

Data produzione: 4 Ottobre 2021 - h 18.30

Data pubblicazione: 5 Ottobre 2021 - h 7.00

CIRCLE	Italy	FTSE AIM Italia	Engineering
Rating: BUY (inv)	Target Price: Euro 5,1 (da €4,3)		Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-1.54%	17.07%	30.61%	35.69%
to FTSE AIM Italia	3.14%	8.78%	4.87%	-28.13%
to FTSE STAR Italia	5.87%	13.08%	12.26%	-12.91%
to FTSE All-Share	0.73%	16.18%	26.95%	2.46%
to FTSE Small Cap Italy	2.89%	13.39%	15.84%	-17.40%

Stock Data

Price	€ 3.84
Target price	€ 5.10
Upside/(Downside) potential	32.8%
Bloomberg Code	CIRC IM EQUITY
Market Cap (€mln)	15.5
EV (€mln)	14.8
Free Float	20.24%
Share Outstanding	4,026,495
52-week high	€ 4.40
52-week low	€ 2.60
Average daily volumes (1m)	45,500

Key Financials (€ mln)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Value of Production	7.5	8.5	11.0	13.9
EBITDA	0.7	1.3	2.1	2.9
EBIT	0.0	0.6	1.2	1.9
Net Profit	0.0	0.5	0.8	1.3
EPS (€)	0.01	0.12	0.20	0.33
EBITDA margin	8.9%	15.1%	19.1%	21.1%
EBIT margin	0.5%	7.0%	11.0%	13.7%

Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	22.4	11.6	7.1	5.1
EV/EBIT (x)	371.1	24.9	12.2	7.8
P/E (x)	594.7	32.4	18.8	11.6

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H21 Results

I risultati del 1H21 sono positivi ed in grado di supportare le nostre stime per il FY21. Le performance appaiono ancora più significative se lette alla luce della pandemia mondiale che, di fatto, ha rallentato lo scambio internazionale di merci anche nel 1H21. Il valore della produzione è cresciuto del 31% YoY a € 4,2 mln (€ 3,2 mln nel 1H20), grazie anche alle azioni di costante implementazione delle sinergie generate con le Società controllate Info.era e Progetto Adele. Grazie alla continua ricerca di efficienza, l'Ebitda è cresciuto più che proporzionalmente rispetto al fatturato: 85% YoY a € 0,74 mln (da € 0,4 mln del 1H20). La PFN attiva (cassa) è pari a € 2,3 mln (cassa per € 0,6 mln al 31 dicembre 2020) dopo aver sostenuto investimenti sull'evoluzione prodotti nonché per attività di M&A per € 0,45 mln, grazie anche all'aumento di capitale del 27/5 u.s.

2021-24E forecasts

A seguito degli eventi post chiusura del 1H21 abbiamo effettuato un upgrade delle nostre stime per il 2023-24E, mentre abbiamo lasciato invariate quelle per il 2021-22E. Le nostre stime prevedono un CAGR 2020-24E della value of production del 19,6%. Grazie all'ottimizzazione della struttura, crediamo che la performance dell'Ebitda possa essere decisamente superiore (53,3%) con l'Ebitda margin al 23,9% nel 2024E (dall'8,9% del 2020A). Siamo convinti che i maggiori investimenti immateriali sostenuti negli ultimi due anni e l'accordo con Magellan, saranno in grado di sostenere la crescita e consentire di raggiungere gli obiettivi del piano. Allo stato attuale il nostro modello non riflette nessuna assumption in merito ad eventuali e ulteriori operazioni di M&A.

