

Data produzione: 15 Ottobre 2019 - h 18.30

Data pubblicazione: 16 Ottobre 2019 - h 7.00

|                          |  |                        |                     |
|--------------------------|--|------------------------|---------------------|
| <b>CIRCLE</b>            | <b>Italy</b>                               | <b>FTSE AIM Italia</b> | <b>Engineering</b>  |
| <b>Rating: BUY (inv)</b> | <b>Target Price: Euro 5,0 (prev €4,78)</b> |                        | <b>Risk: Medium</b> |

| Stock performance       | 1M    | 3M     | 6M      | 1Y     |
|-------------------------|-------|--------|---------|--------|
| absolute                | 3,03% | -2,16% | -19,05% | 6,77%  |
| to FTSE AIM Italia      | 7,56% | 11,90% | -6,59%  | 22,05% |
| to FTSE STAR Italia     | 3,63% | -1,16% | -15,69% | 1,34%  |
| to FTSE All-Share       | 1,81% | -2,50% | -20,16% | -7,24% |
| to FTSE Small Cap Italy | 2,87% | -3,40% | -15,10% | 3,44%  |

#### Stock Data

|                             |                |
|-----------------------------|----------------|
| Price                       | € 2,70         |
| Target price                | € 5,00         |
| Upside/(Downside) potential | 85,2%          |
| Bloomberg Code              | CIRC IM EQUITY |
| Market Cap (€mln)           | 9,4            |
| EV (€mln)                   | 7,3            |
| Free Float                  | 20,24%         |
| Share Outstanding           | 3.470.115      |
| 52-week high                | € 3,67         |
| 52-week low                 | € 2,35         |
| Average daily volumes (1m)  | 11.235         |

| Key Financials (€ mln) | FY19E | FY20E | FY21E | FY22E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Sales                  | 6,2   | 8,8   | 10,6  | 12,7  |
| EBITDA                 | 1,6   | 2,2   | 2,6   | 3,2   |
| EBIT                   | 1,0   | 1,5   | 2,1   | 2,7   |
| Net Profit             | 0,8   | 1,3   | 1,9   | 2,4   |
| EPS (€)                | 0,22  | 0,36  | 0,54  | 0,70  |
| EBITDA margin          | 26,5% | 24,6% | 24,7% | 25,2% |
| EBIT margin            | 16,0% | 16,6% | 19,8% | 21,3% |

| Main Ratios   | FY19E | FY20E | FY21E | FY22E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA (x) | 4,4   | 3,3   | 2,8   | 2,3   |
| EV/EBIT (x)   | 7,4   | 5,0   | 3,5   | 2,7   |
| P/E (x)       | 12,2  | 7,4   | 5,0   | 3,8   |

#### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integrasim.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.

#### 1H19 Results

I risultati del 1H19 sono più bassi delle nostre stime. Il valore della produzione è cresciuto dell'8,5% YoY a €2,6 mln. La crescita è stata sostenuta soprattutto dai ricavi derivanti da Milos (+40%) e dall'aumento del 26% dei progetti internazionali. L'Ebitda è cresciuto dell'8,6% a €0,7 mln. L'Ebitda margin è rimasto sostanzialmente stabile al 26,5%. La cassa netta è scesa a €1,3 mln (da €2,1 mln del FY18), quale effetto sia degli investimenti (pari a €0,3 mln) sia dell'espansione del capitale circolante operativo dovuto alla crescita del 1H19 e di quella futura, sia per le attività a valenza pluriennale mirate ad acquisire commesse EU (ca. 3 mln di ordinato per progetti internazionali) i cui costi sono in parte a carico del semestre ma con ricavi visibili nei prossimi mesi.

#### Le stime 2019-22E

I risultati del 1H19 ci consentono di ridurre la stima per 2019E. Abbiamo incluso nelle stime anche il consolidamento per 5 mesi della società Progetto Adele Srl stimando una crescita del fatturato di quest'ultima del 5%. Abbiamo invece stimato per Circle stand alone una crescita più conservativa del valore della produzione (+11% attuale contro il +17% della stima precedente) rispetto alla stima precedente. La crescita del valore della produzione risulta quindi del 28,8%. Per quanto riguarda gli anni dal 2020-22E, abbiamo considerato Progetto Adele Srl consolidata per 12 mesi e stimato una crescita del 20%. Le nuove stime dell'Ebitda prevedono la leggera diluizione connessa alla minore redditività della Progetto Adele Srl.

