

<b>CIRCLE</b>	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Engineering</i>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: Euro 4,78 (prev €4,1)</b>	<b>Update</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
<b>absolute</b>			N/A	N/A
<b>to FTSE AIM Italia</b>	3,92%	2,28%	N/A	N/A
<b>to FTSE STAR Italia</b>	0,85%	-2,52%	N/A	N/A
<b>to FTSE All-Share</b>	1,09%	-5,67%	N/A	N/A
<b>to EUROSTOXX</b>	2,24%	-4,73%	N/A	N/A
<b>to MSC World Index</b>	1,37%	-3,90%	N/A	N/A

Stock Data	
Price	€ 3,16
Target price	€ 4,10
Upside/(Downside) potential	€ 0,30
Bloomberg Code	CIRC IM EQUITY
Market Cap (€mln)	10,0
EV (€mln)	7,9
Free Float	20,24%
Share Outstanding	3.154.650
52-week high	€ 3,67
52-week low	€ 2,35
Average daily volumes (1m)	12.318

Key Financials (€K)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Sales	4000	4900	5700	6800
EBITDA	1300	1470	1868	2266
EBIT	788	1160	1518	1866
Net Profit	621	836	1094	1345
EPS (€)	0,20	0,27	0,35	0,43
EBITDA margin	27,1%	26,3%	28,3%	30,2%
EBIT margin	16,4%	20,7%	23,0%	24,9%

Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	6,1	5,4	4,2	3,5
EV/EBIT (x)	10,0	6,8	5,2	4,2
P/E (x)	12,7	9,4	7,2	5,9

**Alessio Rocchi**

+39 02 87208 786

alessio.rocchi@integraesim.it

### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



### Company description

Costituita nel 2012 con un'operazione di Management Buy Out, Circle è una società di consulenza direzionale operante nel settore portuale e della logistica intermodale specializzata nel business process reengineering e nello sviluppo di soluzioni per l'automazione e la digitalizzazione della supply chain. Circle ha sede a Rozzano (MI) e impiega 45 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.

### I Risultati del FY 2018 e le stime 2019-2022

I risultati del FY 18 sono stati positivi ed in linea con le nostre stime. La società ha realizzato una crescita del fatturato di circa il 17,8% rispetto al 2017, passando da €3,1mln a €3,6 mln. Il valore della produzione si assesta a circa €4,8 mln, con una crescita di circa il 20% YoY. L'Ebitda cresce del 34% YoY raggiungendo €1,3 mln e l'Ebitda margin cresce del 27%. L'Ebit è cresciuto del 13% YoY a circa €1,1mln e l'utile netto si attesta a €0,62mln con una crescita del 17% YoY, entrambi in misura leggermente inferiore alle nostre stime a seguito degli importanti investimenti sostenuti nell'anno. restano invariate le stime per il 2019-2022E.

### 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 € 14,3 mln. L'equity value risultante dal metodo di valutazione DCF è pari a € 15,8 mln. La media aritmetica tra il metodo DCF e il metodo di valutazione dei multipli è pari a € 15,6 mln. Target price a € 4,78. Rating buy e rischio medio invariati.

## 1. Economics & Financials

Tavola 1 – Economics and Financials

INCOME STATEMENT (€/000)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	3.080	3.628	4.900	5.700	6.800	8.200
Other Revenues	972	1.166	700	900	700	500
<b>Value of Production</b>	<b>4.052</b>	<b>4.794</b>	<b>5.600</b>	<b>6.600</b>	<b>7.500</b>	<b>8.700</b>
COGS	189	243	340	370	380	400
Services	629	700	750	900	1.000	1.200
Use of asset owned by others	111	636	130	150	170	190
Recurrent depreciation	9	6	10	12	14	15
Employees	1.748	1.839	2.300	2.500	2.800	3.200
Other Operating Expenses	402	73	600	800	870	900
<b>EBITDA</b>	<b>964</b>	<b>1.297</b>	<b>1.470</b>	<b>1.868</b>	<b>2.266</b>	<b>2.795</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>23,8%</i>	<i>27,1%</i>	<i>26,3%</i>	<i>28,3%</i>	<i>30,2%</i>	<i>32,1%</i>
D&A	281	524	310	350	400	420
<b>EBIT</b>	<b>683</b>	<b>773</b>	<b>1.160</b>	<b>1.518</b>	<b>1.866</b>	<b>2.375</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>16,9%</i>	<i>16,1%</i>	<i>20,7%</i>	<i>23,0%</i>	<i>24,9%</i>	<i>27,3%</i>
Financial Management	0	1	-1	-1	-1	-1
<b>EBT</b>	<b>683</b>	<b>774</b>	<b>1.159</b>	<b>1.517</b>	<b>1.865</b>	<b>2.374</b>
Taxes	154	153	323	423	520	662
<b>Net Income</b>	<b>529</b>	<b>621</b>	<b>836</b>	<b>1.094</b>	<b>1.345</b>	<b>1.712</b>

