

Data produzione: 16 Aprile 2020 - h 18.30

Data pubblicazione: 17 Aprile 2020 - h 7.00

CIRCLE	Italy	FTSE AIM Italia	Engineering
Rating: BUY (inv)	Target Price: Euro 4,2 (prev €5,0)		Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	11,29%	-6,76%	-4,17%	-17,37%
to FTSE AIM Italia	-1,71%	7,11%	7,91%	5,06%
to FTSE STAR Italia	-7,07%	14,29%	6,60%	-4,40%
to FTSE All-Share	-1,41%	22,56%	20,24%	5,75%
to FTSE Small Cap Italy	-7,13%	20,12%	12,21%	1,82%

Stock Data

Price	€ 2,76
Target price	€ 4,20
Upside/(Downside) potential	52,2%
Bloomberg Code	CIRC IM EQUITY
Market Cap (€mln)	9,6
EV (€mln)	9,2
Free Float	20,24%
Share Outstanding	3.470.115
52-week high	€ 3,50
52-week low	€ 2,36
Average daily volumes (1m)	11.230

Key Financials (€ mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Value of Production	6,1	7,9	9,9	11,7
EBITDA	1,2	1,5	2,1	2,7
EBIT	0,6	0,7	1,4	2,0
Net Profit	0,5	0,6	1,2	1,7
EPS (€)	0,14	0,17	0,35	0,50
EBITDA margin	19,9%	18,5%	21,3%	22,7%
EBIT margin	9,9%	9,1%	14,5%	17,0%

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	7,6	6,3	4,4	3,5
EV/EBIT (x)	15,4	12,8	6,4	4,7
P/E (x)	19,5	16,3	7,9	5,6

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integræsim.it

Company Description

Costituita nel 2012 con un'operazione di Management Buy Out, Circle è una società con competenze verticali distintive nel settore portuale e della logistica intermodale, specializzata nella consulenza e nello sviluppo di prodotti per l'automazione e per la digitalizzazione della Supply Chain. Circle ha sede a Rozzano (MI) e impiega 60 persone, avvalendosi di due software proprietari: Milos, che consente l'ottimizzazione dei processi in ambito portuale, e Sinfomar, che permette di connettere in un'unica piattaforma tecnologica tutti gli attori della comunità portuale garantendo l'interoperabilità tra tutti i differenti sistemi di ICT.

FY19 Results

I risultati del FY19 sono positivi, ma la redditività risulta leggermente inferiore alle nostre stime. Il Value of production è cresciuto del 26,8% YoY a €6,1 mln (€6,17 mln le nostre stime). L'Ebitda adjusted (non includendo i costi operativi non ricorrenti per lo sviluppo del mercato e l'internazionalizzazione dei nuovi moduli dei prodotti software pari a circa €0,3 mln), è cresciuto del 15,6% YoY a €1,5 mln (€1,6 mln la nostra stima). L'Ebit adjusted è cresciuto del 49,8% a €0,99 mln (€0,98 la nostra stima). La NFP (cassa), pari a €0,33 mln (€2,1 mln al 31/12/2018), si riduce per effetto dei flussi legati agli investimenti in M&A, agli investimenti sulla evoluzione prodotti nonché alle attività non ricorrenti di sviluppo mercato e internazionalizzazione per un totale superiore a €2,6 mln con un impatto finanziario di circa €1,8 mln.

