

Data produzione: 5 Ottobre 2020 - h 18.30

Data pubblicazione: 6 Ottobre 2020 - h 7.00

CIRCLE	Italy	FTSE AIM Italia	Engineering
Rating: BUY (inv)	Target Price: Euro 4,2 (Inv.)		Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	0,00%	-2,06%	0,35%	4,78%
to FTSE AIM Italia	0,78%	1,93%	1,87%	17,98%
to FTSE STAR Italia	-1,99%	-13,42%	-32,42%	-10,17%
to FTSE All-Share	2,23%	1,25%	-13,26%	15,32%
to FTSE Small Cap Italy	-1,11%	-3,75%	-16,43%	5,93%

Stock Data

Price	€ 2,85
Target price	€ 4,20
Upside/(Downside) potential	47,4%
Bloomberg Code	CIRC IM EQUITY
Market Cap (€mln)	9,9
EV (€mln)	9,6
Free Float	20,24%
Share Outstanding	3.470.115
52-week high	€ 3,50
52-week low	€ 2,36
Average daily volumes (1m)	8.250

Key Financials (€ mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Value of Production	6,1	7,3	8,2	10,1
EBITDA	1,2	1,0	1,7	2,2
EBIT	0,6	0,3	1,0	1,3
Net Profit	0,5	0,3	0,9	1,2
EPS (€)	0,14	0,08	0,25	0,34
EBITDA margin	19,9%	13,8%	20,7%	21,7%
EBIT margin	9,9%	4,4%	12,4%	13,4%

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	7,9	9,6	5,6	4,4
EV/EBIT (x)	15,9	29,9	9,4	7,1
P/E (x)	20,1	38,0	11,5	8,5

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.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 Milano e impiega 70 persone, avvalendosi di tre software proprietari: Milos, 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 e MasterSped.

1H20 Results

I risultati del 1H20 sono positivi. Il VdP è cresciuto del 21% YoY a €3,2 mln. L'Ebitda margin rettificato dai costi non ricorrenti derivanti dalla pandemia (21,9% vs 26,9% del 1H19), è in linea con le nostre stime. La PFN (cassa), risulta in miglioramento a €0,47 mln (da €0,34 mln del FY19), dopo aver sostenuto investimenti per €0,4 mln. Positiva la crescita del 45% YoY del backlog. Riteniamo importante e strategico per la crescita futura del Gruppo la scelta del management di non interrompere i progetti di investimento programmati, nonostante il semestre sia stato caratterizzato - come noto - da un lungo periodo di lockdown a cui si sono sommate le problematiche al sistema di trasporto che hanno colpito l'intero sistema della logistica del Nord Ovest penalizzando in modo significativo le imprese del comparto.

Le stime 2020-23E

I risultati del 1H20, ci consentono di effettuare, per quanto possibile, un fine tuning delle nostre stime. Rispetto alle stime precedenti del 2020E, riteniamo che il valore della produzione possa scendere dell'8,2%, seguito da una flessione dell'Ebitda adjusted del 6,7% a €1,4 mln. Le nostre stime prevedono un CAGR 2019-23E del value of production del 19,4%. Grazie all'ottimizzazione della struttura, crediamo che la performance dell'Ebitda possa essere superiore (23,1%). Stimiamo che l'Ebitda margin raggiunga il 22,4% nel 2023E (dal 13,8% del 2020E). Riteniamo che i maggiori investimenti immateriali sostenuti sia negli ultimi due anni che nel corso del primo semestre del 2020, saranno in grado di sostenere la crescita nel breve termine e consentire di raggiungere gli obiettivi del piano.