BALANCE SHEET (€/000)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
<b>Fixed Asset</b>	<b>841</b>	<b>1.485</b>	<b>1.305</b>	<b>1.165</b>	<b>915</b>	<b>675</b>
Account Receivable	1.232	1.489	1.650	2.000	2.400	2.800
Inventories	59	52	60	60	60	60
Account Payable	627	958	900	1.000	1.200	1.400
<b>Operating Working Capital</b>	<b>664</b>	<b>583</b>	<b>810</b>	<b>1.060</b>	<b>1.260</b>	<b>1.460</b>
Other asset	410	1.038	151	151	151	151
Other liabilities	799	922	840	860	880	900
<b>Net Working Capital</b>	<b>275</b>	<b>699</b>	<b>121</b>	<b>351</b>	<b>531</b>	<b>711</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	345	318	370	390	400	400
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>771</b>	<b>1.866</b>	<b>1.056</b>	<b>1.126</b>	<b>1.046</b>	<b>986</b>
Share Capital	120	211	165	165	165	165
Reserves	1.114	3.130	3.751	4.587	5.681	7.026
Net Income	529	621	836	1.094	1.345	1.712
<b>Equity</b>	<b>1.763</b>	<b>3.962</b>	<b>4.752</b>	<b>5.846</b>	<b>7.191</b>	<b>8.903</b>
Cash & Cash Equivalents	1.596	2.097	3.699	4.723	6.148	7.920
Short-Term Payable	604	1	0	0	0	0
M/L Term Payable	0	0	3	3	3	3
<b>Net Financial Position</b>	<b>-992</b>	<b>-2.096</b>	<b>-3.696</b>	<b>-4.720</b>	<b>-6.145</b>	<b>-7.917</b>
<b>SOURCES</b>	<b>771</b>	<b>1.866</b>	<b>1.056</b>	<b>1.126</b>	<b>1.046</b>	<b>986</b>

CASH FLOW (€/000)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
<b>EBIT</b>	<b>773</b>	<b>1.160</b>	<b>1.518</b>	<b>1.866</b>	<b>2.375</b>
Taxes	153	323	423	520	662
<b>NOPAT</b>	<b>620</b>	<b>837</b>	<b>1.095</b>	<b>1.346</b>	<b>1.713</b>
D&A	524	310	350	400	420
Change in receivable	-257	-161	-350	-400	-400
Change in inventories	7	8	0	0	0
Change in payable	331	-58	100	200	200
Change in others	-505	805	20	20	20
<i>Change in NWC</i>	<i>-424</i>	<i>586</i>	<i>-230</i>	<i>-180</i>	<i>-180</i>
Change in provisions	-27	52	20	10	0
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>693</b>	<b>1.785</b>	<b>1.235</b>	<b>1.576</b>	<b>1.953</b>
Capex	-1.168	-130	-210	-150	-180
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>-475</b>	<b>1.655</b>	<b>1.025</b>	<b>1.426</b>	<b>1.773</b>
Financial Management	1	-1	-1	-1	-1
Change in Debt to Bank	-603	2	0	0	0
Change in Equity	1.578	-46	0	0	0
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>501</b>	<b>1.610</b>	<b>1.024</b>	<b>1.425</b>	<b>1.772</b>

Source: Circle and Integrae SIM estimates

## 1.1 FY18A results

**Tavola 2 – FY18 – Actual vs Forecast**

FY2018	VdP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
Actual	4794,0	1297,0	27,1%	773,0	621,0	-2096,0
Forecast	4900,0	1300,0	26,5%	1040,0	779,3	-1700,0
Change	-2,2%	-0,2%	2,0%	-25,7%	-20,3%	23,3%

Source: Circle

I risultati del FY18 sono stati positivi ed in linea con le nostre stime. Circle ha fatto registrare una crescita sul fatturato di circa il 17,8% rispetto al 2017, passando da circa €3,1 mln a €3,6 mln.