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 € 21,6 mln. La media aritmetica tra il metodo DCF e il metodo di valutazione dei multipli è pari a € 20,4 mln. **Valutazione: target price a € 5,1 (da € 4,3 rettificato per il numero di azioni post aumento di capitale) per azione, rating buy e rischio medio, invariati.**

1. Economics & Financials

Fig. 1 – Economics and Financials

INCOME STATEMENT (€/000)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	4,349	5,422	6,400	8,150	10,700	11,984
Other Revenues	1,733	2,042	2,100	2,850	3,200	3,300
Value of Production	6,082	7,464	8,500	11,000	13,900	15,284
COGS	525	433	493	638	790	852
Services	1000	1300	1476	1853	2294	2447
Use of asset owned by others	791	1545	1671	2098	2598	2743
Recurrent depreciation	4	0	0	0	0	0
Employees	2429	3410	3456	4160	5098	5382
Other Operating Expenses	125	114	123	152	190	204
EBITDA	1,208	662	1,280	2,100	2,929	3,656
<i>EBITDA Margin</i>	<i>19.9%</i>	<i>8.9%</i>	<i>15.1%</i>	<i>19.1%</i>	<i>21.1%</i>	<i>23.9%</i>
EBITDA adjusted	1,500	1,300	1,280	2,100	2,929	3,656
<i>EBITDA margin adjusted</i>	<i>24.7%</i>	<i>17.4%</i>	<i>15.1%</i>	<i>19.1%</i>	<i>21.1%</i>	<i>23.9%</i>
D&A	607	622	684	885	1018	1351
EBIT	601	40	596	1,214	1,911	2,305
<i>EBIT Margin</i>	<i>9.9%</i>	<i>0.5%</i>	<i>7.0%</i>	<i>11.0%</i>	<i>13.7%</i>	<i>15.1%</i>
EBIT adjusted	900	650	596	1,214	1,911	2,305
<i>EBIT margin adjusted</i>	<i>14.8%</i>	<i>8.7%</i>	<i>7.0%</i>	<i>11.0%</i>	<i>13.7%</i>	<i>15.1%</i>
Financial Management	1	(13)	0	0	0	0
EBT	602	27	596	1,214	1,911	2,305
Third parties	0	0	100	150	160	200
Taxes	111	1	19	243	420	507
Net Income	491	26	477	821	1,330	1,598

BALANCE SHEET (€/000)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Asset	2,668	2,870	2,066	2,110	2,115	2,120
Account Receivable	2,843	2,239	2,590	3,133	3,702	4,022
Inventories	25	69	35	51	65	65
Account Payable	1,042	1,347	1,496	1,886	2,335	2,483
Operating Working Capital	1,826	961	1,129	1,299	1,432	1,605
Other asset	1,476	2,064	2,250	1,900	2,050	2,220
Other liabilities	1,196	1,302	1,850	1,950	2,000	2,250
Net Working Capital	2,106	1,723	1,529	1,249	1,482	1,575
Severance Indemnities & Other Provisio	678	779	850	950	1,000	1,000
NET INVESTED CAPITAL	4,096	3,814	2,745	2,409	2,597	2,695
Share Capital	233	233	270	270	270	270
Reserves	3,709	4,172	4,198	4,675	5,496	6,827
Net Income	491	26	477	821	1,330	1,598
Equity	4,433	4,431	4,945	5,767	7,097	8,695
Cash & Cash Equivalents	1,000	617	2,200	3,358	4,500	6,000
Short-Term Payable	663	0	0	0	0	0
M/L Term Payable	0	0	0	0	0	0
Net Financial Position	(337)	(617)	(2200)	(3358)	(4500)	(6000)
SOURCES	4,096	3,814	2,745	2,409	2,597	2,695