#### 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. La media aritmetica tra il metodo DCF e il metodo di valutazione dei multipli è pari a € 17,3 mln. **Valutazione: target price a € 5,0 (da € 4,78) per azione, Rating buy e rischio medio invariati.**

## 1. Economics & Financials

**Fig. 1 – Economics and Financials**

| <b>INCOME STATEMENT (€/000)</b> | <b>FY17A</b> | <b>FY18A</b> | <b>FY19E</b> | <b>FY20E</b> | <b>FY21E</b> | <b>FY22E</b> |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Value of Production</b>      | <b>4.052</b> | <b>4794</b>  | <b>6178</b>  | <b>8836</b>  | <b>10603</b> | <b>12724</b> |
| COGS                            | 189          | 243          | 450          | 850          | 1200         | 1800         |
| Services                        | 629          | 700          | 1000         | 1200         | 1550         | 1750         |
| Use of asset owned by others    | 111          | 636          | 130          | 150          | 170          | 200          |
| Recurrent depreciation          | 9            | 6            | 10           | 12           | 14           | 15           |
| Employees                       | 1748         | 1839         | 2350         | 3500         | 4000         | 4500         |
| Other Operating Expenses        | 402          | 73           | 600          | 950          | 1050         | 1250         |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>964</b>   | <b>1.297</b> | <b>1.638</b> | <b>2.174</b> | <b>2.619</b> | <b>3.209</b> |
| <i>EBITDA Margin</i>            | <i>23,8%</i> | <i>27,1%</i> | <i>26,5%</i> | <i>24,6%</i> | <i>24,7%</i> | <i>25,2%</i> |
| D&A                             | 281          | 524          | 650          | 710          | 520          | 500          |
| <b>EBIT</b>                     | <b>683</b>   | <b>773</b>   | <b>988</b>   | <b>1.464</b> | <b>2.099</b> | <b>2.709</b> |
| <i>EBIT Margin</i>              | <i>16,9%</i> | <i>16,1%</i> | <i>16,0%</i> | <i>16,6%</i> | <i>19,8%</i> | <i>21,3%</i> |
| Financial Management            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>EBT</b>                      | <b>683</b>   | <b>773</b>   | <b>988</b>   | <b>1.464</b> | <b>2.099</b> | <b>2.709</b> |
| Taxes                           | 154          | 153          | 220          | 200          | 220          | 270          |
| <b>Net Income</b>               | <b>529</b>   | <b>620</b>   | <b>768</b>   | <b>1.264</b> | <b>1.879</b> | <b>2.439</b> |

| <b>BALANCE SHEET (€/000)</b>          | <b>FY17A</b> | <b>FY18A</b>  | <b>FY19E</b>  | <b>FY20E</b>  | <b>FY21E</b>  | <b>FY22E</b>  |
|---------------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Fixed Asset</b>                    | <b>841</b>   | <b>1.484</b>  | <b>1.401</b>  | <b>1.438</b>  | <b>1.392</b>  | <b>1.566</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 Indemnties & Other Provisio | 345          | 318           | 370           | 390           | 400           | 400           |
| <b>NET INVESTED CAPITAL</b>           | <b>771</b>   | <b>1.865</b>  | <b>1.152</b>  | <b>1.399</b>  | <b>1.523</b>  | <b>1.877</b>  |
| Share Capital                         | 120          | 211           | 233           | 233           | 233           | 233           |
| Reserves                              | 1.114        | 3.130         | 3.750         | 4.518         | 5.782         | 7.661         |
| Net Income                            | 529          | 620           | 768           | 1.264         | 1.879         | 2.439         |
| <b>Equity</b>                         | <b>1.763</b> | <b>3.961</b>  | <b>4.751</b>  | <b>6.015</b>  | <b>7.894</b>  | <b>10.332</b> |
| Cash & Cash Equivalents               | 1.596        | 2.097         | 3.602         | 4.619         | 6.374         | 8.458         |
| 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>(2096)</b> | <b>(3599)</b> | <b>(4616)</b> | <b>(6371)</b> | <b>(8455)</b> |
| <b>SOURCES</b>                        | <b>771</b>   | <b>1.865</b>  | <b>1.152</b>  | <b>1.399</b>  | <b>1.523</b>  | <b>1.877</b>  |

