Production date: 5 febbraio 2019

CIRCLE	*Italy*	*FTSE AIM Italia*	*Engineering*
Rating: BUY	**Target Price: Euro 4,1**	**Inizio copertura**	**Risk: Medium**

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	14,00%	7,60%	1,07%	N/A
to FTSE AIM Italia	-6,97%	22,23%	36,44%	N/A
to FTSE STAR Italia	-6,97%	17,75%	25,53%	N/A
to FTSE All-Share	-7,18%	18,86%	26,26%	N/A
to EUROSTOXX	-8,40%	18,29%	29,68%	N/A
to MSCI World Index	-8,84%	16,83%	29,77%	N/A

Stock Data (al 26/11/2018)	
Price	€ 3,25
Target price	€ 4,10
Upside/(Downside) potential	€ 0,26
Bloomberg Code	CIRC IM EQUITY
Market Cap (€mln)	10,9
EV (€mln)	10,6
Free Float	20,24%
Share Outstanding	3.154.650
52-week high	€ 3,60
52-week low	€ 2,35
Average daily volumes (1m)	5.953

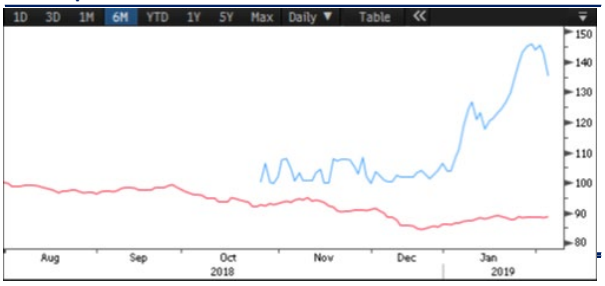
Key Financials (*€m*)	2017A	2018E	2019E	2020E
Sales	4,9	5,6	6,6	7,5
EBITDA	1,3	1,5	1,9	2,3
EBIT	1,0	1,2	1,5	1,9
Net Profit	0,8	0,8	1,1	1,3
EPS (€)	0,25	0,26	0,35	0,43
EBITDA margin	26,5%	26,3%	28,3%	30,2%
EBIT margin	21,2%	20,7%	23,0%	24,9%

Main Ratios	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA (x)	8,2	7,2	5,7	4,7
EV/EBIT (x)	10,2	9,1	7,0	5,7
P/E (x)	13,6	12,7	9,7	7,9

Alessio Rocchi
+39 02 87208 786
alessio.rocchi@integraesim.it

Mattia Petracca
+39 02 87208 765
mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Company overview

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 ha 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.

Market

Il business di Circle è correlato alla digitalizzazione della Suply Chain ed è sostanzialmente legato al trend di due settori: quello tecnologico/digitale e quelo delle infrastrutture. Nei prossimi anni entrambi sono previsti in crescita in tutto il mondo. In Italia il mercato digitale è cresciuto del 2,6% nel 2018 e del 3% nel 2019. Rilevante riteniamo inoltre l'impatto che la digitalizzazione della suply chain avrà sul settore della logistica e dei servizi, soprattutto se collegata alla tecnologia blockchain. RIspetto ai principali competitors, Circle è in grado di operare in tutti i comparti del settore.

Valuation Update

Abbiamo basato le nostre stime di valutazione utilizzando il metodo dei multipli e il DCF. Per quanto riguarda il metodo di valutazione dei multipli, abbiamo utilizzato un gruppo di società che operano nello stesso settore di Circle, ma con una maggiore capitalizzazione di mercato. Per questo motivo, abbiamo applicato uno sconto Market Cap del 25%. L'equity value scontato risultante da tale metodo è pari a circa € 12 mln. L'equity value risultante dal metodo di valutazione DCF è pari a € 13,6 mln. La media aritmetica tra il metodo DCF e il metodo di valutazione dei multipli è pari a € 12,8 mln, vale a dire € 4,06 per azione. Target price a € 4,1 per azione, rating buy e rischio medio invariati.

Summary

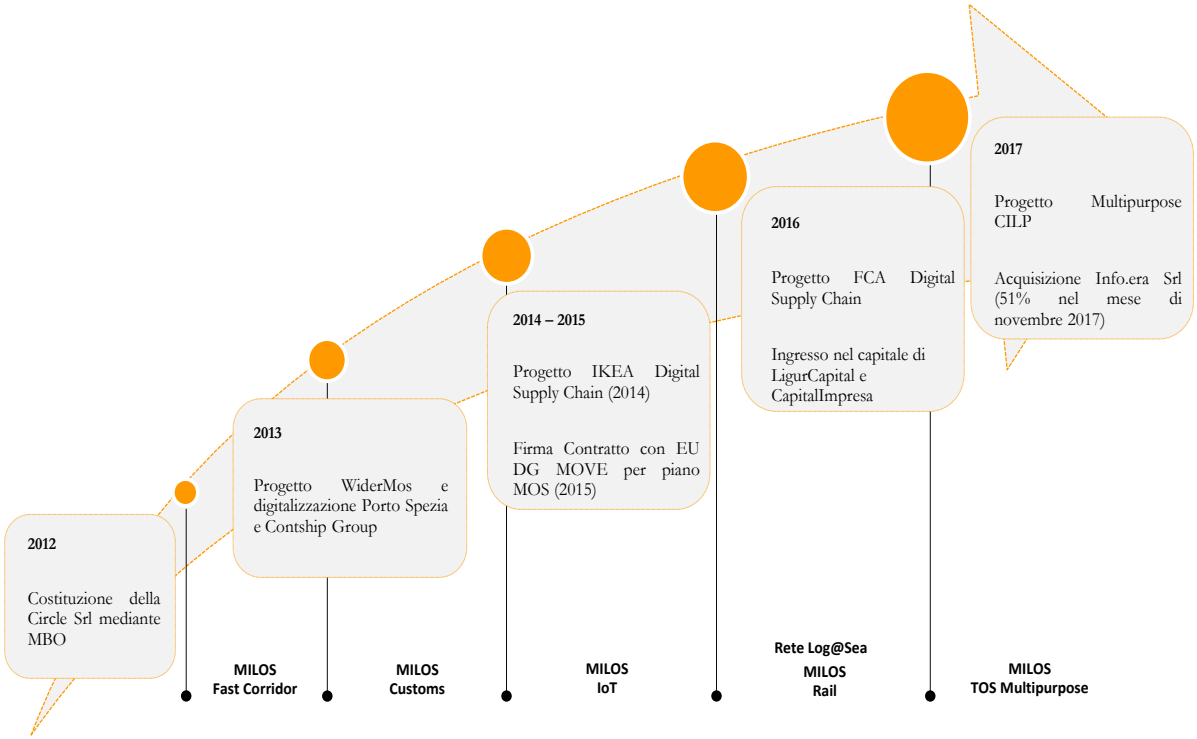
1. Company Overview 3
   1.1 L'attività 3
   1.2 Gli azionisti 3
   1.3 Le linee di business 4
   1.4 La catena del valore 5
2. Il mercato 6
   2.1 Il settore digitale 6
   2.2 Il mercato digitale Italiano 9
   2.3 La supply chain 11
   2.4 Il settore delle infrastrutture 13
   2.5 Il posizionamento competitivo 15
3. Economics & Financials 17
   3.1 Il 2018E 18
   3.2 Le stime per il 2018-2022F 18
4. La valutazione 20
   4.1 I modelli adottati 20
   4.2 Il modello DCF 20
   4.3 I multipli 22

1. Company Overview

1.1 L'attività

Costituita nel 2012 con una operazione di Management Buy Out, Circle è una società di consulenza direzionale operante nel settore portuale e della logistica intermodale specializzata nel business processreengineering e nello sviluppo di soluzioni per l'automazione e la digitalizzazione della Supply Chain.Circle ha sede a Rozzano (Milano) e impiega 45 persone (di cui 23 di Info.era).

Fig. 1 – L'evoluzione storica



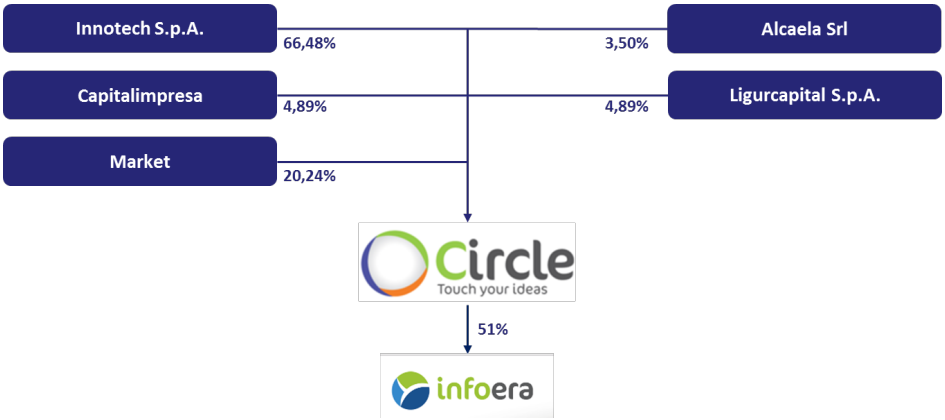
Fonte: Circle

1.2 Gli azionisti

Nel 2018 Circle ha cambiato forma giuridica, diventando una società per azioni. È per il 66,48% controllata dalla società InnotechSrl, di proprieta (100%) di Luca Abatello, fondatore della società e presidente di Info.era.Le rimanenti quote sono di proprietà della AlcaelaSrl per il 3,50%, della LigurCapitalSpA per il 4,89%, della CapitalImpresaSpA per il 4,89% mentre il 20,24% appartiene al mercato.

La società controlla per il 51% Infoera, specializzata principalmente in soluzioni informatiche per aziende ed enti istituzionali, presente sul mercato da più di 20 anni, con un focus sul settore marittimo e dei trasporti in generale, con l'obiettivo di consolidare ed espandere le competenze e soluzioni tecnologiche.

