

Data produzione: 14 Dicembre 2020 - h 18.30

Data pubblicazione: 15 Dicembre 2020 - h 7.00

CIRCLE	Italy	FTSE AIM Italia	Engineering
Rating: BUY (inv)	Target Price: Euro 4,3 (da €4,2)		Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	1,80%	-1,05%	-3,74%	-5,03%
to FTSE AIM Italia	0,47%	-7,27%	-5,66%	5,89%
to FTSE STAR Italia	-1,43%	-9,98%	-25,67%	-14,50%
to FTSE All-Share	-0,68%	-10,77%	-18,46%	2,46%
to FTSE Small Cap Italy	-5,56%	-13,03%	-17,98%	0,67%

Stock Data

Price	€ 2,83
Target price	€ 4,30
Upside/(Downside) potential	51,9%
Bloomberg Code	CIRC IM EQUITY
Market Cap (€mln)	9,8
EV (€mln)	9,5
Free Float	20,24%
Share Outstanding	3.470.115
52-week high	€ 3,16
52-week low	€ 2,36
Average daily volumes (1m)	5.250

Key Financials (€ mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Value of Production	6,1	7,3	8,8	11,0
EBITDA	1,2	1,0	1,7	2,2
EBIT	0,6	0,3	1,0	1,4
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%	19,6%	19,9%
EBIT margin	9,9%	4,4%	11,8%	12,4%

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	7,9	9,5	5,5	4,3
EV/EBIT (x)	15,8	29,7	9,1	7,0
P/E (x)	20,0	37,7	11,2	8,3

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, che consente l'ottimizzazione dei processi in ambito portuale, 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.

Joint-venture con Magellan

Continua l'espansione internazionale, così come indicato nel Piano di Sviluppo 2018-2020. Circle ha firmato un accordo con Magellan che prevede una joint venture nella Penisola Iberica. Magellan è una realtà portoghese attiva nel campo dell'advocacy presso le Istituzioni europee con sedi a Porto ed a Bruxelles. L'operazione consentirà a Circle una maggiore copertura geografica, un ampliamento dei progetti finanziati dalla UE e un rafforzamento dell'advocacy presso il Parlamento Europeo. Riteniamo strategicamente molto importante l'operazione di joint venture con Magellan che consentirà a Circle di raggiungere la leadership internazionale nel supporto ad enti pubblici e privati al fine della realizzazione degli obiettivi di sviluppo sostenibile indicati dalle Nazioni Unite.

Le stime 2021-23E

Nel corso della video conferenza con gli investitori dell'1/12 u.s., il management di Circle ha delineato le linee strategiche 2021-24E. Le nostre stime prevedono un CAGR 2019-23E del value of production del 21,8%. Grazie all'ottimizzazione della struttura, crediamo che la performance dell'Ebitda possa essere superiore (23,8%). Stimiamo che l'Ebitda margin raggiunga il 21,2% nel 2023E (dal 13,8% del 2020E). Il mercato stimiamo supporti la crescita attesa. 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.

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 € 11,8 mln. La media aritmetica tra il metodo DCF e il metodo di valutazione dei multipli è pari a € 15,0 mln. **Valutazione: target price a € 4,3 (da € 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	6.800	8.150	10.200
Other Revenues	1.166	1.733	1.850	2.000	2.850	3.200
Value of Production	4.794	6.082	7.250	8.800	11.000	13.400
COGS	243	525	876	1063	1369	1635
Services	700	1000	1439	1741	2176	2598
Use of asset owned by others	636	791	924	1009	1262	1506
Recurrent depreciation	6	4	5	6	7	8
Employees	1839	2429	2867	3097	3793	4575
Other Operating Expenses	73	125	140	162	200	241
EBITDA	1.297	1.208	1.000	1.722	2.192	2.836
<i>EBITDA Margin</i>	<i>27,1%</i>	<i>19,9%</i>	<i>13,8%</i>	<i>19,6%</i>	<i>19,9%</i>	<i>21,2%</i>
EBITDA Adjusted	1.297	1.500	1.400	1.722	2.192	2.836
<i>EBITDA margin adjusted</i>	<i>27,1%</i>	<i>24,7%</i>	<i>19,3%</i>	<i>19,6%</i>	<i>19,9%</i>	<i>21,2%</i>
D&A	524	607	680	680	833	964
EBIT	773	601	320	1.042	1.359	1.872
<i>EBIT Margin</i>	<i>16,1%</i>	<i>9,9%</i>	<i>4,4%</i>	<i>11,8%</i>	<i>12,4%</i>	<i>14,0%</i>
Financial Management	0	1	0	0	0	0
EBT	773	602	320	1.042	1.359	1.872
Taxes	153	111	59	163	181	249
Net Income	620	491	261	879	1.178	1.623