Le stime 2020-23E

I risultati del FY19 ci consentono di effettuare un fine tuning delle stime 2020-23E, che non può prescindere dal considerare l'impatto stimabile del virus Covid-19. Abbiamo incluso il consolidamento della società Progetto Adele Srl. Stimiamo un fatturato 2020E in flessione del 10,2% rispetto alle precedenti stime. Flessioni invece più contenute per il 2021E (-6,6%) e 2022E (-4,6%). Di conseguenza risultano in flessione anche le stime dell'Ebitda rispetto a quelle precedenti (sul 2020E in particolare agisce anche l'effetto della minore redditività di Progetto Adele Srl rispetto a quella di Circle stand alone). **Riteniamo che i maggiori investimenti immateriali sostenuti negli ultimi due anni, saranno in grado di sostenere la crescita nel breve termine e consentire di raggiungere gli obiettivi del piano. Allo stato attuale il nostro modello non riflette nessuna assumption in merito ad eventuali ulteriori operazioni di M&A.**

Valuation Update

Abbiamo basato le nostre stime di valutazione utilizzando il metodo dei multipli e il DCF. Per quanto riguarda il metodo di valutazione dei multipli, abbiamo utilizzato un gruppo di società che operano nello stesso settore di Circle, ma con una maggiore capitalizzazione di mercato. Per questo motivo, abbiamo applicato uno sconto Market Cap del 25%. L'equity value scontato risultante da tale metodo è pari a circa € 12,2 mln. La media aritmetica tra il metodo DCF e il metodo di valutazione dei multipli è pari a € 14,4 mln. **Valutazione: target price a € 4,2 (da € 5,0) per azione, Rating buy e rischio medio invariati.**

1. Economics & Financials

Fig. 1 – Economics and Financials

INCOME STATEMENT (€/000)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	3628	4.349	6.550	8.500	10.150	11.673
Other Revenues	1.166	1.733	1.350	1.400	1.550	1.600
Value of Production	4.794	6.082	7.900	9.900	11.700	13.273
COGS	243	525	750	912	1067	1198
Services	700	1000	1559	1895	2172	2439
Use of asset owned by others	636	791	1007	1224	1446	1624
Recurrent depreciation	6	4	5	6	8	8
Employees	1839	2429	2966	3568	4132	4641
Other Operating Expenses	73	125	153	189	222	249
EBITDA	1.297	1.208	1.461	2.106	2.653	3.113
<i>EBITDA Margin</i>	<i>27,1%</i>	<i>19,9%</i>	<i>18,5%</i>	<i>21,3%</i>	<i>22,7%</i>	<i>23,5%</i>
EBITDA Adjusted	1.297	1.500	1.461	2.106	2.653	3.113
<i>EBITDA margin adjusted</i>	<i>27,1%</i>	<i>24,7%</i>	<i>18,5%</i>	<i>21,3%</i>	<i>22,7%</i>	<i>23,5%</i>
D&A	524	607	741	667	670	715
EBIT	773	601	720	1.439	1.983	2.398
<i>EBIT Margin</i>	<i>16,1%</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,1%</i>	<i>14,5%</i>	<i>17,0%</i>	<i>18,1%</i>
Financial Management	0	1	0	0	0	0
EBT	773	602	720	1.439	1.983	2.398
Taxes	153	111	133	225	264	319
Net Income	620	491	587	1.213	1.719	2.079

BALANCE SHEET (€/000)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	1.484	2.668	2.527	2.460	2.390	2.275
Account Receivable	1.489	2.843	3.854	4.501	4.837	5.006
Inventories	52	25	30	35	50	65
Account Payable	958	1.042	1.492	1.813	2.108	2.367
Operating Working Capital	583	1.826	2.392	2.722	2.779	2.704
Other asset	1.038	1.476	1.950	2.060	151	155
Other liabilities	922	1.196	1.650	2.350	900	985
Net Working Capital	699	2.106	2.692	2.432	2.030	1.874
Severance Indemnities & Other Provisions	318	678	796	850	950	1.000
NET INVESTED CAPITAL	1.865	4.096	4.423	4.042	3.470	3.149
Share Capital	211	233	233	233	233	233
Reserves	3.130	3.709	4.200	4.787	6.000	7.719
Net Income	620	491	587	1.213	1.719	2.079
Equity	3.961	4.433	5.020	6.233	7.952	10.031
Cash & Cash Equivalents	2.097	1.000	597	2.191	4.482	6.882
Short-Term Payable	1	663	0	0	0	0
M/L Term Payable	0	0	0	0	0	0
Net Financial Position	(2096)	(337)	(597)	(2191)	(4482)	(6882)
SOURCES	1.865	4.096	4.423	4.042	3.470	3.149