Fig. 2 – La struttura del gruppo



Fonte: Circle

1.3 Le linee di business

Circle opera attraverso tre linee di ricavo:

- **Innovative & Smart Supply chain**. Si tratta del servizio di consulenza e di soluzioni software per ottimizzare la gestione dei flussi nel settore portuale, trasporti e logistica;
- **Connecting EU,**ovvero il supporto agli attori pubblici ed alle società private nella realizzazione di progetti e nell'ottenimento dei fondi attraverso la consulenza sui sistemi di finanziamento europei;
- **Specializeddigitalmultichannel marketing,** che riguarda il servizio di analisi, definizione e utilizzo degli strumenti di comunicazione digitale.

La Società, operativa nel mercato del "digitalsupplychain", si avvale dei seguenti software proprietari:

- **Milos®.** E' lasoluzione che consente l'ottimizzazione dei processi in ambito portuale, interportuale e dei trasporti intermodali (i.e. permette ai terminal portuali e interportuali, alle aziende di trasporto multimodali, alle imprese nella loro gestione logistica e doganale di accelerare i loro processi e le loro procedure, ridurre i tempi di transito, migliorare la visibilità e tracciabilità delle merci lungotutta la catena del trasporto). Il software è strutturato in 4 fondamentali moduli:
  1. **Terminal automation**, costituto da un set di soluzioni per l'automazione e l'ottimizzazione delle operazione in terminal;
  2. **Intermodalcorridor management,** soluzioni sviluppate per rendere interoperabili i sistemi informativi di tutti gli attori coinvolti in processi logistici intermodali;
  3. **Custom management**, che sono sostanzialmente un set di soluzioni per digitalizzare e automatizzare le procedure doganali;
  4. **Port & Terminal connections,** costituito da due sistemi sviluppati da Circle (Port Community System – PCS) e Terminal Operating System (TOS) per la connessione tra sistemi IT (PCS; TOS; Rail System, MTO System, Freightetc).
- **Sinfomar®.** E' ilsoftware che permette di connettere, in un'unica piattaforma tecnologica, tutti gli attori della comunità portuale di un porto, garantendo l'interoperabilità tra i differenti sistemi ICT utilizzati dai singoli stakeholder al fine di digitalizzare e ottimizzare tutte le operazioni relative alla gestione dei processi portuali.Sinfomar è un software di

proprietà della società Info.era, di cui Circle ha acquisito il 51% nel novembre 2017.Sinfomar si compone essenzialmente di 6 moduli:

1. **Vessels**, che riguarda la gestione e la documentazione di viaggio delle navi in arrivo, transito e partenza;
2. **Goods**, che riguarda la gestione della merce in ingresso e in uscita da navi, treni e camion;
3. **Trains,**che consente il tracking dei container, delle merci e dei veicoli che arrivano e partono tramite treni dati porti;
4. **Controllo e traking dei veicoli coinvolti nel trasporto intermodale;**
5. **People.** Si tratta di classificare il personale per categoria tramite precise credenziali;
6. **Freee zone**, ovvero la gestione integrata e unificata delle pratiche che riguardano i processi e le attività relative alla free-zone.

1.4 La catena del valore

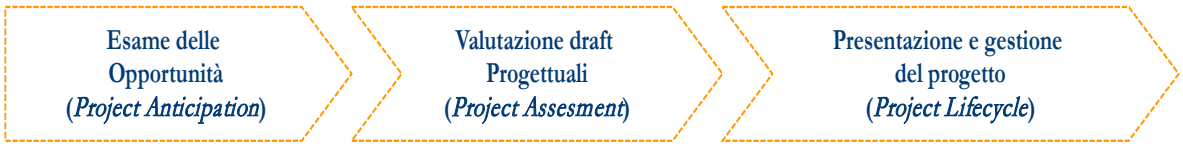
La catena del valore di Circle, prevede essenzialmente 3 diverse fasi:

Esame delle opportunità. Si parte dalla definizione degli obiettivi (dall'idea fino ad arrivare alla bozza di progetto) Per fare questo vengono dapprima cercati i partners e quindi coordinati sui diversi tavoli tecnici territoriali. Si continua con l'individuazione del progetto UE di co-finanziamento e monitoraggio delle opportunità, fino ad arrivare allo sviluppo vero e proprio della proposta previe verifiche di effettiva fattibilità;

Valutazione draft progettuali. Dei progetti passati al vaglio dell'esame dell'opportuità, ne viene effettuata la valutazione progettuale. Attività che precede la presentazione ufficiale della proposta relativa al progetto stesso;

Presentazione e gestione del progetto, che riguarda la vita dell'intero progetto. Dalla presentazione della proposta progettuale, segue la negoziazione con l'Autorità di Gestione di Progetto. Viene creato il modello e ne vengono effettuate le verifiche preliminari. Si procede quindi al kick-off meeting alla presenza di tutti i partners. All'avvio segue la gestione del progetto, soprattutto nell'ottica della sostenibilità finanziaria.

Fig. 3 – La catena del valore



Fonte: Circle

2. Il mercato

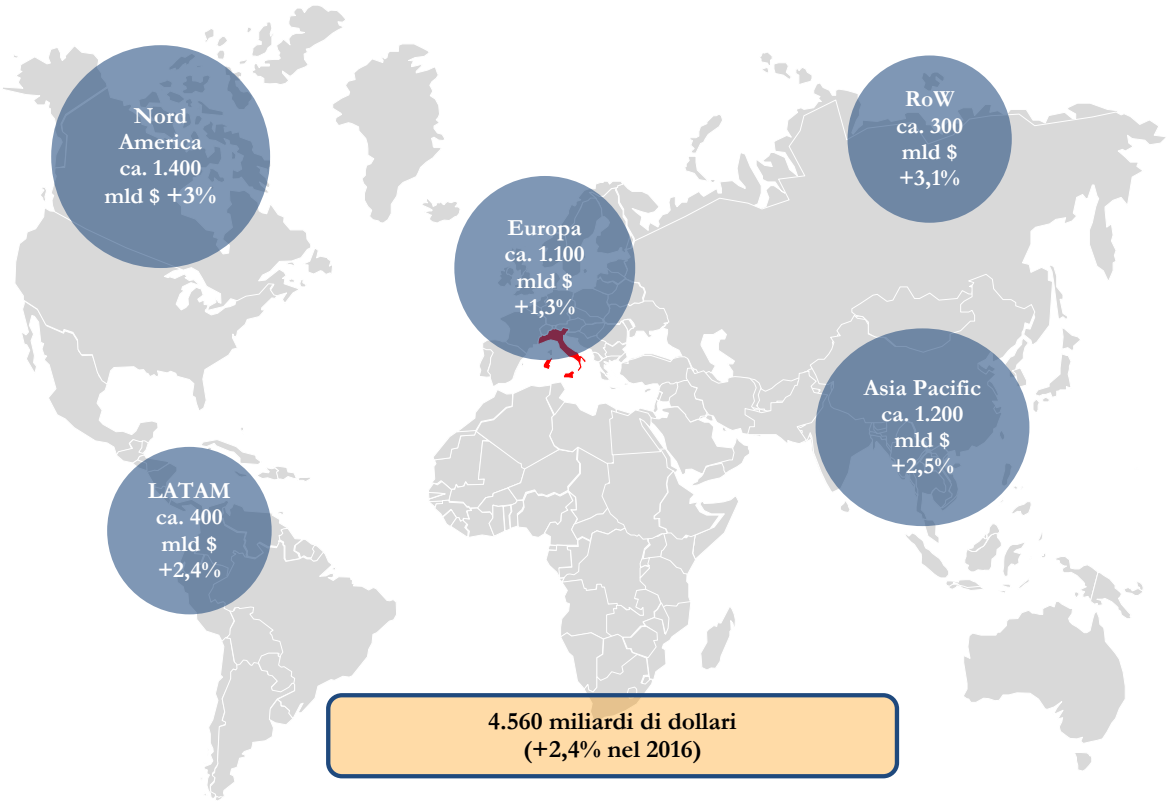
Il business di Circle è correlato alla digitalizzazione delle supplychain ed è sostanzialmente legato alla crescita di due macro settori: quello tecnologico/digitale e quello delle infrastrutture.

2.1 Il settore digitale

La digitalizzazione dilaga in tutti gli ambiti della società e in tutto il mondo. Quelli che erano i primi tenui segnali di una rivoluzione annunciata ora sono forti e la accompagnano. L'innovazione digitale non ha più confini. Sono sempre più le imprese che ovunque vedono nel digitale un nuovo asse portante del loro modello di business o di servizio, stimolate da nuove prassi di produzione, di consumo e di cittadinanza.

Questo spiega perché nel 2016 il mercato mondiale del digitale ha continuato a crescere (+2,4% a US 4.560 mld), nonostante le tensioni geopolitiche, le crisi economiche regionali e il rallentamento della ripresa. E spiega anche perché il mercato ICT continuerà a crescere nei prossimi anni sulla spinta del cambiamento innescato dalle componenti più innovative: Cloud Computing, Mobile Business, Internet of Things (IOT), Big Data, Cybersecurity e Social business, cui presto di aggiungeranno Blockchain, Open Data e Cognitive Computing. La rivoluzione in atto va sotto il nome di "Digital Transformation" e chiede alle imprese, alle Amminsitrazioni e alle Istituzioni visione, investimenti e una mentalità nuova e più aperta.