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 € 11,6 mln. La media aritmetica tra il metodo DCF e il metodo di valutazione dei multipli è pari a € 14,7 mln. **Valutazione: target price a € 4,2 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	5.400	6.100	7.200	9.200
Other Revenues	1.166	1.733	1.850	2.100	2.850	3.150
Value of Production	4.794	6.082	7.250	8.200	10.050	12.350
COGS	243	525	876	971	1190	1448
Services	700	1000	1439	1546	1876	2282
Use of asset owned by others	636	791	924	941	1153	1402
Recurrent depreciation	6	4	5	5	6	8
Employees	1839	2429	2867	2885	3466	4216
Other Operating Expenses	73	125	140	150	183	222
EBITDA	1.297	1.208	1.000	1.701	2.176	2.771
<i>EBITDA Margin</i>	<i>27,1%</i>	<i>19,9%</i>	<i>13,8%</i>	<i>20,7%</i>	<i>21,7%</i>	<i>22,4%</i>
EBITDA Adjusted	1.297	1.500	1.400	1.701	2.176	2.771
<i>EBITDA margin adjusted</i>	<i>27,1%</i>	<i>24,7%</i>	<i>19,3%</i>	<i>20,7%</i>	<i>21,7%</i>	<i>22,4%</i>
D&A	524	607	680	680	834	973
EBIT	773	601	320	1.021	1.343	1.798
<i>EBIT Margin</i>	<i>16,1%</i>	<i>9,9%</i>	<i>4,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>13,4%</i>	<i>14,6%</i>
Financial Management	0	1	0	0	0	0
EBT	773	602	320	1.021	1.343	1.798
Taxes	153	111	59	160	179	240
Net Income	620	491	261	861	1.164	1.558

BALANCE SHEET (€/000)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	1.484	2.668	2.650	2.400	2.000	1.850
Account Receivable	1.489	2.843	3.424	3.791	4.251	4.888
Inventories	52	25	30	35	51	65
Account Payable	958	1.042	1.457	1.556	1.898	2.309
Operating Working Capital	583	1.826	1.997	2.270	2.403	2.644
Other asset	1.038	1.476	1.869	2.250	1.900	2.050
Other liabilities	922	1.196	1.650	1.850	1.950	2.000
Net Working Capital	699	2.106	2.216	2.670	2.353	2.694
Severance Indemnities & Other Provisio	318	678	796	850	950	1.000
NET INVESTED CAPITAL	1.865	4.096	4.070	4.220	3.403	3.544
Share Capital	211	233	233	233	233	233
Reserves	3.130	3.709	4.200	4.461	5.321	6.485
Net Income	620	491	261	861	1.164	1.558
Equity	3.961	4.433	4.694	5.554	6.718	8.277
Cash & Cash Equivalents	2.097	1.000	624	1.334	3.315	4.733
Short-Term Payable	1	663	0	0	0	0
M/L Term Payable	0	0	0	0	0	0
Net Financial Position	(2096)	(337)	(624)	(1334)	(3315)	(4733)
SOURCES	1.865	4.096	4.070	4.220	3.403	3.544

CASH FLOW (€/000)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	773	601	320	1.021	1.343	1.798
Taxes	153	111	59	160	179	240
NOPAT	620	490	261	861	1.164	1.558
D&A	524	607	680	680	834	973
Change in receivable	(257)	(1354)	(581)	(367)	(460)	(638)
Change in inventories	7	27	(5)	(5)	(16)	(14)
Change in payable	331	84	415	98	342	411
Change in others	(505)	(164)	61	(181)	450	(100)
<i>Change in NWC</i>	<i>(424)</i>	<i>(1407)</i>	<i>(110)</i>	<i>(454)</i>	<i>317</i>	<i>(341)</i>
Change in provisions	(27)	360	118	54	100	50
OPERATING CASH FLOW	693	50	949	1141	2414	2241
Capex	(1167)	(1791)	(662)	(430)	(434)	(823)
FREE CASH FLOW	(474)	(1741)	287	711	1980	1418
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	-376	711	1.980	1.418

Source: Circle and Integræ SIM estimates

1.1 1H20 Results

I risultati del 1H20 sono positivi. Il valore della produzione è cresciuto del 21% YoY a €3,2 mln. La redditività, misurata dall'Ebitda margin rettificato dai costi non ricorrenti derivanti dalla pandemia da Covid 19 (21,9% vs 26,9% del 1H19), è in linea con le nostre stime.

La PFN (cassa), risulta in miglioramento a €0,47 mln (da €0,34 mln del FY19), dopo aver sostenuto investimenti per €0,4 mln principalmente legati all'evoluzione dei servizi offerti dalle suite Milos® TOS MTO, all'evoluzione di MasterSped® e allo sviluppo dei nuovi servizi federativi innovativi lanciati da Circle Group, tra cui vanno ricordati quelli relativi alla smaterializzazione delle procedure di security e doganali, ancor più strategici in un periodo caratterizzato dalla pandemia. Positiva la crescita del 45% del backlog rispetto al 1H19.

Riteniamo decisamente importante e strategico per la crescita futura del Gruppo la scelta del management di non interrompere i progetti di investimento programmati, nonostante il semestre sia stato caratterizzato - come noto - da un lungo periodo di lockdown a cui si sono sommate le problematiche al sistema di trasporto che hanno colpito l'intero sistema della logistica del Nord Ovest penalizzando in modo significativo le imprese del comparto.