CASH FLOW (€/000)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	773	601	720	1.439	1.983	2.398
Taxes	153	111	133	225	264	319
NOPAT	620	490	587	1.213	1.719	2.079
D&A	524	607	741	667	670	715
Change in receivable	(257)	(1354)	(1011)	(647)	(336)	(169)
Change in inventories	7	27	(5)	(5)	(15)	(15)
Change in payable	331	84	450	322	295	259
Change in others	(505)	(164)	(20)	590	459	81
<i>Change in NWC</i>	<i>(424)</i>	<i>(1407)</i>	<i>(586)</i>	<i>259</i>	<i>402</i>	<i>156</i>
Change in provisions	(27)	360	118	54	100	50
OPERATING CASH FLOW	693	50	860	2194	2891	2999
Capex	(1167)	(1791)	(600)	(600)	(600)	(600)
FREE CASH FLOW	(474)	(1741)	260	1594	2291	2399
Financial Management	0	1	0	0	0	0
Change in Debt to Bank	(603)	662	(663)	0	0	0
Change in Equity	1578	(19)	0	0	0	0
FREE CASH FLOW TO EQUITY	501	-1.097	-403	1.594	2.291	2.399

Source: Circle and Integrae SIM estimates

1.1 FY19A results

I risultati del FY19 sono positivi, ma la redditività risulta leggermente inferiore alle nostre stime. Il Value of production è cresciuto del 26,8% YoY a €6,1 mln (€6,17 mln le nostre stime). L'Ebitda adjusted (non includendo i costi operativi non ricorrenti per lo sviluppo del mercato e l'internazionalizzazione dei nuovi moduli dei prodotti software pari a circa €0,3 mln), è cresciuto del 15,6% YoY a €1,5 mln (€1,6 mln la nostra stima). L'Ebit adjusted è cresciuto del 49,8% a €0,99 mln (€0,98 la nostra stima).

Fig. 2 – Actual vs Forecast

€/000 Data	2019E		
	Actual	Forecast	% ch
Value of production	6.082	6.178	-1,6%
Ebitda adjusted	1.500	1.638	-8,4%
<i>Ebitda margin adjusted</i>	<i>24,7%</i>	<i>26,5%</i>	
Ebit adjusted	900	988	-8,9%
<i>Ebit margin</i>	<i>14,8%</i>	<i>16,0%</i>	

Source: Circle and Integrae SIM estimates

La NFP (cassa), pari a €0,33 mln (€2,1 mln al 31/12/2018), si riduce per effetto dei flussi legati agli investimenti in M&A, agli investimenti sulla evoluzione prodotti nonché alle attività non ricorrenti di sviluppo mercato e internazionalizzazione per un totale superiore a €2,6 mln con un impatto finanziario di circa €1,8 mln.

Gli investimenti sono stati indirizzati all'ulteriore sviluppo della Suite Milos® TOS, al fine di completare la nuova piattaforma "MTO", nonché alle piattaforme software e alle attività progettuali necessarie per la firma di tre importanti progetti europei. Sono inoltre presenti ulteriori investimenti relativi alle attività preparatorie all'acquisizione della società Progetto Adele, avvenuta il 31 luglio, e ad altre possibili JV in valutazione soprattutto all'estero.