Fig. 4 – Breakdown del mercato digitale per area geografica

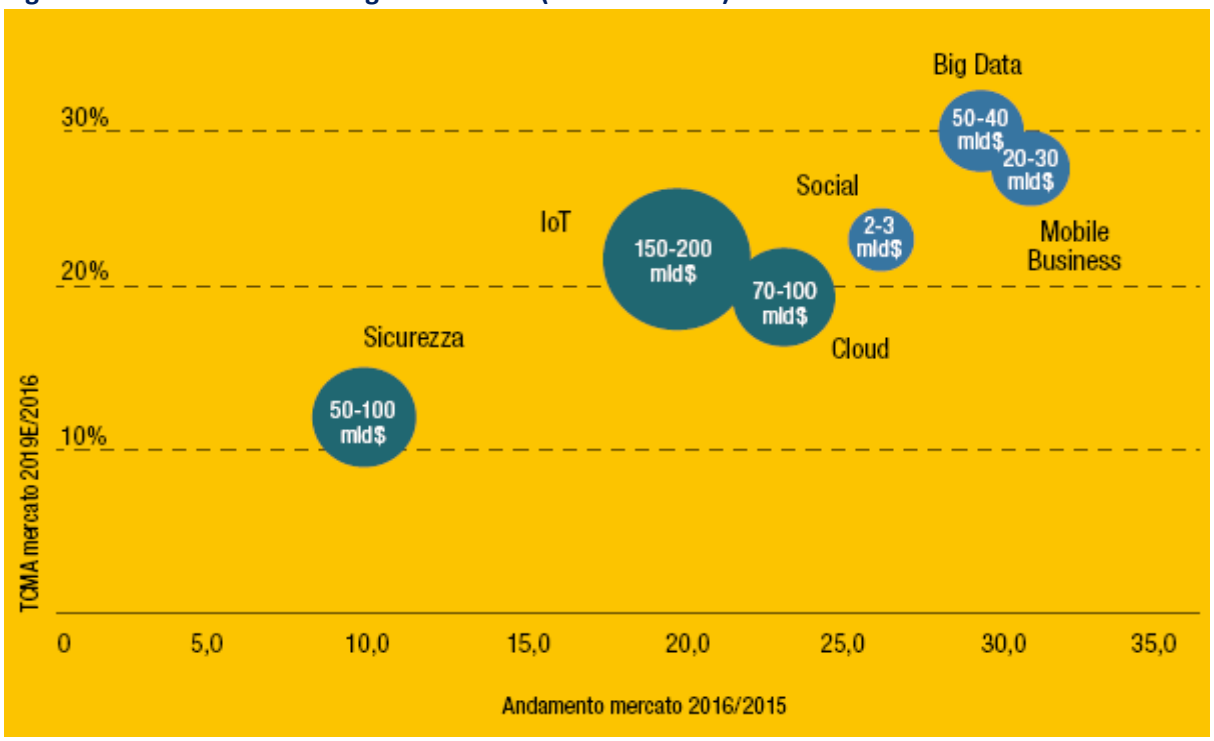


Fonte: Confindustria, Il mercato del digitale in Italia, 2016

I Digital Enabler continuano a essere i pilastri su cui si fonda la crescita degli investimenti tecnologici nelle aziende utenti: sono le leve abilitanti delle strategie e dei progetti di trasformazione digitale in tutti i settori e in tutti i processi.Sono i Digital Enabler a sostenere gli investimenti ICT in tutti i settori.

Il mercato dei Digital Enabler è destinato a mantenere un ritmo di crescita significativo anche nel medio periodo, con caratteristiche e razionali diversi a seconda dei filoni tecnologici presi in considerazione, e comunque con tassi di crescita a doppia cifra anche per i prossimi tre anni. Big Data e soluzioni di Mobile Business continuano a rappresentare le tecnologie che lasciano prevedere le crescite più significative nel periodo 2016-2019F, con tassi attorno al 30% annuo. Entrambi, infatti, costituiscono elementi importanti, su cui le aziende stanno puntando per innovare modelli di vendita e di relazione con il cliente.

Fig. 5 – I trend mondiali dei digital eneabler (Dati in US mld)



Fonte: NetCunsulting Cube, 2017

Il mercato dei Big Data comprende le piattaforme middleware, gli analytics e i servizi correlati (di design, systemintegration e managed service).Queste soluzioni stanno assumendo un ruolo cardine all'interno delle organizzazioni. Le attività di comprensione, gestione e manipolazione di grandi quantità di dati non riguardano più solo le funzioni di marketing e di risk management ma anche le attività più operative.

Nel marketing le analisi di Big Data consentono di indirizzare al meglio prodotti e servizi verso i target più mirati, ottimizzare la customerexperience e migliorare competitività ed efficienza operativa. In forte crescita è anche la tendenza a mettere a fattor comune gli insight derivanti dalle varie divisioni/funzioni a supporto di strategie business complessive e più efficaci. Altri ambiti di adozione delle soluzioni di Big Data riguardano l'area della Cybesecurity e dell'IoT: nel primo caso per l'analisi e la prevenzione delle minacce, attraverso la correlazione di fenomeni,

comportamenti ed eventi. Nel caso dell'IoT, le piattaforme di Big Data abilitano lo sfruttamento del flusso di dati provenienti da un numero crescente di oggetti.

Il MobileBusiness - ovvero servizi in mobilità utilizzati dalle aziende in ambito workplace, ERP CRM SCM e BI, gestione della relazione con i clienti (mobile payment, mobile commerce), mobile device management – rappresenterà anche nei prossimi anni una delle principali aree di investimento delle aziende. Una conseguenza sarà l'esigenza di ridisegnare le architetture aziendali in logica mobile first, per massimizzare la produttività e l'efficienza dei dipendenti, oltre che la userexperience.

Il mercato più consistente dei Digital Enabler è quello dell'IoT, che vale circa US 150-200 mlde continua a crescere a tassi attorno al 20% l'anno. Le tecnologie IoT sono quelle che più abilitano i nuovi modelli di business e l'innovazione dei processi produttivi e di relazione con il cliente.

L'IoT è un ambito vastissimo e molto pervasivo all'interno degli ecosistemi aziendali. La presenza di molti oggetti e sensori che producono e trasmettono dati attraverso tipologie diverse di reti e la loro integrazione su piattaforme Cloud e ICT abilitano profonde innovazioni di prodotto/servizio e processo, spesso interrelate tra loro. Servizi di e-health, telemedicina, wellness, smartmetering e domotica, servizi black-box nel settore assicurativo, servizi ecall/connected car e di guida automatica sono solo alcuni esempi di come le aziende possano utilizzare l'IoT per innovare l'offerta. Energy efficiency, remote maintenance, asset management, security monitoring, servizi di geolocalizzazione e di tracking, sono invece esempi di innovazione di processo. L'adozione dell'insieme di questi processi anche nell'ambito di fabbriche e magazzini, unita all'innovazione di prodotto, sta dando vita al modello Industria 4.0, cui tutte le aziende, soprattutto quelle manifatturiere, stanno guardando con attenzione, anche con il supporto delle iniziative dei governi di tutto il mondo.

Il Cloud, pur avendo rallentato la crescita, continua nel mondo a mostrare tassi di incremento superiori al 20% e si conferma fattore di digitaltransformation, grazie alla scalabilità e flessibilità che è in grado di offrire. Sta ora emergendo un approccio selettivo non solo per le risorse applicative/infrastrutturali da gestire in Cloud, ma anche per i modelli che di volta in volta appaiono più adatti. Si vanno affermando sempre di più le architetture di tipo ibrido, in cui coesistono applicazioni su Cloud pubblico, con altre su Cloud privato e on premise, con la conseguente esigenza di dotarsi di strumenti per gestirle in modo ottimizzato.

Le soluzioni di Sicurezza giocano un ruolo fondamentale in relazione a tutti i Digital Enabler. L'adozione di piattaforme in quest'ambito è in generale guidata non solo dall'esigenza di proteggere l'azienda e le sue risorse da minacce generiche, ma anche e soprattutto dai pericoli derivanti dalla maggiore apertura delle reti e dei sistemi verso un ecosistema più esteso. Pur trattandosi di un mercato maturo, che cresce a ritmi più contenuti (mediamente del 10% l'anno) rispetto a quelli degli altri enabler, esso presenta per alcune componenti tassi di crescita più consistenti. Cybersecurity e gestione delle identità digitali stanno infatti assumendo un peso crescente nei piani di investimento.

Le piattaforme Social Business, pur avendo un mercato di dimensione ancora contenuta, tra i US 2,5 e i 3 mld, stanno diventando cruciali per le aziende, soprattutto per le realtà B2C: concentrano le funzionalità per ridurre le distanze fra imprese e clienti. Attraverso di esse, è possibile ottenere dati preziosi sui clienti (social listening, sentimentanalysis, etc.) per:

- aumentarne la fidelizzazione e migliorare la brand awareness;
- sviluppare campagne promozionali focalizzate a specifici target e monitorabili in real-time;

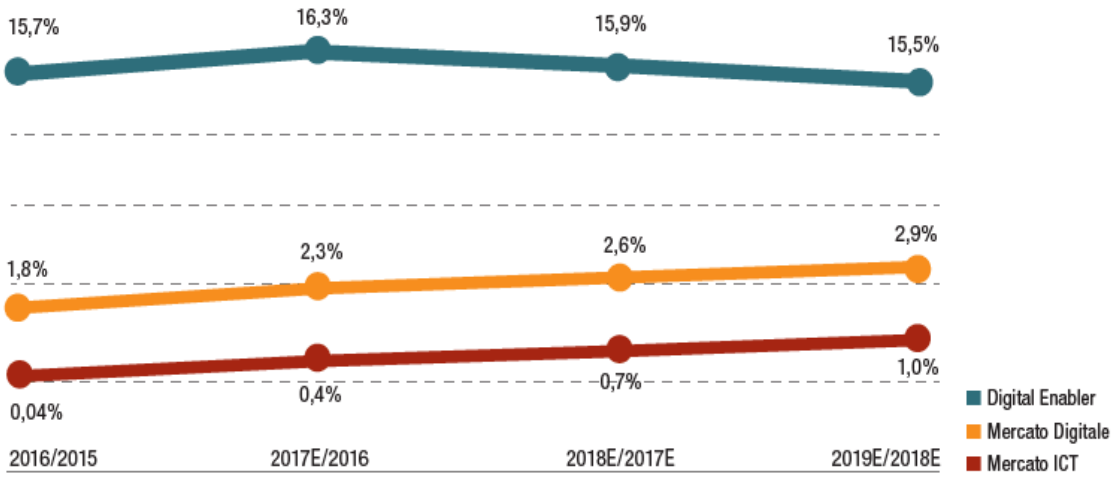
- fornire agli utenti una migliore customerexperience (tempi di risposta veloci, supporto continuo) e ottimizzare la comunicazione con partner e canali distributivi.

Più contenuto, ma comunque in crescita, è l'utilizzo di piattaforme Social volte ad aumentare l'efficacia dei processi interni (Social Intranet, Social HR etc.).