Il valore della produzione si assesta a circa € 4,8 mln, con una crescita di circa il 20% YoY. Tale incremento è legato, da un lato, al rilascio dei nuovi moduli del software Milos nell'ambito delle componenti ferroviarie, internazionali, doganali e di sfruttamento dell'IoT (Internet of Things) e, dall'altro, alla significativa crescita dei ricavi derivanti da progetti di ricerca internazionali che si attestano ad oltre un terzo del valore della produzione.

L'Ebitda cresce del 34% YoY circa e raggiunge € 1,3 mln. Grazie alla riduzione dei costi di G&A ed alle sinergie raggiunte a seguito dell'integrazione di Infoera, l'Ebitda margin cresce al 27%.

L'Ebit è cresciuto del 13% YoY a circa € 0,8 mln, ma in misura inferiore alle nostre stime, a seguito dell'incremento degli ammortamenti immateriali conseguenti ad importanti investimenti (pari a circa €1,4 mln) legati al processo di IPO, all'implementazione di nuovi sistemi informativi per la contabilità e controllo di gestione, al completamento dell'acquisizione di Infoera ed all'aggiornamento della suite Milos.

L'utile netto conseguentemente cresce del 17% YoY a € 0,62 mln anche se in misura inferiore alle nostre stime.

Le disponibilità liquide sono pari a € 2,1 mln, superiori del 23% rispetto alle nostre stime.

## 1.2 Estimates FY19E – FY22E

In linea con il piano strategico in sede di IPO, confermato dal management, e in considerazione degli importanti investimenti effettuati nel corso del FY2018 confermiamo le precedenti stime prevedendo un CAGR 2019-22E del fatturato del 21% circa e del valore della produzione del 15% circa, grazie soprattutto alla crescita dei ricavi core (innovative & supply chain) e dei progetti di ricerca internazionali.

In particolare, evidenziamo l'aggiudicazione di (i) un *grant* di € 0,66 mln in 42 mesi per il piano "MoS Implementation Plan 2019-2022" per le Autostrade del Mare, (ii) un *grant* di € 0,13 mln in 9 mesi per le applicazioni telematiche per il trasporto merci ("TAF TSI"), (iii) un *grant* di € 0,39 mln in 48 mesi per il progetto europeo "I RAIL" inerente l'integrazione ferroviaria con il mondo della logistica e quello doganale e (iv) un *grant* di €25.000 in 6 mesi per attività di consulenza per la DG MOVE e l'EMSA finalizzate allo sviluppo dello Sportello Unico Marittimo.

Grazie alla contenuta dinamica dei costi fissi, l'Ebitda margin e l'Ebit margin ci aspettiamo che raggiungano nel 2022E rispettivamente il 32,1% (dal 23,8% del 2018) e il 27,3% (dal 16,9% del 2018).

L'utile netto dovrebbe crescere ad un CAGR del 22% e raggiungere nel 2022F € 1,7 mln (da € 0,78 mln del 2018).

La PFN evidenzia a fine 2018 cassa per circa € 1,7 mln. Stimiamo che a fine piano possa raggiungere € 6,6 mln. Per quanto riguarda il cash flow, stimiamo che la nel 2018F il gruppo sia in grado di generare cassa (FCFO) per oltre € 0,6 mln dopo investimenti per €0,73 mln, mentre mediamente dal 2019 al 2022F stimiamo una generazione di cassa di circa 1,2 mln (con un massimo di € 1,8 mln nel 2022F) a fronte investimenti medi di € 0,3 mln.