BALANCE SHEET (€/000)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	1.484	2.668	2.650	2.620	2.550	2.500
Account Receivable	1.489	2.843	3.424	4.226	4.811	5.419
Inventories	52	25	30	35	51	65
Account Payable	958	1.042	1.457	1.716	2.163	2.582
Operating Working Capital	583	1.826	1.997	2.545	2.699	2.902
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	2.945	2.649	2.952
Severance Indemnties & Other Provisio	318	678	796	850	950	1.000
NET INVESTED CAPITAL	1.865	4.096	4.070	4.715	4.249	4.452
Share Capital	211	233	233	233	233	233
Reserves	3.130	3.709	4.200	4.461	5.339	6.517
Net Income	620	491	261	879	1.178	1.623
Equity	3.961	4.433	4.694	5.572	6.750	8.373
Cash & Cash Equivalents	2.097	1.000	624	858	2.501	3.921
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)	(858)	(2501)	(3921)
SOURCES	1.865	4.096	4.070	4.714	4.249	4.452

CASH FLOW (€/000)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	773	601	320	1.042	1.359	1.872
Taxes	153	111	59	163	181	249
NOPAT	620	490	261	879	1.178	1.623
D&A	524	607	680	680	833	964
Change in receivable	(257)	(1354)	(581)	(802)	(586)	(608)
Change in inventories	7	27	(5)	(5)	(16)	(14)
Change in payable	331	84	415	259	447	419
Change in others	(505)	(164)	61	(181)	450	(100)
<i>Change in NWC</i>	<i>(424)</i>	<i>(1407)</i>	<i>(110)</i>	<i>(729)</i>	<i>295</i>	<i>(303)</i>
Change in provisions	(27)	360	118	54	100	50
OPERATING CASH FLOW	693	50	949	884	2406	2334
Capex	(1167)	(1791)	(662)	(650)	(763)	(914)
FREE CASH FLOW	(474)	(1741)	287	234	1643	1420
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	234	1.643	1.420

Source: Circle and Integrae SIM estimates

1.1 Accordo con Magellan

Continua l'espansione internazionale, così come indicato nel Piano di Sviluppo 2018-2020. Circle ha firmato un accordo con Magellan che prevede una joint venture nella Penisola Iberica. Magellan è una realtà portoghese attiva nel campo dell'advocacy presso le Istituzioni europee, presente con proprie sedi a Porto e a Bruxelles.

L'accordo di joint venture è finalizzato all'integrazione delle attività, delle competenze e dei rispettivi team, riconducibili, da una parte:

- alla newCo "Circle Connecting EU", nella quale sarà conferita entro il mese di dicembre 2020 la Business Unit di Circle attiva nei servizi di Project Anticipation (Connecting EU) e EU Branding, con efficacia a decorrere dal 31 dicembre 2020. La Business Unit Connecting EU in corso di conferimento, affianca aziende private e organizzazioni pubbliche attive nei settori portuale, dei trasporti e della logistica nel raggiungimento dei loro obiettivi strategici grazie all'ottenimento di finanziamenti europei (Project Anticipation). A tale attività, Circle ha affiancato, nel 2020, la linea di business EU Branding, che propone servizi di promozione attraverso gli strumenti di comunicazione digitali e i social network, l'ideazione e l'organizzazione di eventi fisici e virtuali, nonché il business matching, il tutto con l'obiettivo di rafforzare le relazioni e il posizionamento a livello europeo di aziende private e organizzazioni pubbliche (come le associazioni) attive nei settori portuale, dei trasporti e della logistica.

Tra i numerosi progetti di successo che Circle annovera nel proprio portfolio, DocksTheFuture (selezionato nell'ambito del Programma Horizon 2020 per definire il Porto del Futuro), FENIX - A European Federated Network of Information eXchange in LogistiXStudy, che interviene su nove corridoi europei logistici TEN-T e quattro connessioni marittime afferenti alle Autostrade del Mare, E-BRIDGE, che rientra nel più ampio programma di interventi di rilevanza nazionale a supporto della situazione emergenziale che ha colpito nel 2018 l'area di Genova a seguito del crollo del Ponte Morandi e che vede come focus il potenziamento tecnologico del porto di Genova, I RAIL, progetto CEF che sta impostando gli standard TAF TSI e le interoperabilità di ultimo miglio in campo ferroviario a livello europeo e nazionale;

- alla NewCo "Magellan" al fine di acquistare da Magellan tutte le attività relative al settore dell'advocacy presso le Istituzioni europee, finalizzate all'ottenimento di finanziamenti europei per lo sviluppo dei progetti dei propri clienti. La società vanta un team giovane e multidisciplinare, con competenze in Management, Legge, Economia, Relazioni Istituzionali e Internazionali, Scienze Politiche e Ingegneria, e un portfolio clienti diversificato che comprende associazioni di categoria, entità pubbliche, imprese private portoghesi e internazionali, università e istituti di ricerca.