2.2 Il mercato digitale Italiano

Nel 2016 il mercato digitale italiano si è rimesso in moto, crescendo dell'1,8 (ad oltre €66 mld.) e rafforzando un recupero iniziato a fine 2015 dopo anni di cali continui. Le proiezioni per i prossimi anni lasciano intravedere un ulteriore miglioramento nei tassi di crescita: tra il 2017 e il 2018, l'incremento dovrebbe superare in modo significativo il 2% (+2,3% nel 2017 e +2,6% nel 2018) e nel 2019 dovrebbe sfiorare il 3%. È l'effetto di un profondo cambiamento della domanda in tutti i principali settori d'utenza, dal finance all'industria, alla distribuzione alle utilities.

Fig. 6 – I tassi di crescita del mercato digitale in Italia



Fonte: NetCunsulting Cube, 2017

Gli investimenti riconducibili al perimetro ICT tradizionale mostrano un ritmo di crescita molto contenuto, sostanzialmente flat nel 2016 e poco più elevato tra il 2017 e il 2019. Va, tuttavia, sottolineato come – rispetto all'anno precedente – il mercato ICT sia stato caratterizzato da una ripresa variegata, che ha interessato molte componenti hardware e software (principalmente PC laptop e server, piattaforme applicative tradizionali) con ricadute positive sulla domanda di servizi professionali, in primis System Integration e Consulenza. Più in generale, gli investimenti tecnologici sono alimentati dal fermento di iniziative e progetti in cui il digitale guida un ridisegno dei processi trasversale a tutta l'azienda. Ne è prova l'andamento in crescita del mercato complessivamente associato ai Digital Enabler: IoT, Cybersecurity, Cloud, Big Data, piattaforme per la gestione Web e Mobile Business.

L'avvio di progetti riconducibili a ogni singolo paradigma digitale sostiene nella maggioranza dei casi investimenti relativi all'implementazione di altri Digital Enabler, gettando le basi per una crescita strutturale e continuativa del mercato digitale.La componente di Servizi ICT è molto impattata dalla diffusione sempre più pervasiva dei Digital Enabler, anche se l'andamento di questo segmento è frenato dal trend in contrazione delle tariffe professionali. L'adozione di architetture Cloud e la crescente mobilità degli utenti aziendali sta determinando un aumento:

- della domanda di servizi di connettività, di trasmissione dati e di VAS in ambito mobile
- l'avvio di iniziative correlate a Big Data, Social e IoT , che determina a sua volta una crescita della domanda di servizi di implementazione e di gestione di nuovi applicativi;
- la sempre maggiore necessità di proteggere l'azienda e i suoi asset tecnologici e business porta a una crescita di investimenti in Cybersecurity.

La crescita del mercato Software e Soluzioni ICT è particolarmente rilevante nei contesti in cui si adottano soluzioni di Big Data, IoT e Mobile Business che sono, caratterizzati da numerose aree di applicazione a seconda delle attività aziendali considerate e dei settori d'appartenenza delle imprese. Negativo, in termini di dinamica della spesa del segmento, è invece il contributo del cloud. L'affermazione del modello SaaS comporta, infatti, una graduale riduzione della spesa per l'acquisto di licenze, anche se al momento ciò è limitato solo ad alcune specifiche aree applicative.

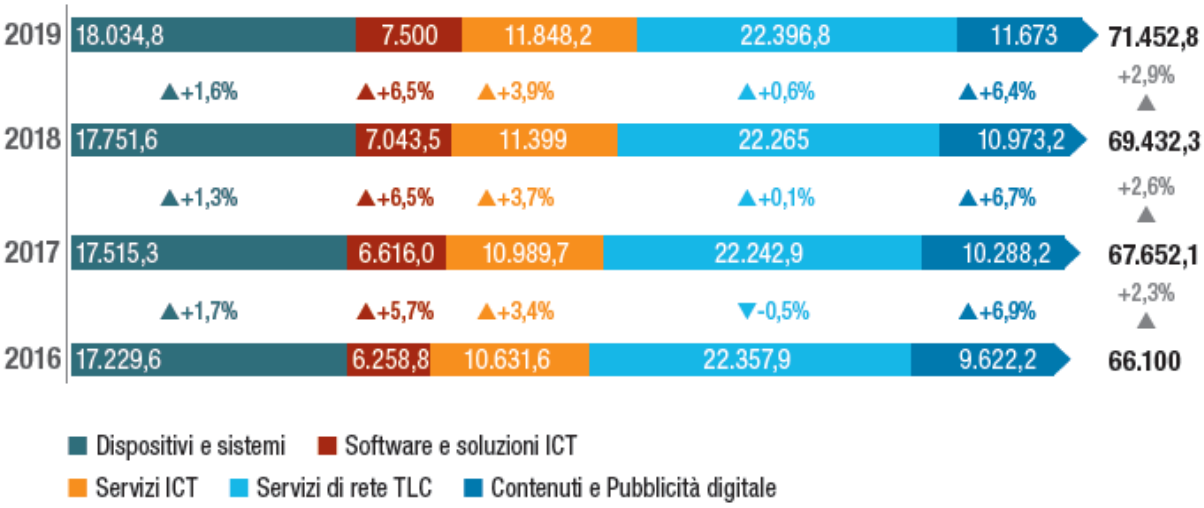
Infine, anche il segmento Dispositivi e Sistemi appare attaccato dall'affermazione del Cloud, sebbene appaia evidente che le architetture Cloud solo in rari casi sostituiranno la totalità delle infrastrutture fisiche delle aziende. Gli impatti sul mercato Dispositivi e Sistemi derivanti dall'adozione degli altri paradigmi sono riconducibili all'aumento della domanda di appliance e sistemi ingegnerizzati (Big Data), sistemi di controllo e servizi di connettività (IoT), device mobili e reti di trasmissione (Mobile Business), next-generation firewall, router firewall, accesspoint (Security).

L'incremento del mercato digitale italiano appare sostenuto dal trend di sviluppo delle componenti Software e Soluzioni ICT, e dei Servizi ICT. Il mercato del Software e delle soluzioni ICT è previsto crescere tra il 2016 e il 2019 a un tasso di crescita medio annuo del 6,2%. Il segmento dei Servizi ICT, il cui incremento medio annuo tra il 2016 e il 2019 risulta pari al 3,7%, beneficia a sua volta della ripresa del mercato del Software e Soluzioni ICT, che ha ricadute positive sul trend sia dei servizi di System Integration che di quelli di Outsourcing, in particolare sulla componente di manutenzione applicativa. Il maggiore incremento è però rilevato in corrispondenza dei servizi di Cloud Computing.

Il mercato dei Dispositivi e Sistemi è previsto crescere a un tasso medio annuo dell'1,5%, in buona ripresa rispetto alle stime dell'anno precedente. A supporto di questo andamento vanno evidenziati i trend dei device mobili - smartphone, laptop e tablet - e della componente infrastrutturale, soprattutto in ambito IoT e reti fisse di telecomunicazioni.

I Servizi di Rete dovrebbero essersi contratti ancora nel 2017 per poi tornare a crescere nel 2018 e chiudere il periodo in esame con un andamento complessivo in lieve incremento (+0,6%), corrispondente ad un tasso di crescita medio annuo dello 0,1%. Il comparto dei Contenuti e Pubblicità digitali, pur continuando a crescere ben oltre la media del mercato (+6,7% è il tasso medio di crescita tra il 2016 e il 2019), inizia a mostrare segnali di maturità che si riflettono nel calo del prezzo di un'ampia gamma di contenuti, soprattutto di quelli che si collocano nel segmento delle news e dell'editoria elettronica.

Fig. 7 – Breakdown del mercato digitale in Italia 2016-2019F



Fonte: NetCunsulting Cube, 2017

2.3 La supplychain

La supplychain è un processo trasversale che attraversa il marketing, le vendite, lo sviluppo del prodotto, la produzione e distribuzione, che tradizionalmente predispongono alte barriere funzionali.

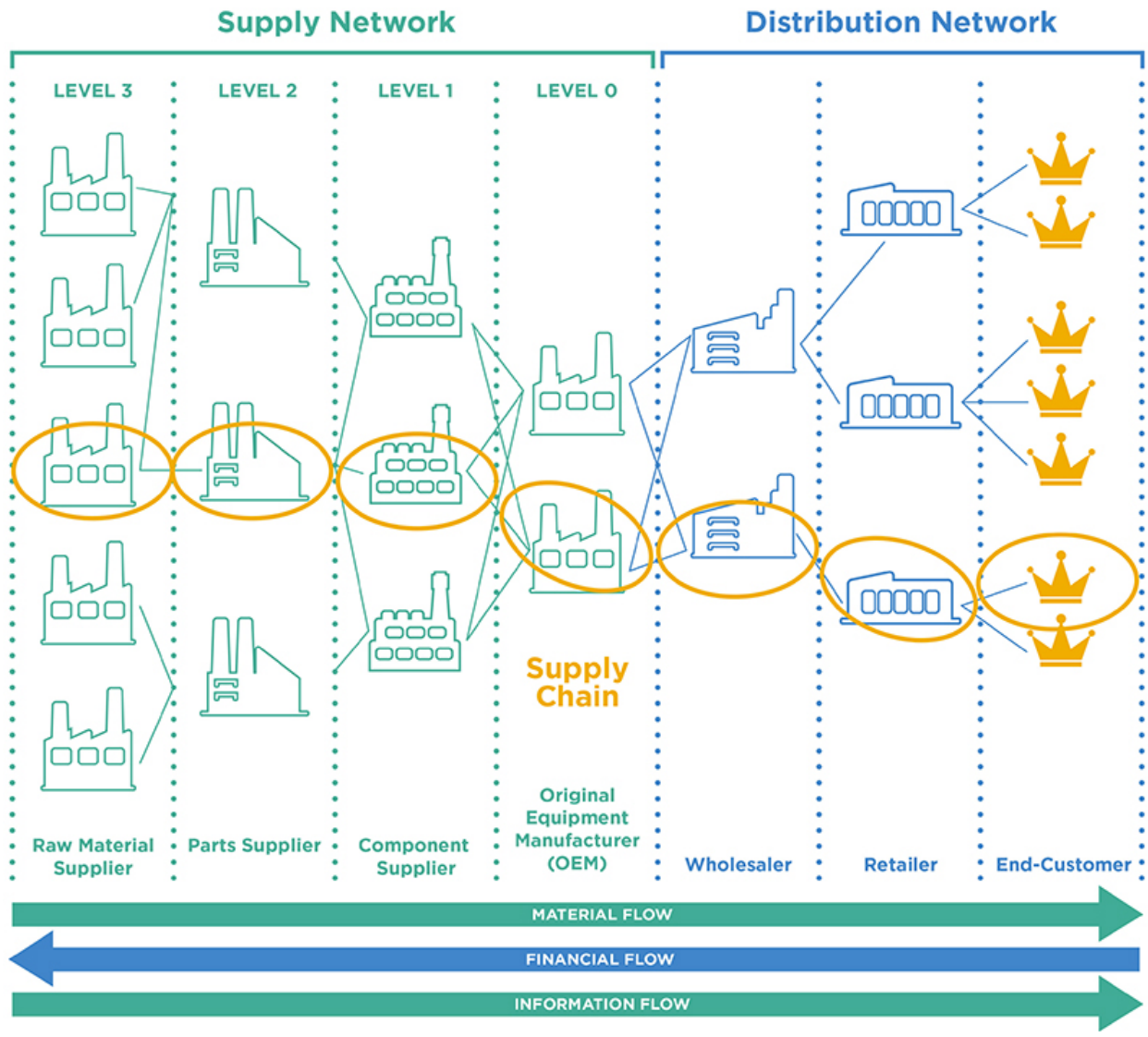
La digitalizzazione della supplychain permette di abbattere queste barriere e di evolvere verso un ecosistema completamente integrato, trasparente per tutti gli attori coinvolti, dai fornitori di materie prime, componenti e parti, alle funzioni interne, ai trasportatori e, infine, ai clienti.