| <b>CASH FLOW (€/000)</b>        | <b>FY18A</b> | <b>FY19E</b> | <b>FY20E</b> | <b>FY21E</b> | <b>FY22E</b> |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBIT</b>                     | <b>773</b>   | <b>988</b>   | <b>1.464</b> | <b>2.099</b> | <b>2.709</b> |
| Taxes                           | 153          | 220          | 200          | 220          | 270          |
| <b>NOPAT</b>                    | <b>620</b>   | <b>768</b>   | <b>1.264</b> | <b>1.879</b> | <b>2.439</b> |
| D&A                             | 524          | 650          | 710          | 520          | 500          |
| 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>2056</b>  | <b>1764</b>  | <b>2229</b>  | <b>2759</b>  |
| Capex                           | (1167)       | (550)        | (350)        | (350)        | (350)        |
| <b>FREE CASH FLOW</b>           | <b>(474)</b> | <b>1506</b>  | <b>1414</b>  | <b>1879</b>  | <b>2409</b>  |
| Financial Management            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Change in Debt to Bank          | (603)        | 2            | 0            | 0            | 0            |
| Change in Equity                | 1578         | 22           | 0            | 0            | 0            |
| <b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b> | <b>501</b>   | <b>1.530</b> | <b>1.414</b> | <b>1.879</b> | <b>2.409</b> |

Source: Circle and Integrae SIM estimates

## 1.1 FY19A results

I risultati del 1H19 sono più bassi rispetto alle nostre stime. Il valore della produzione è cresciuto dell'8,5% YoY raggiungendo €2,6 mln. La crescita è stata sostenuta soprattutto dai ricavi derivanti da Milos (+40%) e dall'aumento del 26% dei progetti realizzati con controparti internazionali. L'Ebitda è cresciuto dell'8,6% a €0,7 mln. L'Ebitda margin è rimasto sostanzialmente stabile al 26,5%. Nel corso del 1H19 il Gruppo ha inoltre provveduto ad implementare ulteriormente le azioni di efficientamento, ed a consolidare le sinergie generate dall'acquisizione di Infoera.

L'Ebit è pari a circa €0,45 milioni. L'Ebit adjusted (al lordo degli ammortamenti dei costi straordinari e non ricorrenti legati all'IPO, pari a €0,06 milioni) è in crescita del 6% YoY a €0,51 mln (€ 0,48 mln nel 1H18).

La cassa netta è scesa a €1,3 mln (da €2,1 mln del FY18), quale effetto sia degli investimenti (pari a €0,3 mln) sia dell'espansione del capitale circolante operativo dovuto alla crescita del 1H19 e che sarà pienamente visibile già a partire del 2H19, nonché di quella futura che sarà visibile nei prossimi anni. Nel primo semestre sono inoltre state parzialmente finanziate alcune attività a valenza pluriennale mirate ad acquisire commesse EU (€3 mln di ordinato per progetti internazionali); attività i cui ricavi saranno visibili nei prossimi mesi.

Gli investimenti, come dicevamo, ammontano a €0,3 mln e 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 (poi avvenuta il 31 luglio) e ad altre possibili JV in valutazione soprattutto all'estero.

## 1.2 ...il lavoro continua

Successivamente alla chiusura del semestre, il management ha effettuato numerose altre importanti operazioni. In particolare:

**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

nel terminal TSG del porto di Genova, rafforzando così la presenza nell'area MED.

### 1.3 Estimates FY19E – FY22E

I risultati del 1H19 ci consentono di ridurre la stima per 2019E. Abbiamo incluso nelle stime anche il consolidamento per 5 mesi della società Progetto Adele Srl stimando una crescita del fatturato di quest'ultima del 5%. Abbiamo invece stimato per Circle stand alone una crescita più conservativa del valore della produzione (+11% attuale contro il +17%) rispetto alla stima precedente. La crescita del valore della produzione risulta quindi del 28,8%.

In leggera flessione l'Ebitda margin per effetto soprattutto del consolidamento della Adele Srl, la cui redditività nel 2018 risultava inferiore rispetto a quella di Circle stand alone (11,5% contro il 27,1% Circle).