In particolare, l'accordo prevede l'investimento di Circle nella NewCo Magellan attraverso due distinte fasi temporali:

- La prima fase prevede che Circle diventi titolare di una partecipazione di minoranza pari a circa il 26% del capitale sociale di NewCo Magellan, le cui restanti quote saranno detenute in parti uguali tra loro dai Partner Ana Paula Mesquita e Tiago Gali Macedo. Le parti prevedono di pervenire al closing dell'operazione non prima del 15 gennaio 2021.

La prima fase prevede la sottoscrizione integrale di un aumento di capitale a pagamento riservato a Circle (pari al 13,9%), che sarà deliberato dai soci attuali di NewCo Magellan alla data del closing, per un ammontare

complessivo di € 240.100. E' previsto, inoltre, che Circle acquisti contestualmente una quota pari al 12,10% del capitale sociale di NewCo Magellan detenuto dai Partner a fronte di un corrispettivo di € 200.000. Il corrispettivo relativo all'aumento di capital sarà regolato da Circle con conferimento in natura di una quota pari al 49% del capitale sociale di Circle NewCo Connecting EU. Quanto al prezzo di acquisto del 12,10% della NewCo Magellan, Circle verserà in denaro il corrispettivo sopra menzionato ai Partner venditori;

La seconda fase prevede che entro e non oltre il 31 luglio 2021, Circle acquisisca un'ulteriore partecipazione pari a circa il 25% del capitale sociale di NewCo Magellan (subordinata al verificarsi delle assumptions di piano previste dalle parti), attraverso la sottoscrizione di un ulteriore aumento di capitale (pari al 9,59%) riservato che sarà deliberato dai soci di NewCo Magellan per un ammontare complessivo di € 249.000 da liberarsi mediante conferimento della quota restante (pari al 51%) di Circle NewCo Connecting EU. Contestualmente Circle acquisirà un'ulteriore quota del 15,41% di NewCo Magellan per un corrispettivo pari a € 200.000, da liberarsi per € 165.000 in contanti e per € 35.000 in natura.

Alla fine delle operazioni, Circle deterrà una quota del 51% di NewCo Magellan che sua volta deterrà il 100% di Circle NewCo Connecting EU.

In particolare, l'operazione consentirà a Circle:

- una maggiore copertura geografica;
- un ampliamento dei progetti finanziati dalla UE;
- il rafforzamento dell'advocacy presso il Parlamento Europeo.

Riteniamo strategicamente molto importante l'operazione di joint venture con Magellan che consentirà a Circle di raggiungere la leadership internazionale nel supporto ad enti pubblici e privati al fine della realizzazione degli obiettivi di sviluppo sostenibile indicati dalle Nazioni Unite.

1.2 Le linee strategiche di sviluppo 2021-2024

Nel corso della video conferenza con gli investitori dell'1/12 u.s., il management di Circle, oltre ad illustrare l'operazione con Magellan, ha delineato le linee strategiche 2021-2024. Queste sono impiegate su 4 pilastri:

- **l'evoluzione di prodotto** anche in ottica AI integrata, che vede in prima linea Milos, MasterSped, MasterTrade e Sinfomar e l'ottimizzazione del trasporto ferroviario (last mile);
- **l'evoluzione dei servizi in Europa**, con particolare riferimento all'ottimizzazione delle zone portuali e la creazione di reti internazionali;
- **l'espansione geografica**, nell'area mediterranea, in Europa Centrale, nel middle east e nelle regioni Baltiche;
- **Progetti strategici**. In particolare relativi ad operazioni di M&A in servizi complementari e/o mercati geografici ad elevato sviluppo e alleanze / joint venture che consentano un ulteriore sviluppo delle tecnologie.

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 anticipandone laddove possibile le esigenze. Occorre, in altre parole, preparare l'azienda a sfruttare al meglio la ripresa prevista nei mesi a venire.

Crediamo che soprattutto in questo ambito vada letto il piano 2021-2024, sia per quanto riguarda le possibili nuove acquisizioni sia per quanto riguarda le possibili alleanze che prevedano l'offerta di nuovi servizi innovativi "federativi".

1.3 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 ci aspettiamo che alla luce dei nuovi servizi lanciati per soddisfare la sempre maggiore necessità di accelerazione della digitalizzazione in ambito logistico Federative Services nonché dell'accordo con Magellan (che va a nostro giudizio contiene elementi qualitativi intangibili difficilmente esprimibili ad oggi), restiamo ottimista sul percorso di sviluppo intrapreso e sulla sua evoluzione.

Ci aspettiamo 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.

A seguito dell'accordo con Magellan, abbiamo effettuato un fine-tuning delle stime 2021-2023E (invariato il 2020E).