CASH FLOW (€/000)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT	601	40	596	1,214	1,911	2,305
Taxes	111	1	19	243	420	507
NOPAT	490	39	577	971	1,490	1,798
D&A	607	622	684	885	1,018	1,351
Change in receivable	(1354)	604	(351)	(543)	(569)	(320)
Change in inventories	27	(44)	34	(16)	(14)	0
Change in payable	84	305	149	390	449	147
Change in others	(164)	(482)	362	450	(100)	80
<i>Change in NWC</i>	<i>(1407)</i>	<i>383</i>	<i>194</i>	<i>280</i>	<i>(233)</i>	<i>(93)</i>
Change in provisions	360	101	71	100	50	0
OPERATING CASH FLOW	50	1145	1526	2237	2325	3056
Capex	(1791)	(824)	120	(929)	(1023)	(1356)
FREE CASH FLOW	(1741)	321	1646	1308	1302	1701
Financial Management	1	(13)	0	0	0	0
Change in Debt to Bank	662	(663)	0	0	0	0
Change in Equity	(19)	(28)	37	0	0	0
FREE CASH FLOW TO EQUITY	-1,097	-383	1,683	1,308	1,302	1,701

Source: Circle and Integrae SIM estimates. Nel 2021 la parte Portoghese di Magellan è stata consolidata per 7 mesi

1.1 1H21 Results

I risultati del 1H21 sono positivi ed in grado di supportare le nostre stime per il FY21. Le performance appaiono ancora più significative se lette alla luce della pandemia mondiale che, di fatto, ha rallentato lo scambio internazionale di merci anche nel 1H21.

Il valore della produzione è cresciuto del 31% YoY a € 4,2 mln (€ 3,2 mln nel 1H20), grazie anche alle azioni di costante implementazione delle sinergie generate con le Società controllate Info.era e Progetto Adele. Queste, oltre a portare ad ottimizzazioni interne, hanno consentito una crescita del 72% della fornitura di prodotti proprietari Milos® e del 57% in generale di Milos®, MasterSped® e MasterT rade® in modalità PPU. Anche il 1H21 ha visto quindi ulteriormente consolidarsi sinergie di volumi delle tre operazioni di M&A maturate nell'acquisizione del 51% di Info.era, del 100% di Progetto Adele, consolidata dal 1 agosto 2019, della salita al 51% in Log@Sea da luglio 2020.

E' inoltre continuata la crescita più che proporzionale e strategica dei ricavi da framework proprietari e in particolare si riscontra una crescita del 72% per quanto riguarda le suite MILOS®.

Oltre alla componente delle licenze e della manutenzione correlata, anche nell'anno 2021 è proseguita la proposizione in maniera importante e significativa di tutte le piattaforme proprietarie in modalità SaaS (Software As A Service) erogata in piattaforma cloud. Tale modalità comporta l'investimento per l'implementazione di nuove funzionalità e moduli dalla valenza evidentemente pluriennale, che quindi vengono ad essere capitalizzati come investimenti immateriali, e la fatturazione poi di canoni mensili a fronte di contratti pluriennali (normalmente a 5 anni almeno).

Sempre più consolidata la presenza internazionale del Gruppo: i progetti internazionali continuano a crescere, rappresentando ormai oltre il 35% del valore della produzione di Circle, considerando i progetti esteri, quelli europei (e le aziende appartenenti a gruppi internazionali, con sedi anche in Italia, ma per progetti non italiani). Nel 2021 sta continuando anche l'attività di proposizione sul mercato internazionale delle soluzioni derivanti dalle acquisizioni di Info era e Progetto Adele.

Nel corso dell'anno sarà inoltre pienamente visibile l'apporto dell'acquisita Magellan Circle il cui fatturato è strutturalmente e totalmente internazionale.

Grazie alla continua ricerca di efficienza, l'Ebitda è cresciuto più che proporzionalmente rispetto al fatturato: 85% YoY a € 0,74 mln (da € 0,4 mln del 1H20).

La PFN attiva (cassa) è pari a € 2,3 mln (cassa per € 0,6 mln al 31 dicembre 2020) dopo aver sostenuto investimenti sull'evoluzione prodotti nonché per attività di M&A per € 0,45 mln. Al forte miglioramento della Posizione Finanziaria Netta hanno contribuito anche i proventi dell'aumento di capitale riservato a investitori qualificati italiani e istituzionali esteri deliberato dall'Assemblea in data 27 maggio 2021.