I clienti infatti vogliono disponibilità di prodotti e tempi di consegna sempre più rapidi e puniscono chi non soddisfa le richieste. La supplychain digitale si basa su una serie di processi che consentono modalità di gestione event-driven quali ad esempio:

- Inventario e posizionamento sullo scaffale online per ogni referenza anche durante gli orari di apertura;
- Gestione on line degli stock in entrata e in uscita di tutta la filiera;
- Tracking elettronico dei materiali;
- Identificazione di out-of-stock;
- Pianificazione automatica dei materiali nel corso della giornata.

Tutto ciò consente di adattarsi al mutare delle condizioni e di reagire in tempo reale alle interruzioni nella catena di fornitura e spesso di anticiparle, modellando completamente la rete e creando scenari “what-if”.

Fig. 8 – La supply chain



Fonte: elaborazione Integrae SIM.

Lo sviluppo di questi scenari event-driven permette di cogliere un gran potenziale lungo tutta la catena del valore:

- Maggiore disponibilità di prodotti
- Minori rotture di stock
- Riduzione dell'order to delivery cicle time
- Minori livelli di stock in rete

Riteniamo rilevante l'impatto che la digitalizzazione della supplychain avrà sul settore della logistica e dei servizi, soprattutto se collegata alla tecnologiablockchain.Siamo convinti che l'earlyadoption continuerà con progetti pilota nei prossimi 3-7 anni, mentre fra meno di 10 anni crediamo che ci sarà un'adozione di massa lungo intere filiere produttive.

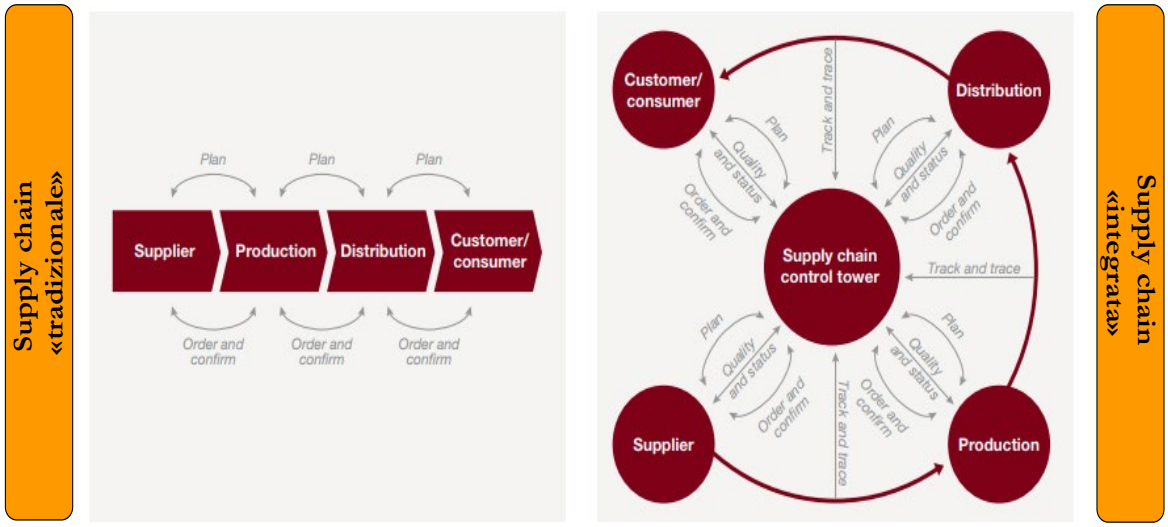
Le tecnologie Blockchainhanno il potenziale di trasformare e rivoluzionare interi settori. In quelli della logistica e dei servizi, in particolare, gli impatti saranno soprattutto a livello di supplychain,

con applicazioni di tracciamento di processi complessi, garanzia delle compliance, e assicurazione dell'origine e della qualità (qualityoriginassurance).

Al momento le applicazioni principali della Blockchain sono nel settore Finance, ma nel lungo termine l'uso delle tecnologie blockchain per le supplychain produttive e logistiche sarà normale e quotidiano. Nel breve termine occorre superare alcune criticità strutturali di scalabilità, flessibilità, confidenzialità dei dati, efficienza, governance, interoperabilità.

E poi è vero che per i suoi stessi concetti di base la blockchain è particolarmente indicata per processi che coinvolgono molte aziende, e quindi anche a quelli di supplychain management. Ma comunque occorre considerare l'estrema complessità delle odierne reti di produzione e fornitura.

Fig. 9– L'evoluzione della supply chain



Fonte: PWC, Industry 4.0 - How digitization makes the supply chain more efficient, agile, and customer-focused

2.4 Il settore delle infrastrutture

Gli investimenti in infrastrutture sono di fondamentale importanza per le economie più avanzate e quelle in fase di sviluppo (strade, elettricità, acqua pulita messa a disposizione di tutti).

Gli investimenti in infrastrutture possono avere un impatto decisamente trasformativo sulla vita dei cittadini e sulle prospettive delle imprese. Nelle economie più mature, tenendo il passo con la domanda e costruendoinfrastrutture nuove e aggiornate, gli investimenti sono parte integrante degli sforzi per sostenere la crescita economica.

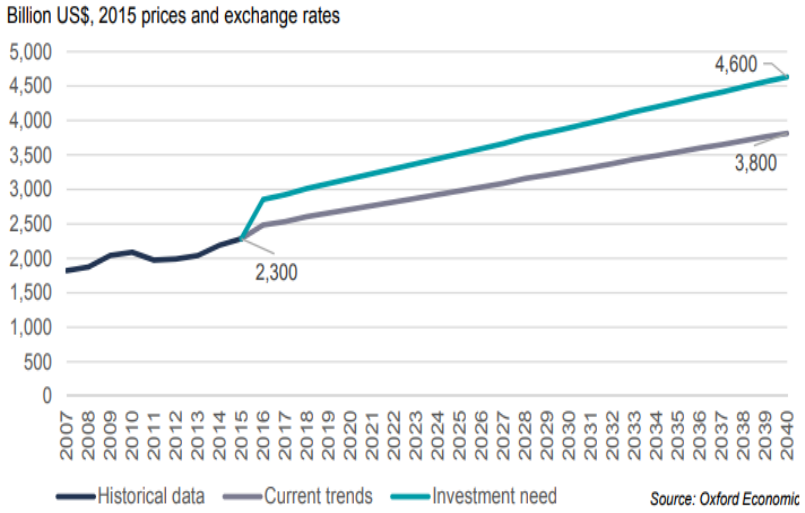
Secondo Oxford Economics (Global Inrastructure Outlook, 2017) gli investimenti infrastrutturali globali saranno pari a circa US 94 trilioni tra il 2016 e il 2010. Per soddisfare questa esigenza di investimento, il mondo dovràaumentare la percentuale del PIL che dedica all'infrastruttura al 3,5%, rispetto ail 3,0 percento previsto secondo le tendenze attuali.

In generale la richiesta di infrastrutture sarà superiore agli investimenti previsti. La capacità di coprire il divario tra l'evoluzione del mercato e la richiesta di investimenti dipenderà, quindi, dalla capacità di crescita del prodotto interno lordo a livello globale.

Le future esigenze di investimento in infrastrutture sono ovviamente collegate al tasso al quale un'economiacresce. Man mano che crescono i redditi e le popolazioni, le imprese richiedono più

energia per sostenere i loro processi produttivi. Parallelamente cresce il fabbisogno di infrastrutture per spostare persone e merci.