Per alcuni aspetti, riteniamo che la pandemia in corso possa accelerare la lenta evoluzione verso la digitalizzazione della supply chain, aumentandone drasticamente la domanda. Occorre però che le imprese offrano soluzioni e prodotti rispondenti ai nuovi bisogni delle imprese anticipandone laddove possibile le esigenze. Occorre in altre parole preparare l'azienda a sfruttare al meglio la ripresa prevista nei mesi a venire. In questo ambito Circle ha stretto importanti e nuove alleanze che prevedono l'offerta di nuovi servizi innovativi "federativi".

1.2 La revisione delle stime

Risulta chiaro ed evidente che lo scenario attuale contiene elementi che difficilmente possono essere stimati o previsti con un sufficiente grado di attendibilità. In ogni caso il management *"alla luce dei riscontri avuti da parte degli stakeholder, dei nuovi servizi lanciati per soddisfare la sempre maggiore necessità di accelerazione della digitalizzazione in ambito logistico Federative Services nonché delle nuove importanti commesse ottenute nel primo semestre dalla BU Connecting EU che porteranno a ulteriori sinergie e progetti complementari, resta ottimista sul percorso di sviluppo intrapreso e sulla sua evoluzione"*.

Ci aspettiamo comunque che il mercato del software gestionale della supply chain crescerà in modo significativo, trainato dalla maggiore adozione da parte delle medie imprese grazie alla facilità d'uso e all'innovazione dei prodotti.

Gartner prevede che le imprese che offrono un'offerta progettata per le organizzazioni di medie dimensioni cresceranno rapidamente nei prossimi cinque anni, conquistando vaste parti del mercato. Il mercato aggredibile da parte di Circle, nel 2024, dovrebbe valere non meno di €1,1 mld.

Successivamente alla chiusura del semestre:

- **il 15 luglio Circle ha comunicato di aver rafforzato la rete di impresa Log@Sea, costituita** nel 2014 per fornire al mercato servizi per la digitalizzazione della Supply Chain, la Gate Automation e il Traffic Monitoring. Con il restante 49% in capo ad Aitek azienda italiana leader nella progettazione e realizzazione di soluzioni tecnologiche innovative per il mercato degli Intelligent Transport Systems - Circle porta la sua partecipazione nella rete di impresa al 51% con l'obiettivo di potenziare l'offerta di soluzioni per la digitalizzazione dei nodi portuali e intermodali e

la Gate Automation grazie anche ai più evoluti moduli di VCA (Video Content Analysis) basati su tecniche di Machine Learning e Deep Learning (“AI technology”), Blockchain e IoT;

- **Il 16 luglio Circle ha comunicato la propria partecipazione al progetto europeo MOSES** (AutoMated Vessels and Supply Chain Optimisation for Sustainable Short Sea Shipping), finanziato dall’Unione Europea nell’ambito del Programma Horizon 2020 e coordinato da NTUA National Technical University of Athens. Selezionata insieme ad altri 16 partner provenienti da 7 Paesi europei, Circle riceverà contributi per il valore di €0,267 mln quale leader incaricato di diverse attività strategiche, tra cui quella di promozione e dissemination attraverso la piattaforma digitale multicanale ufficiale delle Autostrade del Mare www.onthemosway.eu e il relativo consorzio di stakeholder che la stessa Circle coordina nell’ambito del suo in carico al fianco della Commissione Europea (DG MOVE) per il piano MoS Implementation Plan 2019 2022;
- **il 9 settembre Circle ha comunicato la partecipazione al progetto europeo 5G LOGINNOV**, che include una nuova generazione di terminal 5G per la Mobilità Connessa e Automatizzata CAM nuovi tipi di dispositivi Internet of Things 5G data analytics gestione del traffico di ultima generazione e sottoinsiemi di funzioni emergenti di reti 5G, a beneficio delle aree portuali e delle città porto per fronteggiare le sfide future in termini di capacità, traffico, efficienza e tutela dell’ambiente. Selezionata insieme ad altri 15 partner europei, Circle riceverà contributi pari a €0,30 mln per fornire servizi consulenziali sui processi logistici e condurre le attività legate alla promozione e alla dissemination del progetto.