1.2 Il lavoro del 2019

Nel corso del 2019, diverse sono state le operazioni che consentiranno l'ulteriore crescita della società nei prossimi anni. Tra queste:

- **1 luglio:** Circle partecipa al progetto europeo "FENIX - A European Federated Network of Information eXchange in LogistiXStudy", che interverrà su n.9 corridoi europei logistici TEN-T e n.4 connessioni marittime attinenti alle Autostrade del Mare ("Motorways of the Sea") ricevendo contributi per complessivi €1,3 mln nel periodo 2019-2022;
- **9 luglio:** Circle comunica l'avvio e l'implementazione di un "International Fast and Secure Trade Lane" (IFSTL) tra il porto della Spezia e quello di Casablanca, coinvolgendo AdSP del Mar Ligure Orientale, Agence Nationale des Ports (ANP), Terminal del Golfo (TDG), Tarros e Terminal San Giorgio (TSG), oltre che al Terminal di Casablanca e Tarros Maroc;
- **31 luglio:** Circle definisce l'acquisizione del 100% della società "Progetto Adele Srl", software house specializzata nella logistica e la distribuzione, costituita a Genova nel 2003 con un Valore della Produzione pari a €2,2 mln al 31 dicembre 2018, in crescita del 39% rispetto al 2017 e un EBITDA margin dell'11,5%;
- **28 agosto:** Circle comunica la partecipazione EasyLog, progetto europeo che ha come obiettivo quello di agevolare la mobilità intermodale delle merci tra le regioni transfrontaliere utilizzando le tecnologie ICT per migliorare l'accessibilità ai nodi portuali e finanziato per un totale di quasi

€ 2 mln (di cui € 1,7 mln dal Fondo europeo di sviluppo regionale FESR), di cui Circle ha ottenuto un primo incarico di 81.800 euro;

- **2 settembre:** Circle comunica la piena operatività del proprio sistema Milos® TOS (Terminal Operating System) per l'efficientamento del sistema operativo e logistico;
- **10 settembre:** si è dato corso all'aggiornamento della soluzione Fast Corridor;
- **20 novembre:** la suite Milos® GSCV è stata inserita nella Supply Chain Operational Visibility Vendor Guide di Gartner Inc.;
- **il 23 dicembre** è stata siglata una nuova partnership con DASTech S.r.l. per le Infrastrutture IaaS & Cybersecurity del Gruppo.

1.3 Estimates FY20E – FY23E

La società comunica (27 marzo 2020) che il trend positivo del 2019 si è confermato anche nei primi due mesi del 2020 con un forte focus sullo sviluppo dei prodotti proprietari.

Circle precisa che, con l'emergere della pandemia da COVID-19, il Gruppo ha reagito con massima tempestività implementando nuove modalità di smart working, avviate con efficienza e rapidità anche grazie al modello di business incentrato sulla digitalizzazione nonché a un'organizzazione aziendale che già da tempo prevedeva spazi di lavoro agile per il Personale. Il top management ritiene che il trend di una crescente digitalizzazione che pervade tutti i settori possa accelerare anche taluni processi di modernizzazione nel settore della logistica intermodale a favore di nuove soluzioni informatiche. La società ha inoltre definito un piano operativo per far fronte all'eventuale protrarsi dell'emergenza.

Nel corso dei primi 2 mesi del 2020 il management ha proseguito le attività di evoluzione e proposizione sul mercato delle ultime release dei prodotti TOS Multipurpose e MTO con notevole interesse da parte del mercato di riferimento.

In relazione alla piattaforma Milos® TOS multipurpose, con la Samer Seaports and Terminals, frutto della collaborazione e sinergia con la controllata Infoera a Trieste e base di un rafforzamento della collaborazione con l'armatore danese DFDS (DFDS MED ex UNRORO è stato effettuato il rilascio su un secondo terminal; con CILP è stato fatto il rilascio su 4 terminal a Livorno.