Fig. 10 – La spesa in infrastrutture (Dati 2007 – 2040)

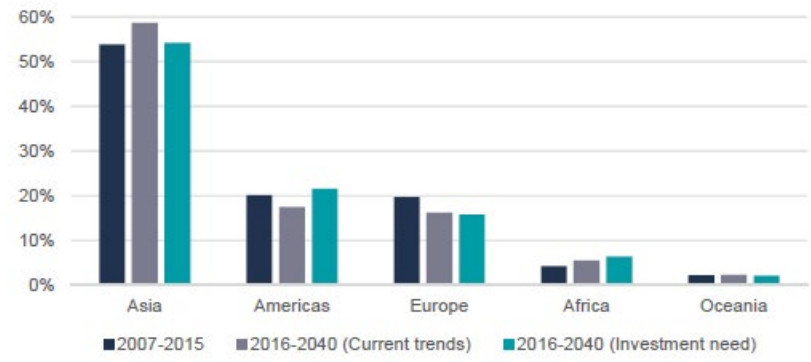


Fonte: Oxford Economics, Global Infrastructure Outlook (2017)

L'ultimo decennio ha visto i tassi di crescita in Asia superare altre regioni del mondo.Le previsioni del PIL (fonte Global Economic Model di Oxford Economics), suggeriscono che ilil tasso di crescita in Asia dovrebbe rallentare leggermente nel periodo fino al 2050, da una media di 5,3% nell'ultimo decennio, a una media del 3,7%. Tuttavia, la regione dovrebbe rappresentare quasi la metà del PIL globale entro il 2040, con ovvie implicazioni per la necessità di investimenti infrastrutturali.

La crescita in Europa dovrebbe aumentare leggermente fino al 2040, ma rimanere più debole dialtre regioni intorno all'1,3% all'anno. Al 4,2% all'anno, l'Africa è previstaraggiungere il tasso di crescita del PIL medio più rapido nei prossimi 25 anni, sebbene rappresenterà solo il 4,6% dell'economia mondiale nel 2040.

Fig. 11 – Breakdown degli inestimenti 2007 – 2040 per regione



Fonte: Oxford Economics, Global Infrastructure Outlook (2017)

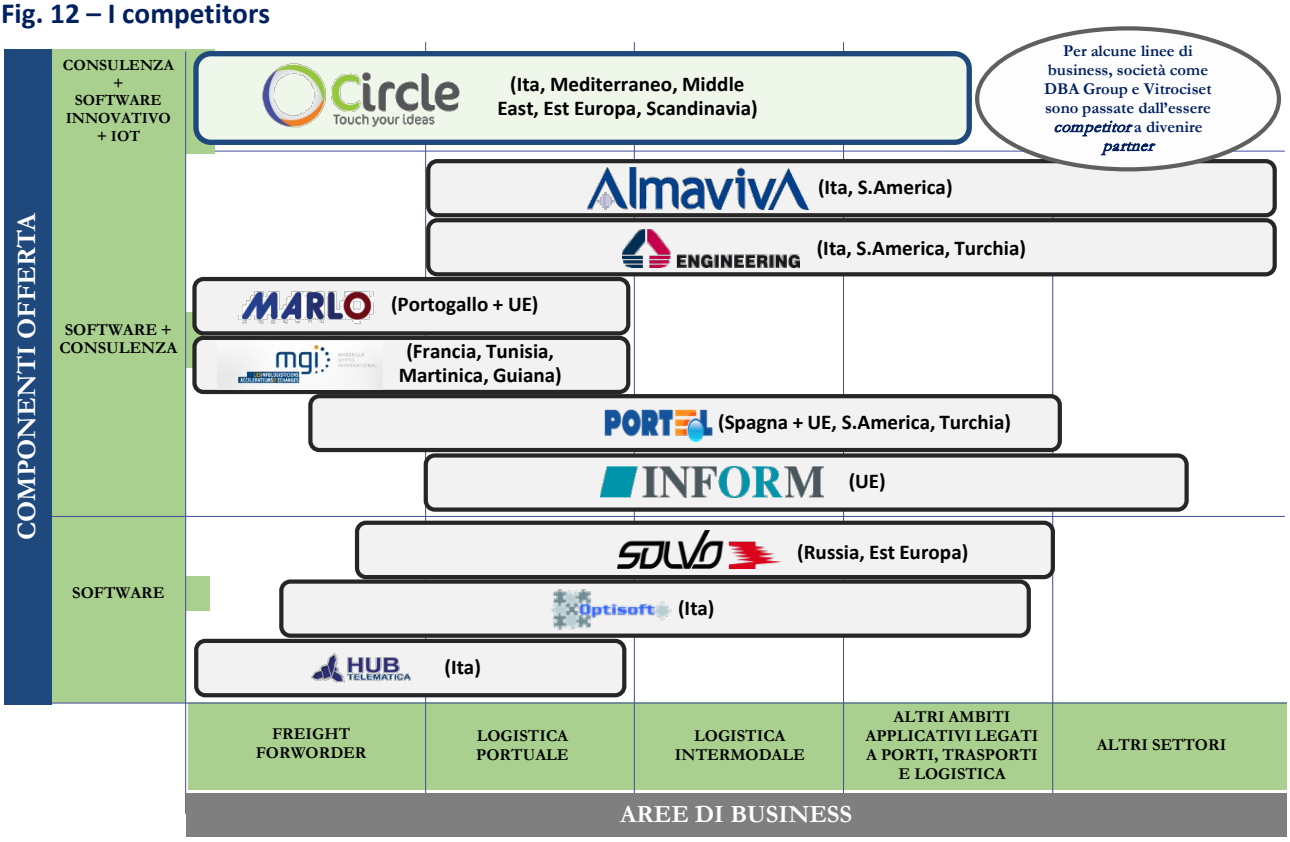
2.5 Il posizionamento competitivo

A differenza dei competitors, Circle è in grado di operare in tutti i comparti del settore. Di seguito i competitors:

- **Almaviva (Italia):** è il partner consolidato delle principali Amministrazioni centrali dello Stato, accompagna i processi di digitalizzazione e di innovazione tecnologica del Paese. Propone al mercato un'offerta completa di servizi IT basata su infrastrutture tecnologiche certificate che permettono di garantire la continuità del servizio, la privacy e la sicurezza dei dati;
- **Engineering (Italia):**è uno degli attori di primaria importanza nel mercato dell'outsourcing e del cloudcomputing.Engineering ha una presenza consolidata su tutti i mercati verticali e opera attraverso 4 business unit (Pubblica Amministrazione e Sanità, Telco& Utilities, Industria e Servizi, Finanza) supportate da centri di competenza trasversali e dalla Direzione Ricerca & Innovazione;
- **Marlo (Norvegia):** è una società specializzata nella consulenza e nel rilascio di soluzioni tecnologiche per la clientela operante nel settore dei trasporti e della logistica (i.e. trasporti portuali e marittimi, soluzioni intermodali e logistica);
- **MGI (Francia):** è un player specializzato nell'offrire soluzioni IT al servizio della logistica nel settore dei trasporti portuali e aeroportuali. Fornisce 4 tipologie di servizi: Soluzioni innovative di intelligenza artificiale per lo sviluppo di Cargo and Port Community systems; audit/consulting (review processi di logistica); project management support; training;
- **Portel (Spagna):** fondata nel 1995, Portel opera nel settore portuale ponendosi come interlocutore unico per il sistema portuale marittimo spagnolo al fine di favorire lo scambio di informazioni tra le parti coinvolte in un operazione di trasporto. La società opera attraverso 3 linee di business: software, Soluzioni IT e consulting;
- **Inform (Germania):** è una società specializzata nella fornitura di soluzioni IT e software per l'ottimizzazione e la gestione avanzata dei processi aziendali sia di produzione sia di pianificazione nell'ambito del processo decisionale. La società opera a livello globale con oltre 600 analisti ed ingegneri al servizio di oltre 1.000 clienti distribuiti su scala globale a cui vengono fornite soluzioni chiavi in mano e con un supporto 24/24 ore e 7/7 giorni;
- **Solvo (Russia):** Solvo è specializzata nel settore della Supply Chain Execution. Il core business è lo sviluppo di software per la gestione della logistica: Warehouse management software (soluzioni personalizzate rivolte a differenti settori per qualsiasi tipo di magazzino) e Terminal operating software per la gestione di terminal container sia marittimi che terrestri;
- **Optisoft (Italia):**Optisoft S.r.l. nasce nel 1994 dall'iniziativa di alcuni liberi professionisti specializzati nello sviluppo di software sistemistico e nella realizzazione di algoritmi di ottimizzazione. I sistemi che Optisoft ha sviluppato e commercializza sono Travel e LimesOS. Optisoft vanta, tra i propri clienti, società di profilo nazionale ed internazionale (i.e. IBM, Almaviva TSF, Gruppo Reply, Dalmine, Selex ES SpA, Marconi Communications, Eli Lilly, Gruppo Maggioli, JMAC, SET), grandi gruppi che richiedono consulenze e competenze in ambiente Internet;
- **Hub Telematica (Italia):**HuB Telematica è una società che si occupa di servizi telematici verticalizzati nel settore dei trasporti e che ha come soci di riferimento l'associazione spedizionieri genovesi, Spediporto e l'Associazione Agenti Marittimi di Genova. HuB è la diretta espressione della comunità degli Spedizionieri e degli Agenti Marittimi del porto di Genova, fondata con lo scopo di diffondere i servizi informatici e telematici nello shipping e nella logistica, a livello locale e nazionale;

- **DBA Group (Italia):** è una società di consulenza tecnologica, specializzata nella connettività delle reti e nelle soluzioni a supporto del ciclo di vita delle infrastrutture. Fondata nel 1991, DBA Group ha sviluppato nel tempo, metodi, esperienze e knowhow nella fornitura di servizi d'Ingegneria e di Project & Construction Management in ambito civile, impiantistico ed infrastrutturale. Dal 2005 ai servizi già offerti ha affiancato quelli di Asset&Lifecycle Management, correlati all'automazione dei processi di gestione del ciclo di vita di opere ed infrastrutture, attraverso lo sviluppo di applicativi e piattaforme software web based;
- **Vitrociset (Italia):** la società progetta, realizza e gestisce sistemi complessi, safe e missioncritical, garantendo i più elevati standard di qualità, sicurezza e affidabilità. L'offerta si rivolge a mercati fortemente competitivi ed estremamente diversificati, dalla difesa alla sicurezza, dalla logistica ai trasporti, fino allo spazio e alle smartcities. I prodotti ed i servizi nascono per rispondere con puntualità anche alle più specifiche esigenze, creando valore per i clienti e garantendo piena compatibilità operativa con sistemi pre-esistenti e di prossima implementazione.