I risultati del 1H20, ci consentono di effettuare, per quanto possibile, un fine tuning delle nostre stime:

Fig. 2 – La revisione delle stime 2019-22E

€mln data	2020E			2021E			2022E			2023E		
	Old	New	% ch	Old	New	% ch	Old	New	% ch	Old	New	% ch
Value of production	7,9	7,3	-8,2%	9,9	8,2	-17,2%	11,7	10,1	-14,1%	13,2	12,4	-6,4%
Ebitda adjusted	1,5	1,4	-6,7%	2,6	1,7	-35,1%	3,2	2,2	-32,2%	3,1	2,8	-10,6%
Ebitda margin adj	19,0%	19,3%		26,5%	20,7%		27,4%	21,7%		23,5%	22,4%	
Ebit	0,7	0,3	-54,4%	2,1	1,0	-51,4%	2,7	1,3	-50,5%	2,4	1,8	-25,1%
Ebit margin	8,9%	4,4%		21,2%	12,4%		23,2%	13,4%		18,2%	14,6%	

Source: Integrae SIM estimates

Rispetto alle stime precedenti del 2020E, riteniamo che il valore della produzione possa scendere dell’8,2%, seguito da una flessione dell’Ebitda adjusted del 6,7% a €1,4 mln.

Le nostre stime prevedono un CAGR 2019-23E del value of production del 19,4%. Grazie all’ottimizzazione della struttura, crediamo che la performance dell’Ebitda possa essere superiore (23,1%). Stimiamo che l’Ebitda margin raggiunga il 22,4% nel 2023E (dal 13,8% del 2020E).

Siamo convinti che i maggiori investimenti immateriali sostenuti sia negli ultimi due anni che nel corso del primo semestre del 2020, 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 e 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. 3 – WACC

WACC		8,33%
Risk Free Rate	0,20% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	0,67
D/E (average)	0,00% Beta Relevered	0,67
Ke	8,33% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC dell'8,3%

Fig. 4 – DCF Valuation

DCF Equity Value		17,89
FCFO actualized	2,98	17%
TV actualized DCF	14,58	83%
Enterprise Value	17,55	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 € 17,9 mln.**

Fig. 5 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%
2,5%		29,55	26,37	23,78	21,65	19,85	18,32	17,00
2,0%		26,84	24,21	22,03	20,20	18,64	17,29	16,11
1,5%		24,65	22,42	20,56	18,96	17,59	16,39	15,34
1,0%		22,83	20,92	19,30	17,89	16,67	15,60	14,65
0,5%		21,29	19,64	18,21	16,96	15,87	14,90	14,04
0,0%		19,99	18,53	17,26	16,14	15,16	14,27	13,48
-0,5%		18,86	17,56	16,42	15,42	14,52	13,71	12,99

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. 6 – Market Multiples

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E
Exprivia SpA												
Caggemini SE	7,9	7,2	6,8	7,6	10,6	9,3	8,6	8,2	16,6	14,3	13,0	13,3
Reply S.p.A.	18,2	15,8	14,2		22,6	19,5	17,2		32,8	29,0	25,6	
Computacenter Plc	10,8	11,1	10,7	10,1	15,2	15,2	14,5	14,2	20,3	20,5	19,8	18,9
Indra Sistemas, S.A.	1,0	0,6	0,5	0,5	1,3	0,9	0,7	0,7	17,3	8,3	7,1	5,9
Be Think, Solve, Execute S.p.A.	5,2	4,8	4,3		8,5	7,2	6,2		14,7	12,0	10,2	
Generix Group SA	16,8	13,2			27,9	19,6			46,9	32,6		
PITECO SpA	15,2	14,0	12,9	11,7	19,5	17,5	15,9	13,4	22,5	19,8	17,6	14,0
PSI Software AG	14,3	12,7	11,3	12,2	24,6	20,2	17,3	18,7	34,8	28,2	24,4	25,8
DBA Group SpA												
Average	11,2	9,9	8,7	8,4	16,3	13,7	11,5	11,0	25,7	20,6	16,8	15,6

Source: Infinaancials

L'equity value di Circle utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT risulta essere pari a circa €15,5 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 € 11,6 mln.**

2.3 Equity Value

Fig. 7 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	14,7
Equity Value DCF (€/mln)	17,9
Equity Value multiples (€/mln)	11,6
Target Price (€)	4,2

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa €14,7 mln (invariato). Conferiamo quindi il nostro target price a €4,2 per azione, il rating Buy e il 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: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integræe 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
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.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 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 Circle 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 Circle 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 Circle 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 SIM.