Gli investimenti al 1H21 sono ammontati a circa € 0,25 mln (€ 0,4 mln nel corso del 2020) per la parte immateriale e hanno riguardato principalmente l'evoluzione dei servizi offerti dalle suite Milos® TOS, MTO, all'evoluzione di MasterSped® e allo sviluppo dei nuovi servizi federativi innovativi lanciati nel 2020 da Circle Group, tra cui vanno ricordati quelli relativi alla smaterializzazione delle procedure di security e doganali, nonché quelli intermodali sempre più strategici in un periodo di riduzione della pandemia.

1.2 Dopo la chiusura del 1H21...

L'intenso lavoro del management rivolto allo sviluppo dell'attività e alla efficienza operativa, è proseguito anche nel corso del 2H21. In particolare:

- **l'aggiudicazione, insieme a RINA Consulting S.p.A., del Bando di gara lanciato dalla Commissione Europea nel 2020 per supportare la DG MOVE nell'implementazione del Regolamento (UE) 202 0/1056 relativo alle informazioni elettroniche sul trasporto merci (eFTI) eFTI).** Per Circle, il valore del contratto è di circa € 0,21 mln;
- **In data 28 luglio, è stata annunciata la partecipazione di Circle a "Efficacity",** progetto del Programma Operativo Regionale (POR) 2014-2020 cofinanziato dal Fondo Europeo di Sviluppo Regionale (FESR) il cui obiettivo è migliorare la raccolta porta a porta dei rifiuti ingombranti, agevolando il loro recupero grazie allo sviluppo di un software che ne permetta la catalogazione. Capofila del progetto è AMIU Genova con ALGOWATT S.p.A;
- **In data 8 agosto Circle ha reso noto che, attraverso la controllata Magellan Circle, sarà tra i membri del consorzio internazionale del progetto "PIONEERS",** finalizzato a ridurre le emissioni di GHG nei porti e aggiudicatario € 25 mln di finanziamento nell'ambito del programma europeo Green Deal Horizon 2020. Per Magellan Circle, che seguirà le attività di "Cross cooperation, Communication & Dissemination", con la creazione e gestione dei canali di comunicazione digitali, dei materiali promozionali, l'organizzazione di eventi e di iniziative di clustering con altri progetti di rilievo, **il valore del contratto è di circa € 0,82 mln;**
- **Settembre ha visto l'avvio del progetto pilota con Terminal San Giorgio TSG Gruppo Gavio) e CarBox, azienda di Tarros Group** attiva nel trasporto di container su strada e rotaia, per la "Notarizzazione" del documento di Interchange, che certifica la merce in entrata/uscita dal terminal genovese. In collaborazione con LegaleSemplice.it, il progetto è supportato da ASSITERMINAL e vedrà a breve ulteriori evoluzioni con l'obiettivo di introdurre una nuova modalità operativa condivisa più efficiente e agile attraverso la progressiva digitalizzazione dei flussi che ad oggi hanno ancora formato cartaceo;
- **In data 20 settembre Circle ha reso nota l'aggiudicazione con Magellan Circle del Bando di Gara per l'organizzazione e gestione di eventi per la Rappresentanza della Commissione Europea in Portogallo.** Il contratto, la cui durata è di 12 mesi con la possibilità di estensione fino a un numero massimo di 3 rinnovi per una durata non superiore ai **48 mesi, ha un valore complessivo di € 1,8 mln;**
- Ricordiamo inoltre l'accompagnamento di Terminali Italia S.r.l. controllata di Rete Ferroviaria Italiana (Gruppo FS Italiane) che gestisce i terminali merci all'autorizzazione Magazzino di Temporanea Custodia (TC) presso l'inland terminal di Marzaglia (Modena) e la fornitura di MILOS® a Metrocargo Italia per la nuova gru acquistata dall'MTO per il terminal di Borgo San Dalmazzo.