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

| €mln data           | 2019E |       |        | 2020E |       |       | 2021E |       |       | 2022E |       |       |
|---------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                     | Old   | New   | % ch   | Old   | New   | % ch  | Old   | New   | % ch  | Old   | New   | % ch  |
| Value of production | 5,6   | 6,2   | 10,3%  | 6,6   | 8,8   | 33,9% | 7,5   | 10,6  | 41,4% | 8,7   | 12,7  | 46,2% |
| Ebitda              | 1,5   | 1,6   | 9,2%   | 1,9   | 2,2   | 14,4% | 2,3   | 2,6   | 13,9% | 2,8   | 3,2   | 14,6% |
| Ebitda margin       | 26,8% | 26,5% |        | 28,8% | 24,6% |       | 30,7% | 24,7% |       | 32,2% | 25,2% |       |
| Ebit                | 1,2   | 1,0   | -17,7% | 1,5   | 1,5   | -2,4% | 1,9   | 2,1   | 10,5% | 2,4   | 2,7   | 12,9% |
| Ebit margin         | 21,4% | 16,0% |        | 22,7% | 16,6% |       | 25,3% | 19,8% |       | 27,6% | 21,3% |       |

Source: Integrae SIM estimates

Per quanto riguarda gli anni dal 2020-22E, abbiamo considerato Progetto Adele Srl consolidata per 12 mesi e stimato una crescita di Circle stand alone del 20%. Le nuove stime dell'Ebitda prevedono la leggera diluzione della marginalità connessa alla minore redditività della Progetto Adele Srl.

Riteniamo che i maggiori investimenti immateriali sostenuti nel FY2018 e nel 1H19 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

Tavola 3 – WACC

| WACC           |                                | 11,19% |
|----------------|--------------------------------|--------|
| Risk Free Rate | 1,45% $\alpha$ (specific risk) | 2,50%  |
| Market Premium | 9,02% Beta Adjusted            | 0,80   |
| D/E (average)  | 0,00% Beta Relevered           | 0,80   |
| Ke             | 11,19% 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        |              | 17,85       |
|-------------------------|--------------|-------------|
| FCFO actualized         | 5,07         | 32%         |
| TV actualized DCF       | 10,68        | 68%         |
| <b>Enterprise Value</b> | <b>15,75</b> | <b>100%</b> |
| NFP (2018A)             | -2,10        |             |

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un **equity value di € 17,85 mln.**

Tavola 5 – Equity Value - Sensitivity analysis

| €/mln | Growth Rate (g) | WACC  |       |       |       |       |       |       |
|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|       |                 | 9,7%  | 10,2% | 10,7% | 11,2% | 11,7% | 12,2% | 12,7% |
| 2,5%  |                 | 23,11 | 21,83 | 20,69 | 19,69 | 18,80 | 18,00 | 17,28 |
| 2,0%  |                 | 22,08 | 20,94 | 19,92 | 19,01 | 18,20 | 17,46 | 16,80 |
| 1,5%  |                 | 21,18 | 20,15 | 19,23 | 18,40 | 17,65 | 16,98 | 16,36 |
| 1,0%  |                 | 20,38 | 19,45 | 18,61 | 17,85 | 17,16 | 16,54 | 15,96 |
| 0,5%  |                 | 19,67 | 18,82 | 18,05 | 17,35 | 16,71 | 16,13 | 15,60 |
| 0,0%  |                 | 19,03 | 18,25 | 17,54 | 16,89 | 16,30 | 15,76 | 15,26 |
| -0,5% |                 | 18,45 | 17,73 | 17,08 | 16,48 | 15,93 | 15,42 | 14,95 |

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 – Market Multiples

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

Source: Infinancials

L'*equity value* di Circle utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT risulta essere pari a circa €22,4 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 € 16,8**

## 2.3 Equity Value

Tavola 7 – Equity Value

|                                     |             |
|-------------------------------------|-------------|
| <b>Average Equity Value (€/mln)</b> | <b>17,3</b> |
| Equity Value DCF (€/mln)            | 17,8        |
| Equity Value multiples (€/mln)      | 16,8        |
| <b>Target Price (€)</b>             | <b>5,00</b> |

Source: Integrae SIM

**Ne risulta un equity value medio pari a circa € 17,3 mln. Il target price è quindi di €5,0 (da €4.78). 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           |

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](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, 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.