Fig. 12 – I competitors



Fonte: Circle

3. Economics&Financials

Fig. 13 – Economics & Financials (Dati in €/000)

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT	FY2017 A	FY2018 E	FY2019 E	FY2020 E	FY2021 E	F2022 E
Revenues	3.080	4.000	4.900	5.700	6.800	8.200
Other Revenues	972	900	700	900	700	500
VoP	**4.052**	**4.900**	**5.600**	**6.600**	**7.500**	**8.700**
Cost of production	(189)	(310)	(340)	(370)	(380)	(400)
Third parties work	(629)	(700)	(750)	(900)	(1.000)	(1.200)
Use of assets owned by others	(111)	(120)	(130)	(150)	(170)	(190)
Recurrent Depreciation	(9)	(10)	(10)	(12)	(14)	(15)
Employees	(1.748)	(1.900)	(2.300)	(2.500)	(2.800)	(3.200)
Other operating expenses	(402)	(560)	(600)	(800)	(870)	(900)
Total Cost	**(3.087)**	**(3.600)**	**(4.130)**	**(4.732)**	**(5.234)**	**(5.905)**
EBITDA	**965**	**1.300**	**1.470**	**1.868**	**2.266**	**2.795**
EBITDA Margin	**23,8%**	**26,5%**	**26,3%**	**28,3%**	**30,2%**	**32,1%**
D&A	(281)	(260)	(310)	(350)	(400)	(420)
Intangible Amortization	(204)	(238)	(288)	(328)	(378)	(398)
Tangible Amortization	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)
Non Recurrent Depreciation	(59)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
EBIT	**684**	**1.040**	**1.160**	**1.518**	**1.866**	**2.375**
EBIT Margin	**16,9%**	**21,2%**	**20,7%**	**23,0%**	**24,9%**	**27,3%**
Financial Management	(0,1)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)
EBT	**684**	**1.039**	**1.159**	**1.517**	**1.865**	**2.374**
EBT Margin	**16,9%**	**21,2%**	**20,7%**	**23,0%**	**24,9%**	**27,3%**
Taxes	(154)	(260)	(323)	(423)	(520)	(662)
Net Income	**530**	**779**	**836**	**1.094**	**1.345**	**1.712**
Net Income Margin	**13,1%**	**15,9%**	**14,9%**	**16,6%**	**17,9%**	**19,7%**

tax rate=30%

CONSOLIDATED BALANCE SHEET	FY2017 A	FY2018 E	FY2019 E	FY2020 E	FY2021 E	F2022 E
Account receivable	1.232	1.400	1.650	2.000	2.400	2.800
Account payable	(627)	(800)	(900)	(1.000)	(1.200)	(1.400)
Inventories	59	60	60	60	60	60
Operating Working Capital	**664**	**660**	**810**	**1.060**	**1.260**	**1.460**
Other Receivable	410	130	130	130	130	130
Other Payable	(799)	(820)	(840)	(860)	(880)	(900)
Net Working Capital	**275**	**(30)**	**100**	**330**	**510**	**690**
Intangible Asset	780	1.250	1.240	1.100	850	610
Tangible Asset	46	50	50	50	50	50
Financial Asset	15	15	15	15	15	15
Fixed Asset	**842**	**1.315**	**1.305**	**1.165**	**915**	**675**
Gross Capital	**1.117**	**1.285**	**1.405**	**1.495**	**1.425**	**1.365**
Severance Indemnities & Other Provision	(345)	(360)	(370)	(390)	(400)	(400)
NET INVESTED CAPITAL	**772**	**925**	**1.035**	**1.105**	**1.025**	**965**
Cash and Cash Equivalent	(1.597)	(1.700)	(2.426)	(3.450)	(4.874)	(6.646)
Short-Term Payable to Banks	604	0	0	0	0	0
Short-term Net Financial Position	**(992)**	**(1.700)**	**(2.426)**	**(3.450)**	**(4.874)**	**(6.646)**
Medium-Long-Term Payable to Banks	0	0	0	0	0	0
Net Financial Position	**(992)**	**(1.700)**	**(2.426)**	**(3.450)**	**(4.874)**	**(6.646)**
Share Capital	120	165	165	165	165	165
Reserves and Retained Profits	1.114	1.681	2.460	3.296	4.390	5.734
Net Profit	530	779	836	1.094	1.345	1.712
Equity	**1.764**	**2.625**	**3.461**	**4.555**	**5.899**	**7.611**
TOTAL SOURCES	**772**	**925**	**1.035**	**1.105**	**1.025**	**965**

CONSOLIDATED CASH FLOW	FY2017 A	FY2018 E	FY2019 E	FY2020 E	FY2021 E	F2022 E
EBITDA		**1.300,0**	**1.470,0**	**1.868,0**	**2.266,0**	**2.795,0**
Taxes		(259,8)	(323,4)	(423,2)	(520,3)	(662,3)
GROSS CASH FLOW		**1.040,3**	**1.146,6**	**1.444,8**	**1.745,7**	**2.132,7**
Change in receivable		(171,6)	(254,0)	(354,0)	(404,0)	(404,0)
Change in payable		172,8	100,0	100,0	200,0	200,0
Change in inventories		(1,3)	0,0	0,0	0,0	0,0
CHANGE IN OPERATING WORKING CAPITAL		**(0,1)**	**(154,0)**	**(254,0)**	**(204,0)**	**(204,0)**
Other Changes		316,4	30,0	40,0	30,0	20,0
CHANGE IN NET WORKING CAPITAL		**316,3**	**(124,0)**	**(214,0)**	**(174,0)**	**(184,0)**
OPERATING CASH FLOW		**1.357**	**1.023**	**1.231**	**1.572**	**1.949**
Investments		(729,7)	(296,0)	(206,0)	(146,0)	(176,0)
FREE CASH FLOW FROM OPERATIONS (FCFO)		**627**	**727**	**1.025**	**1.426**	**1.773**
Financial Management		(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)
Change in ML Term Debt		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Change in Equity		82,4	0,0	0,0	0,0	0,0
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)		**708**	**726**	**1.024**	**1.425**	**1.772**

Fonte: Circle e stime Integrae SIM. Il 2018 è pro-forma

3.1 2018E

Le nostre stime indicano che, nel corso del 2018, il valore della produzione aumenta del 21% YoY a € 4,9 mln. La crescita è per lo più riconducibile al contributo positivo del software di punta Milos e alle risposte positive da parte del mercato a seguito dell'IPO. Coerentemente con il piano di investimenti approvato in tale sede, sono stati infatti rilasciati nuovi moduli del software in questione, con focus sulle componenti ferroviarie, internazionali, doganali e di sfruttamento dell'IoT.

L'Ebitdacresce del 35% YoY e raggiunge €1,3 mln. Grazie alla riduzione dei costi di G&A, l'Ebitdamargin cresce al 26,5%. Nonostante la crescita degli ammortamenti immateriali, l'Ebit continua a crescere del 52% YoYa più di € 1 mln (Ebitmargin al 21,2% contro il 16,9% del 2017). Dopo aver pagato imposte per €0,26 mln (tax rate medio pari al 25% circa) l'utile netto cresce del 21,7% YoY a €0,78 mln.

Per quanto riguarda lo stato patrimoniale, notiamo come il capitale circolante commerciale, resti più o meno costante, passando da €0,664 mln a €0,660 mln. Le disponibilità liquide sono pari a € 1,7 mln.

Negli ultimi tre anni la Società presenta un'importante crescita dell'Operating Cash Flow,a circa €1,36 mln nel 2018.Pur con una maggiore profittabilità operativa, la dinamica del circolante ha assorbito risorse nell'ultimo biennio, mentre nel 2018 ne ha generate per un valore di € 0,316 mln.

Dopo investimenti per circa € 0,73mln, il free cash flow operativo del 2018 ammonta a € 0,627mln.

3.2 Le stime per il 2018-2022E

Stimiamo un CAGR 2018-22F del valore della produzione del 15%, grazie soprattutto alla crescita dei ricavi core (innovative &supplychain), che a fine piano, risulteranno in aumento del 67%. In particolare, evidenziamo l'ottenimento di un tender per il piano "MoSImplementation Plan 2019-2022" per le Autostrade del Sole, a fianco della Commissione Europea, al fine di idntificare le aree prioritarie e organizzare e gestire i relativi forum, seminari ed eventi. Grazie alla contenuta dinamica dei costi fissi, stimiamo un CAGR dell'Ebitda del 21% e dell'Ebit del 23%. L'Ebitdamargin e l'Ebitmargin ci aspettiamo che raggiungano nel 2022F rispettivamente il 32,1%(dal 26,5% del 2018) e il 27,3% (dal 21,2% del 2018).

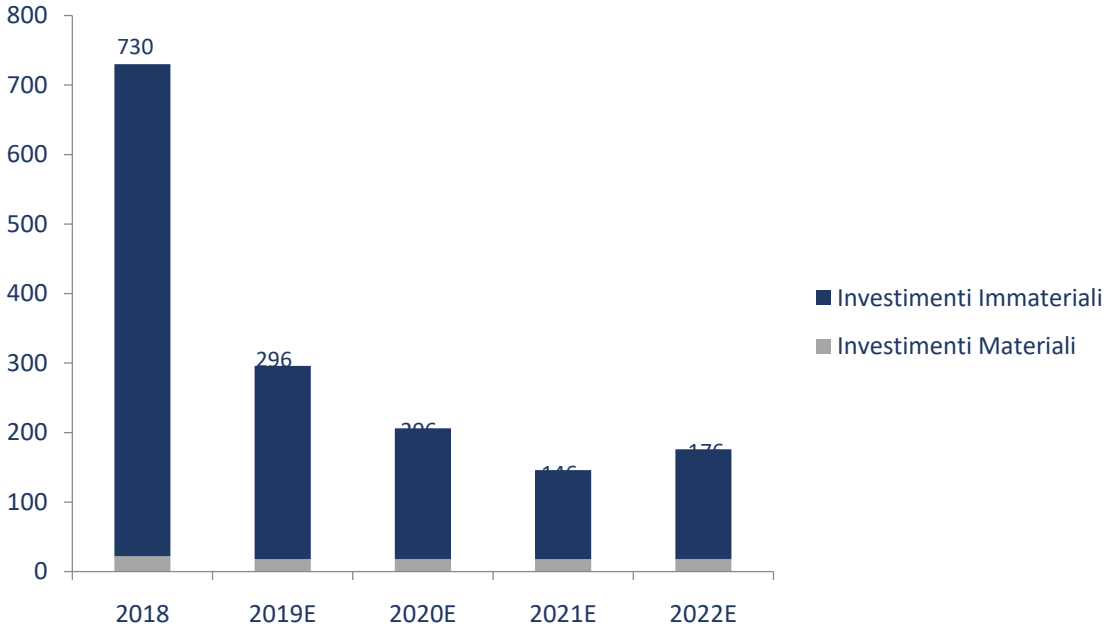
L'utile netto dovrebbe crescere ad un CAGR del 22% e raggiungere nel 2022F €1,7 mln (da €0,78 mln del 2018).