1.3 Le linee strategiche di sviluppo 2021-2024E

Le linee strategiche del piano industriale di sviluppo 2021-24E sono impregnate su 4 pilastri:

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

Le tendenze di digitalizzazione nella logistica che il Coronavirus ha di fatto accelerato, hanno consentito il rafforzamento dell'uso dei servizi SaaS. Servizi che rendono maggiormente visibili e stabili i ricavi dei prossimi cinque anni, riducendo nel contempo il rischio imprenditoriale.

Per alcuni aspetti, riteniamo quindi che la pandemia in corso possa accelerare ulteriormente la lenta evoluzione verso la digitalizzazione della supply chain, aumentandone drasticamente la domanda. Occorre però che le imprese offrano soluzioni e prodotti rispondenti ai nuovi bisogni anticipandone laddove possibile le esigenze. Occorre, in altre parole, preparare l'azienda a sfruttare al meglio la ripresa prevista nei mesi a venire.

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

1.4 La revisione delle stime 2021-24E

Risulta chiaro ed evidente che lo scenario attuale contiene ancora elementi che difficilmente possono essere stimati o previsti con un sufficiente grado di attendibilità. **Ci aspettiamo comunque che, alla luce dei nuovi servizi lanciati per soddisfare la sempre maggiore necessità di accelerazione della digitalizzazione in ambito logistico Federative Services nonché dell'accordo con Magellan (che a nostro giudizio contiene elementi qualitativi intangibili difficilmente esprimibili ad oggi) e dal percorso di sviluppo intrapreso, Circle possa ulteriormente incrementare la propria leadership nel settore.**

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

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

A seguito degli eventi post chiusura del 1H21 sopra richiamati, abbiamo modificato le nostre stime per il 2021-24E come di seguito indicato:

Fig. 2 – La revisione delle stime 2021-24E *

€mln data	2021E			2022E			2023E			2024E		
	Old	New	% ch	Old	New	% ch	Old	New	% ch	Old	New	% ch
Value of production	8.50	8.50	0.0%	11.00	11.00	0.0%	13.40	13.90	3.7%	14.72	15.28	3.8%
Ebitda adjusted	1.28	1.28	0.0%	2.10	2.10	0.0%	2.82	2.93	3.9%	3.39	3.66	7.9%
<i>Ebitda margin adj</i>	<i>15.1%</i>	<i>15.1%</i>		<i>19.1%</i>	<i>19.1%</i>		<i>21.0%</i>	<i>21.1%</i>		<i>23.0%</i>	<i>23.9%</i>	
Ebit	0.60	0.60	-0.7%	1.23	1.21	-1.3%	1.82	1.91	5.0%	2.23	2.31	3.5%
<i>Ebit margin</i>	<i>7.1%</i>	<i>7.0%</i>		<i>11.2%</i>	<i>11.0%</i>		<i>13.6%</i>	<i>13.7%</i>		<i>15.1%</i>	<i>15.1%</i>	

Source: Integrae SIM estimates. *) La parte Portoghese di Magellan nel 2021E è consolidata per 7 mesi.

Abbiamo lasciato invariate le stime per il 2021-22E, ed effettuato un upgrade di quelle 2023-24E.

Le nostre stime prevedono un CAGR 2020-24E della value of production del 19,6%. Grazie all’ottimizzazione della struttura, crediamo che la performance dell’Ebitda possa essere decisamente superiore (53,3%). Stimiamo che l’Ebitda margin raggiunga il 23,9% nel 2024E (dall’8,9% del 2020A).

Siamo convinti che i maggiori investimenti immateriali sostenuti negli ultimi due anni e l’accordo con Magellan, saranno in grado di sostenere la crescita e consentire di raggiungere gli obiettivi del piano.

Allo stato attuale il nostro modello non riflette nessuna assumption in merito ad eventuali e ulteriori operazioni di M&A.