Circle sta inoltre portando avanti le collaborazioni, dentro i progetti EU, in primis Fenix, con Marocco, Turchia ed Egitto per l'implementazione di International Fast Secure Trade Lanes. In maniera particolare con l'ANP (agenzia di tutti i porti marocchini) finalizzata alla istituzione di international fast trade lane fra Europa e Marocco. Per quanto riguarda l'Egitto la partecipazione alla Missione a il Cairo e la successiva partecipazione alla Fiera Fruit Logistics a Berlino hanno consentito di impostare importanti rapporti di collaborazione e sinergici al pilota IFSTL in corso con Alexandria.

Importanti relazioni sono anche in corso con la Turchia e in particolare con l'armatore DFDS MED e l'armatore ULUSOY.

E' stata completata la definizione e lo sviluppo del primo modulo "last mile ferroviario" che è in fase di test nei porti di Trieste, Genova, Savona ed è stato analizzato nel porto della Spezia, i poli portuali ferroviari italiani più importanti, e che riteniamo vedrà strategiche evoluzioni nel corso dei prossimi mesi ed anni.

L'operazione di acquisizione per il 100% del capitale sociale di 2BM S.r.l. annunciata il 19 marzo 2019 (vedi comunicato stampa in pari data) è stata al momento sospesa a seguito dell'emergenza in corso.

I risultati del FY19 ci consentono di effettuare un fine tuning delle stime 2020-23E. Fine tuning che non può prescindere dal considerare l’impatto stimabile del virus Covid-19. Abbiamo incluso nelle stime anche il consolidamento della società Progetto Adele Srl.

Stimiamo quindi un fatturato 2020E in flessione del 10,2% rispetto alle precedenti stime includendo - come dicevamo - anche il consolidamento di progetto Adele Srl.

Flessione invece più contenuta per il 2021E (-6,6%) e 2022E (-4,6%).

Di conseguenza risultano in flessione anche le stime dell’Ebitda rispetto a quelle precedenti (sul 2020E in particolare agisce anche l’effetto della minore redditività di Progetto Adele rispetto a quella di Circle stand alone): -32,8% nel 2020, -19,6% nel 2021E; -17,3% nel 2022E, dove ci aspettiamo che l’Ebitda raggiunga €2,7 mln (€1,2 nel FY19) e 3,1 mln nel 2023E.

Lo stesso effetto è ovviamente visibile sull’Ebitda margin che nel 2020E ci aspettiamo del 18,5% (24,7% la stima precedente). Redditività in graduale incremento e che ci aspettiamo raggiunga il 21,8% nel 2022E, per poi crescere ulteriormente al 22,6% nel 2023E.

Il CAGR 2019-23E della Value of Production e dell’Ebitda risulta pari al 21,5% e 26,7% rispettivamente.

Nonostante il Covid 19, continua anche la crescita delle componenti di progetti internazionali, pari ormai a oltre il 35% del valore della produzione, considerando i progetti esteri, quelli europei (e le aziende appartenenti a gruppi internazionali, con sedi anche in Italia, ma per progetti non italiani). Nel corso del 2020 inizierà anche l’attività di proposizione sul mercato internazionale delle soluzioni derivanti dalle acquisizioni di Infoera e Progetto Adele. Proposizione i cui benefici – considerata la situazione attuale - saranno meglio visibili a partire nel 2021E (nel 2020E secondo le nostre stime precedenti).

Fig. 3 – La revisione delle stime 2019-22E

€mln data	2020E			2021E			2022E		
	Old	New	% ch	Old	New	% ch	Old	New	% ch
Value of production	8,8	7,9	-10,2%	10,6	9,9	-6,6%	12,3	11,7	-4,6%
Ebitda	2,2	1,5	-32,8%	2,6	2,1	-19,6%	3,2	2,7	-17,3%
<i>Ebitda margin</i>	24,7%	18,5%		24,7%	21,3%		26,2%	22,7%	
Ebit	1,5	0,7	-50,8%	2,1	1,4	-31,5%	2,7	2,0	-26,8%
<i>Ebit margin</i>	16,6%	9,1%		19,8%	14,5%		22,1%	17,0%	

Source: Integrae SIM estimates

Riteniamo che i maggiori investimenti immateriali sostenuti negli ultimi due anni, saranno in grado di sostenere la crescita nel breve termine e consentire di raggiungere gli obiettivi del piano.