Riteniamo che i maggiori investimenti immateriali sostenuti nel FY2018 potranno sostenere la crescita nel breve termine e consentire di raggiungere gli obiettivi del piano.

Allo stato attuale non è stato riflesso nel modello di stima alcuna *assumption* in merito ad eventuali operazioni di M&A e, in particolare, al *Memorandum of Understanding* siglato per l'acquisizione della società 2BM - il cui *closing* è previsto nel primo semestre 2019- e che rappresenta una potenziale revisione delle stime.

## 2. Valuation

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

### 2.1 DCF Method

**Tavola 3 – WACC**

WACC		11,74%
Risk Free Rate	2,00% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,80
D/E (average)	0,00% Beta Relevered	0,80
Ke	11,74% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC di 11,74%

**Tavola 4 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		15832,52
FCFO actualized	4628	34%
TV actualized DCF	9109	66%
<b>Enterprise Value</b>	<b>13737</b>	<b>100%</b>
NFP (2018A)	-2096	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, ne risulta un **equity value di € 15,83 mln.**

Tavola 5 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%	12,7%	13,2%
Growth Rate (g)	2,5%	20,14	19,08	18,15	17,31	16,56	15,89	15,27
	2,0%	19,33	18,38	17,53	16,77	16,08	15,46	14,89
	1,5%	18,62	17,75	16,98	16,28	15,64	15,06	14,53
	1,0%	17,98	17,19	16,48	15,83	15,24	14,70	14,21
	0,5%	17,41	16,68	16,03	15,43	14,88	14,37	13,91
	0,0%	16,89	16,23	15,61	15,06	14,54	14,07	13,63
	-0,5%	16,43	15,81	15,24	14,72	14,24	13,79	13,38

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.

Tavola 6 – Peers main ratios

Reply S.p.A.	Computace nter Plc	India Systemas SA**	Be Think, Solve, Execute SA**	Generix Group France SA**	Piteco SpA Italy	PSI Software AG Germany	DBA Group SpA Italy	Peer Median
Italy	UK	Spain	Italy	France	Italy	Germany	Italy	-
2.142	1.256	183	N/A	93	88	273	27	183
2.077	1.401	5	N/A	110	111	239	36	239
15%	15%	-4%	-9%	12%	18%	7%	11%	11%
16%	6%	N/A	-47%	68%	36%	N/A	-5%	11%
16%	2%	N/A	-147%	47%	34%	N/A	-22%	11%
28%	0%	-145%	-481%	N/A	56%	12%	-72%	-6%
23%	17%	N/A	-26%	2%	17%	15%	1%	10%
19%	14%	N/A	-8%	3%	11%	15%	2%	8%
27%	19%	N/A	-8%	4%	12%	18%	4%	12%
23%	17%	N/A	-26%	2%	17%	15%	1%	10%
10%	5%	N/A	-15%	1%	9%	6%	0%	5%
14%	3%	N/A	4%	8%	43%	9%	9%	9%
13%	3%	N/A	-7%	3%	33%	7%	3%	5%
10%	2%	-4%	-21%	1%	27%	5%	0%	2%
1%	3%	N/A	N/A	N/A	3%	1%	N/A	2%
267%	71%	-222%	N/A	3%	29%	68%	2%	45%
0,06 x	0,07 x	N/A	0,09 x	0,15 x	0,40 x	0,01 x	0,30 x	0,12 x
0,13 x	0,32 x	N/A	0,17 x	0,37 x	0,92 x	0,03 x	0,67 x	0,35 x
N/A	43,92 x	N/A	-3,17 x	56,92 x	18,82 x	10,23 x	7,71 x	19,66 x
-0,45 x	-0,40 x	N/A	2,04 x	1,37 x	2,78 x	-2,15 x	2,29 x	1,12 x
0,45 x	0,23 x	N/A	0,54 x	0,40 x	0,43 x	0,41 x	0,45 x	0,44 x
1,23 x	1,02 x	N/A	N/A	0,71 x	1,01 x	1,17 x	1,12 x	1,02 x
31,39 x	47,27 x	N/A	N/A	21,59 x	10,81 x	15,34 x	13,92 x	17,21 x
1,06 x	2,55 x	N/A	N/A	0,75 x	0,32 x	0,99 x	0,92 x	0,90 x