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Fig. 3 – WACC

WACC		8,13%
Risk Free Rate	-0,30% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	0,87
D/E (average)	0,00% Beta Relevered	0,87
Ke	8,13% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC dell'8,13%

Fig. 4 – DCF Valuation

DCF Equity Value		19.86
FCFO actualized	4.66	24%
TV actualized DCF	14.58	76%
Enterprise Value	19.24	100%
NFP (2020A)	-0.62	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di € 19,86 mln.**

Fig. 5 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		6.6%	7.1%	7.6%	8.1%	8.6%	9.1%	9.6%
Growth Rate (g)	2.5%	32.06	28.69	25.98	23.74	21.87	20.29	18.92
	2.0%	29.19	26.42	24.14	22.24	20.62	19.23	18.02
	1.5%	26.87	24.55	22.61	20.96	19.54	18.30	17.22
	1.0%	24.97	22.99	21.31	19.86	18.60	17.50	16.52
	0.5%	23.38	21.66	20.19	18.90	17.78	16.78	15.90
	0.0%	22.03	20.52	19.21	18.07	17.05	16.15	15.34
	-0.5%	20.86	19.53	18.36	17.32	16.40	15.58	14.83

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Circle, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

Fig. 6 – Market Multiples

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
Cappemini SE	12.7	11.7	11.0	10.8	16.1	14.9	13.7	12.0	22.0	19.3	17.3	15.6
Reply S.p.A.	23.1	21.0	19.0		28.9	25.8	23.0		40.9	36.8	32.9	
Computacenter Plc	10.6	10.2	9.7	8.7	13.7	14.1	13.7	12.3	18.0	18.1	17.6	16.8
Indra Sistemas, S.A.	6.5	5.8	5.5	5.2	9.4	8.4	7.6	7.1	13.1	10.8	9.6	8.9
Be Shaping the Future SpA	8.2	7.7	6.7		13.8	12.1	10.7		19.7	18.1	15.4	
Generix Group SA	19.7	17.5	15.1		27.1	23.9	19.7		42.1	37.0	33.1	
PITECO SpA	14.4	13.2	12.1		18.8	16.8	15.6		13.9	20.5	19.4	
PSI Software AG	16.0	14.4	13.6	12.7	24.3	20.6	18.9	18.2	34.7	29.4	26.3	24.3
DBA Group SpA	6.5	5.5			39.7	11.6			16.7	11.6		
Average	13.9	12.7	11.6	9.4	19.0	17.1	15.4	12.4	25.6	23.7	21.5	16.4

Source: *Infancials*

L'equity value di Circle utilizzando i market multiple EV/Ebitda, EV/Ebit e P/E risulta essere pari a €28,8 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 € 21,6 mln.**

2.3 Equity Value

Fig. 7 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	20.4
Equity Value DCF (€/mln)	19.1
Equity Value multiples (€/mln)	21.6
Target Price (€)	5.1

Source: *Integrae SIM*

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 20,4 mln (da € 17,3). Target price a €5,1 (da €4,3 rettificato per il numero di azioni post aumento di capitale) per azione, rating Buy e rischio Medium (invariati).

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

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integræe SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca is current financial analysts.

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
16/04/2020	2,79	Buy	3,70	Medium	FY19 Results
06/10/2020	2,85	Buy	3,70	Medium	1H20 Results
15/12/2020	2,83	Buy	3,70	Medium	Joint-venture con Magellan
08/04/2021	3,10	Buy	4,30	Medium	FY20 Results
07/06/2021	3,16	Buy	4,30	Medium	New Contract
21/06/2021	3,36	Buy	4,30	Medium	BI-REX operation
10/08/2021	3,16	Buy	4,30	Medium	Member of Pioneer consortium

*) adjuted for capital increase of May, 25

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

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

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

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

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

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that 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 SpA.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Circle SpA.
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae SIM.