La PFN evidenzia a fine 2018 cassa per circa € 1,7 mln. Stimiamo che a fine piano possa raggiungere € 6,6mln. Per quanto riguarda il cash flow, stimiamo chela 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.

Gli investimenti immateriali del periodoriteniamo vengano indirizzati:

- allo sviluppo e all'ulteriore rafforzamento del portafoglio dei i prodotti, così come allo sviluppo dell'attività commerciale sulla clientela sinergica e allo sviluppo di tutte le opportunità derivanti dai progetti europei;
- all'ulteriore sviluppo dei sistemi informativi;
- all'internazionalizzazione, ovvero al potenziamento dei mercati esteri attraverso risorse dedicate e allo sviluppo di sinergie con partener industriali e verticali.

Fig. 14 – Gli investimenti



Fonte: stime Integrae SIM.

La cassa generata dalla società supera di gran lunga gli investimenti previsti (€5,5 mln di cassa contro €1,55 mln di investimenti). Riteniamo quindi possibile che nei prossimi anni la crescita di Circle possa avvenire anche per linee esterne, aspetto per cui la società sta lavorando per mezzo di una notevole attività di scouting sul mercato mediterraneo.

4. La valutazione

4.1 I modelli adottati

Abbiamo condotto la valutazione dell'equityrangedi Circlesulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

4.2 Il modello DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equityvalue di una società sono, come noto, funzione delle stime. Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a loro volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business.

Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che gli altri due modelli non sarebbero in grado di approssimare.

Abbiamo assunto i parametri della tabella precedente sulla base delle seguenti assumptions:

- ilrisk free rate è il rendimento medio lordo Rendistato (Banca d'Italia);
- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari all'8,4%;
- Il Beta unlevered è stato determinato sulla base del Beta medio a 5 anni relativo allo stesso campione di titoli comparabili usato per la determinazione dell'equityvalue con la metodologia dei multipli, pari a 0,66x. Precisiamo che la scelta del periodo temporale e la frequenza delle osservazioni (settimanali) è stata scelta in funzione della massimizzazione della significatività della regressione lineare, espressa dal parametro R2. Il Beta unlevered risultante dalla regressione lineare (0,66x) è stato corretto sulla base della seguente formula: Beta Adjusted = 0,66*0,67+1*0,33 (Vedi E.J. Elton, M.J. Gruber, S.J. Brown, W.N. Goetzmann – Modern Portfolio Theory and Investment Analysis – John Wiley&Sons, 2009), e in seguitolevereggiato,risultando così pari 0.96x;
- il tasso di crescita "g" utilizzato per il calcolo del Terminal Value è conservativamente posto uguale all'1%;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small caprisk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari, Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in InvestmentValuation, Tools and Techniques for Determining the Value of AnyAssets, III edizione 2012, Guatri, Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);

Con le nostre stime ed assumptions di cui sopra, ne risulta un WACC del 9,23%.

Di seguito i dati di input:

Fig. 15 – I dati di input

Wacc calculation	
Risk Free Rate	2,58%
Market Premium	7,27%
Tax Rate (Ires + IRAP)	27,90%
Beta Unlevered	0,70
Beta Adjusted	0,91
D/E (average)	33,33%
Beta Relevered	0,87
Ke	11,71%
Kd	2,50%
Wacc	**9,23%**

Fonte: Stime Integrae SIM

Fig. 16 – I dati di output

FCFO actualized	*3.245*
TV actualized DCF	*8.710*
Enterprise Value	***11.954***
NFP (2018F)	*(1.700)*
Equity Value	***13.654***

Fonte: stime Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equityvaluedi €13,65 mln.**

Fig. 17 – Sensitivity analysis (dati in €/mln)

		WACC						
		7,7%	**8,2%**	**8,7%**	**9,2%**	**9,7%**	**10,2%**	**10,7%**
	2,5%	19,83	18,19	16,83	15,67	14,67	13,81	13,05
	2,0%	18,53	17,13	15,94	14,92	14,04	13,26	12,58
	1,5%	17,44	16,22	15,18	14,27	13,48	12,78	12,16
TV	**1,0%**	16,51	15,44	14,52	13,71	12,99	12,35	11,79
	0,5%	15,72	14,77	13,94	13,20	12,55	11,97	11,45
	0,0%	15,02	14,17	13,42	12,75	12,16	11,62	11,14
	-0,5%	14,41	13,64	12,96	12,35	11,80	11,31	10,86

Fonte: Stime Integrae SIM

4.3 I multipli

Il nostro campione è formato da società operanti nello stesso settore di Circle, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste le società con i multipli per il periodo 2019-21F (Fonte: Infinancials), le stesse utilizzate per il calcolo del Beta.

Fig. 18 – Comparables – Forecast multiples

	EV/EBITDA				EV/EBIT			
	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020	2021
CAD IT S.p.A.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Exprivia SpA	6,5	5,7	5,3	N/A	12,6	9,9	8,8	N/A
Capgemini SE	8,7	8,1	7,6	7,7	10,3	9,5	8,9	8,7
Reply S.p.A.	12,8	11,3	10,0	9,0	13,9	12,2	11,0	10,1
Computacenter Plc	6,5	6,0	5,8	5,3	8,3	7,6	7,1	7,0
Indra Sistemas, S.A.	6,9	6,3	6,0	5,8	9,9	8,6	8,0	7,4
Be Think, Solve, Execute S.p.A.	6,5	5,8	5,5	N/A	9,8	8,4	7,9	N/A
Generix Group France SA	11,1	8,8	N/A	N/A	20,4	13,6	N/A	N/A
PITECO SpA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PSI Software AG	10,8	9,5	8,8	N/A	13,9	12,0	10,9	N/A
DBA Group S.p.A.	4,2	3,4	2,7	N/A	7,6	5,5	3,8	N/A
Peer median	**6,9**	**6,3**	**5,9**	**6,7**	**10,3**	**9,5**	**8,4**	**8,0**

Fonte: StimeIntegrae SIM

Fig. 19 – Valutazione con metodo comparativo

Dati in €/000	2018E	2019E	2020E	2021E
Ebitda	**1.300**	**1.470**	**1.868**	**2.266**
Ebit	**1.040**	**1.160**	**1.518**	**1.866**
NFP (2018E)	**- 1.700**	**- 2.426**	**- 3.450**	**- 4.874**

Market Multiples	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
EV/EBITDA	6,9x	6,3x	5,9x	6,7x
EV/EBIT	10,3x	9,5x	8,4x	8,0x

Enterprise Value (EV)	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
EV/EBITDA	8.905	9.320	10.975	15.216
EV/EBIT	10.743	11.032	12.751	15.003

Equity Value	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
EV/EBITDA	10.605	11.746	14.425	20.090
EV/EBIT	12.443	13.458	16.201	19.877

Equity Value post discount	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**2021E**	
EV/EBITDA	7.954	8.809	10.818	15.068	
EV/EBIT	9.332	10.093	12.151	14.907	
Media	**8.643**	**9.451**	**11.485**	**14.988**	**11.974**

L'equityvalue medio calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di € 15,9mln. A questo,abbiamo applicato uno sconto del 25%, raggiungendo un **valore di circa € 12 mln.**

Il giudizio sulla ragionevolezza dello sconto è stato calcolato con riguardo alla minore liquidità rispetto ai comparables che presumibilmente caratterizzerà il titolo post quotazione. A tale riguardo si è tenuto conto anche dello studio condotto da W.L. Silber (Discount on restricted stock: the impact of liquidity on stock prices in Financial Analysis Journal, vol. 47, 1997, pp 60-64, più recentemente confermato da J.D. Finnerty, the impact of transfer restriction on stock prices, Workingpaper, Analysis Group/Economics, Cambridge, Ottobre 2002, che ha individuato uno sconto medio variabile tra il 15% e il 25% per titoli con capitalizzazione tra US 0,3 e US 1 bn). Lo sconto di liquidità, diversamente dalla sconto di minoranza, non necessariamente è incorporato nelle quotazioni di mercato (T. Onesti, Sconti di minoranza e sconti di liquidità, Cedam, 2001). Il maggiore sconto (pari al 40%) applicato, deriva dalle ridotte dimensioni della società rispetto ai comparables indicati.

Si ritiene opportuno sottolineare che tale studio, che ha trovato grande applicazione negli Stati Uniti, è stato recentemente richiamato anche dalla scienza aziendalistica italiana quale strumento per la valutazione dello sconto per "lack of marketability" per i titoli quotati caratterizzati da contenuti volumi di scambi, tali da renderne meno efficiente la formazione del prezzo (c.d. titoli sottili) (Cfr. Landa, Zacchini, Onesti, La valutazione della Aziende, Giappichelli 2013, p.531 e ss.gg.).

Pertanto il range di valutazione di Circle risulta pari a €13,04 –13, 32€mln.

Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999

Analyst/s certification

The analysts who have produced the following analyses hereby 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 them) 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 BorsaItaliana 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 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 SpAshall 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). 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 on the risk associated with 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	LowRisk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 22.5%	ETR >= 25%	ETR >= 30%
HOLD	-20% < ETR < 22,5%	-20% < ETR < 25%	-15% < ETR < 30%
SELL	ETR <= -25%	ETR <= -20%	ETR <= -15%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock NotRated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for evaluating 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 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 directly, of this document is prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

On the Integrae SIM website you can find the archive of the last 12 months regarding 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.