Source: Bloomberg

\*\*Dati riferiti al 2017

**Tavola 7 – Peer stock performance**

Company Name	1W	1M	3M	6M	1y	ytd
CAD IT SpA	N/A	N/A	N/A	-15,4%	-22,5%	N/A
Exprivia SpA	1,6%	-3,8%	32,2%	6,4%	-8,0%	52,9%
Capgemini SE	0,5%	1,6%	31,4%	-2,7%	6,2%	25,2%
Reply S.p.A.	-0,3%	2,6%	30,0%	0,3%	28,7%	29,9%
Computacenter Plc	-0,5%	-2,7%	13,9%	-15,9%	-6,1%	9,3%
Indra Sistemas SA	-0,4%	-2,6%	-2,6%	-7,4%	-25,9%	-2,6%
Be Think, Solve, Execute SpA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Generix Group France SA	2,4%	8,8%	31,2%	26,9%	40,0%	29,2%
Piteco SpA	8,4%	19,6%	21,4%	12,4%	-1,6%	25,1%
PSI Software AG	2,4%	8,4%	9,8%	14,5%	7,7%	11,2%
DBA Group SpA	-10,1%	-11,3%	-20,6%	-40,0%	-44,6%	-20,6%
<b>Median</b>	<b>0,5%</b>	<b>1,6%</b>	<b>21,4%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>25,1%</b>
<b>CIRCLE</b>	<b>0,0%</b>	<b>8,6%</b>	<b>22,3%</b>	<b>32,5%</b>	<b>32,5%</b>	<b>24,7%</b>

Source: Bloomberg

**Tavola 8 – Market Multiples**

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
CAD IT S.p.A.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Exprivia SpA	5,8	5,4	N/A	10,1	8,9	N/A
Capgemini SE	8,8	8,2	7,7	10,3	9,6	9,1
Reply S.p.A.	11,0	10,1	9,2	12,3	11,0	10,1
Computacenter Plc	7,4	7,2	7,1	9,4	9,0	8,5
Indra Sistemas, S.A.	6,5	6,0	5,6	9,0	8,1	7,6
Be Think, Solve, Execute S.p.A...	5,0	4,8	N/A	7,1	6,7	N/A
Generix Group France SA	9,0	N/A	N/A	13,4	N/A	N/A
PITECO SpA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PSI Software AG	9,2	8,5	7,7	12,1	10,5	9,2
DBA Group SpA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>Median</b>	<b>8,1</b>	<b>7,2</b>	<b>7,7</b>	<b>10,2</b>	<b>9,0</b>	<b>9,1</b>

Source: Infinaicals

**Tavola 9 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2019E	2020E	2021E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	11.914,4	13.356,2	17.425,5
EV/EBIT	11.814,6	13.722,7	16.999,3
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	15.610,4	18.076,2	23.570,5
EV/EBIT	15.510,6	18.442,7	23.144,3
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	11.707,8	13.557,2	17.677,9
EV/EBIT	11.633,0	13.832,0	17.358,2
<b>Average</b>	<b>11.670,4</b>	<b>13.694,6</b>	<b>17.518,1</b>

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Circle utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT risulta essere pari a circa € 19,01 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che il titolo Circle ha rispetto alle società incluse nel panel oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 14,3mln.**

## 2.3 Equity Value

**Tavola 10 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>15.063,4</b>
Equity Value DCF (€/mln)	15.832,5
Equity Value multiples (€/mln)	14.294,3
<b>Target Price (€)</b>	<b>4,78</b>

Source: Integrae SIM

**Ne risulta un equity value medio pari a circa € 15.06 mln. Il target price è quindi di € 4.78 (prev. €4.1). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

**Tavola 11 – Implied valuation multiples**

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	7,7x	5,5x	3,9x
EV/EBIT	9,8x	6,8x	4,8x

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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

### Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
06/02/2019	3.25	Buy	4,1	Medium	Initiation of coverage

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integraesim.it](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. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 16190 of 29.10.2007, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

### Rating system (long term horizon: 12 months)



The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

#### Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that 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 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.