Allo stato attuale il nostro modello non riflette nessuna assumption in merito ad eventuali ulteriori operazioni di M&A.

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Fig. 4 – WACC

WACC		8,40%
Risk Free Rate	1,00% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	7,37% Beta Adjusted	0,67
D/E (average)	0,00% Beta Relevered	0,67
Ke	8,40% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC dell'8,4%

Fig. 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		17,14
FCFO actualized	2,96	18%
TV actualized DCF	13,85	82%
Enterprise Value	16,81	100%
NFP (2019A)	-0,34	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di € 17,1 mln.**

Fig. 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%		28,02	25,07	22,66	20,66	18,98	17,54	16,30
2,0%		25,51	23,06	21,02	19,31	17,84	16,58	15,47
1,5%		23,46	21,39	19,64	18,15	16,86	15,73	14,74
1,0%		21,76	19,98	18,46	17,14	16,00	14,99	14,09
0,5%		20,33	18,78	17,44	16,27	15,24	14,33	13,51
0,0%		19,10	17,73	16,54	15,49	14,57	13,74	12,99
-0,5%		18,04	16,83	15,76	14,81	13,96	13,21	12,52

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

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

Fig. 7 – Market Multiples

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E
Exprivia SpA	9,8	7,7			42,5	19,2			nm	nm		
Capgemini SE	6,7	6,2	5,7	5,4	8,3	7,7	7,2	7,1	12,8	12,2	11,2	10,2
Reply S.p.A.	11,7	11,6	10,4	9,6	14,5	13,6	12,6	11,6	21,0	20,4	17,6	17,8
Computacenter Plc	8,1	8,9	9,0	8,8	12,0	13,3	12,4	11,7	16,3	18,5	17,5	17,0
Indra Sistemas, S.A.	6,1	5,9	5,5	5,1	9,6	8,6	7,9	7,2	11,2	9,7	8,7	7,5
Be Think, Solve, Execute S.p.A.		4,6	4,2							12,2	10,7	
Generix Group France SA	10,4	8,7	7,3		16,0	12,8	10,0		26,5	21,4	16,6	
PITECO SpA	12,3	12,1	11,1	10,0	17,7	15,8	14,1	12,3	25,2	18,2	16,4	14,4
PSI Software AG	9,8	11,1	8,6	8,1	15,9	20,0	13,1	11,9	20,3	26,0	17,7	15,5
DBA Group SpA												
Average	9,4	8,5	7,7	7,8	17,1	13,9	11,0	10,3	19,0	17,3	14,5	13,7

Source: Infinaancials

L'equity value di Circle utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT risulta essere pari a circa €16,2 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo la minore liquidità di Circle rispetto alle società incluse nel panel, oltre che una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 12,2 mln.**

2.3 Equity Value

Fig. 8 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	14,7
Equity Value DCF (€/mln)	17,1
Equity Value multiples (€/mln)	12,2
Target Price (€)	4,2

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 14,7 mln. Il target price è quindi di €4,2 (da €4,9). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

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: 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 Integræe SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a 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
06/02/2019	3,25	Buy	4,10	Medium	Initiation of coverage
10/04/2019	3,16	Buy	4,78	Medium	FY18 Results
16/10/2019	2,70	Buy	5,00	Medium	1H19 Results
16/04/2020	2,79	Buy	4,20	Medium	FY19 Results

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.integræesim.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 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) 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 are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integræ SIM states that:

- Integræ 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 Circle S.p.A.;
- Integræ 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 Circle S.p.A.;
- Integræ SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Circle S.p.A.

At the Integræ SIM website you can find the archive the last 12 months of the 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.