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

€mln data	2021E			2022E			2023E		
	Old	New	% ch	Old	New	% ch	Old	New	% ch
Value of production	8,20	8,80	7,3%	10,05	11,00	9,5%	12,35	13,40	8,5%
Ebitda adjusted	1,70	1,72	1,3%	2,17	2,19	1,0%	2,77	2,84	2,4%
Ebitda margin adj	20,7%	19,6%		21,6%	19,9%		22,4%	21,2%	
Ebit	1,02	1,04	2,2%	1,34	1,36	1,4%	1,79	1,87	4,6%
Ebit margin	12,4%	11,8%		13,3%	12,4%		14,5%	14,0%	

Source: Integrae SIM estimates

In linea con quanto definito dal management (vedi presentazione dell'1/12 u.s.), le revenues 2021E stimate dalla combinazione di Circle Connecting EU e Magellan, dovrebbe portare ad un fatturato di €1,5 mln circa (di cui abbiamo stimato Magellan €0,7 mln), mentre l'Ebitda 2021E della business combination dovrebbe invece raggiungere €0,35 mln (di cui stimiamo Magellan €0,6 mln).

Le nostre stime prevedono un CAGR 2019-23E del value of production del 21,8%. Grazie all'ottimizzazione della struttura, crediamo che la performance dell'Ebitda possa essere superiore (23,8%). Stimiamo che l'Ebitda margin raggiunga il 21,2% nel 2023E (dal 13,8% del 2020E).

Siamo convinti che i maggiori investimenti immateriali sostenuti sia negli ultimi due anni e l'accordo con Magellan, 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		7,33%
Risk Free Rate	0,10% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	0,56
D/E (average)	0,00% Beta Relevered	0,56
Ke	7,33% 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		18,14
FCFO actualized	2,36	13%
TV actualized DCF	15,44	87%
Enterprise Value	17,80	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 € 18,1 mln.**

Fig. 5 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%
Growth Rate (g)	2,5%	33,87	29,27	25,74	22,94	20,67	18,79	17,21
	2,0%	29,81	26,21	23,35	21,04	19,12	17,51	16,14
	1,5%	26,69	23,78	21,42	19,46	17,82	16,42	15,21
	1,0%	24,22	21,81	19,82	18,14	16,71	15,48	14,41
	0,5%	22,21	20,17	18,47	17,01	15,75	14,66	13,70
	0,0%	20,54	18,80	17,31	16,03	14,92	13,94	13,07
	-0,5%	19,14	17,63	16,32	15,18	14,18	13,30	12,51

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	13,0	12,2	11,2		18,1	16,6	14,8		6,3	5,3	3,8	
Capgemini SE	8,5	7,8	7,4	8,1	11,2	10,2	9,4	9,1	18,1	15,9	14,2	13,8
Reply S.p.A.	17,0	14,9	13,3		21,0	18,2	16,1		30,9	27,3	24,5	
Computacenter Plc	10,4	10,7	10,4	9,8	14,6	13,6	13,3	13,8	19,6	19,0	18,4	18,3
Indra Sistemas, S.A.	2,4	1,3	1,2	1,1	2,6	2,0	1,7	1,5	46,2	10,5	9,0	7,1
Be Think, Solve, Execute S.p.A.	6,8	6,3	5,8		11,1	9,7	8,5		20,0	16,5	14,0	
Generix Group SA	15,9	12,4	10,4		27,4	18,9	14,8		47,2	31,1	23,6	
PITECO SpA	15,9	11,6	10,6	12,6	20,5	15,5	13,7	14,4	24,4	18,6	16,0	15,2
PSI Software AG	14,3	11,9	10,6		24,6	19,5	15,9		34,8	27,3	23,5	
DBA Group SpA	5,2	4,6	4,0		36,6	19,0	8,5		24,9	10,7	6,2	
Average	11,6	9,9	9,0	7,9	16,8	13,8	12,0	9,7	27,5	19,1	16,3	13,6

Source: Infinaancials

L'equity value di Circle utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT risulta essere pari a circa €15,7 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 € 11,8 mln.**

2.3 Equity Value

Fig. 7 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	15,0
Equity Value DCF (€/mln)	18,1
Equity Value multiples (€/mln)	11,8
Target Price (€)	4,3

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa €15,0 mln (invariato). Conferiamo quindi il nostro target price a €4,3 (da €4,2) per azione, il rating Buy e il rischio Medium.

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018

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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE 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 Journalists guild. Mattia Petracca is current 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
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
06/10/2020	2,85	Buy	4,20	Medium	1H20 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. 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. 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. 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, 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. 20307/2018, 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 INTEGRAE 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 SpA.;
- 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 SpA.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Circle SpA.
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator

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.