, ci aspettiamo un EBITDA Adj. pari a - € 0,55 mln ed un EBIT pari a - € 1,25 mln. Per quanto riguarda la PFN, ci aspettiamo valori sostanzialmente in linea con quelli pubblicati nella relazione semestrale, in peggioramento rispetto alle precedenti stime.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 42,1 mln (CAGR 19A-23E: 5,72%) nel 2023E, con EBITDA Adj. pari a €2,70 mln (corrispondente ad una marginalità del 6,4%), in crescita rispetto a € 1,82 mln del 2019A (corrispondente ad una marginalità del 5,4%).

## 2. Valuation

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

### 2.1 DCF Method

**Table 4 – WACC**

WACC		5,87%
Risk Free Rate	0,28% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	0,66
D/E (average)	66,67% Beta Relevered	0,97
Ke	8,35% Kd	3,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo considerato un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,87%.

**Table 5 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		25,7
FCFO actualized	1,3	5%
TV actualized DCF	23,0	95%
<b>Enterprise Value</b>	<b>24,3</b>	100%
NFP (FY19A)	(1,4)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e, prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €25,7 mln.**

**Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,4%	4,9%	5,4%	5,9%	6,4%	6,9%	7,4%
2,5%		65,3	51,4	42,3	35,9	31,1	27,5	24,5
2,0%		52,1	42,9	36,4	31,6	27,9	24,9	22,5
1,5%		43,5	36,9	32,1	28,3	25,3	22,8	20,8
1,0%		37,5	32,5	28,7	25,7	23,2	21,1	19,4
0,5%		33,0	29,1	26,0	23,5	21,4	19,7	18,2
0,0%		29,6	26,4	23,9	21,7	20,0	18,4	17,1
-0,5%		26,8	24,2	22,1	20,2	18,7	17,4	16,2

Source: Integrae SIM

## 2.2 Market Multiples

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

**Table 7 – Market Multiples**

Company name	EV/EBITDA (x)			
	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Performance Food Group	10,8	8,3	7,4	N/A
US Food Holding Corp	13,0	9,1	8,0	7,0
Sysco Corporation	15,4	11,9	10,7	9,8
MARR SpA	19,7	9,7	8,9	N/A
United Natural Foods Inc.	4,8	5,0	4,9	4,6
Premium Brands Holdings Corp.	16,7	13,0	11,3	N/A
Metcash Limited	5,2	5,3	5,2	4,8
<b>Peer Median</b>	<b>13,0</b>	<b>9,1</b>	<b>8,0</b>	<b>5,9</b>

Source: Infinitals

**Table 8 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Enterprise Value (EV)</b>				
EV/EBITDA	N/A	15,9	17,2	16,0
<b>Equity Value</b>				
EV/EBITDA	N/A	15,5	18,0	18,7
<b>Equity Value post 25% discount</b>				
EV/EBITDA	N/A	11,6	13,5	14,0
<b>Average</b>	<b>N/A</b>	<b>11,6</b>	<b>13,5</b>	<b>14,0</b>

Source: Integrae SIM

L'equity value di Longino, utilizzando il *market multiple* EV/EBITDA risulta essere pari a €17,4 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di Longino rispetto ai comparables, oltre che ad una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta **un equity value di €13,1 mln.**

## 2.3 Equity Value

**Table 9 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>19,4</b>
Equity Value DCF (€/mln)	25,7
Equity Value multiples (€/mln)	13,1
<b>Target Price (€)</b>	<b>3,10</b>

Source: Integrae SIM

**L'equity value medio è pari a €19,4 mln. Il target price è quindi di €3,10 (prev. €3,40), rating BUY e rischio MEDIUM.**

**Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples**

<b>Multiples</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
EV/EBITDA	N/A	10,3x	8,4x
EV/EBIT	N/A	16,3x	10,9x

Source: Integrae SIM

**Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples**

<b>Multiples</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
EV/EBITDA	N/A	7,4x	6,0x
EV/EBIT	N/A	11,8x	7,9x

Source: Integrae SIM

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

**Analyst/s certification**

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integræ SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalist 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 table below, shows INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
08/10/2019	4,12	Hold	4,40	Medium	Update
01/04/2020	3,16	Hold	3,40	Medium	Update

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integræ SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integræ 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. Integræ 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 Integræ SIM's web site ([www.integraesim.it](http://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, Integræ 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 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 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 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 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.