

Data produzione: 7 Aprile 2021 - h 18.30

Data pubblicazione: 8 Aprile 2021 - 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 (da €4,3)</b>		<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	9,54%	13,14%	9,54%	9,15%
to FTSE AIM Italia	0,83%	-4,44%	-22,60%	-20,26%
to FTSE STAR Italia	1,24%	1,86%	-15,70%	-57,14%
to FTSE All-Share	10,59%	10,42%	-10,05%	-27,83%
to FTSE Small Cap Italy	1,16%	-3,01%	-22,43%	-46,52%

## Stock Data

Price	€ 3,10
Target price	€ 5,00
Upside/(Downside) potential	61,3%
Bloomberg Code	CIRC IM EQUITY
Market Cap (€mln)	10,8
EV (€mln)	10,1
Free Float	20,24%
Share Outstanding	3.470.115
52-week high	€ 3,03
52-week low	€ 2,60
Average daily volumes (1m)	6.100

Key Financials (€ mln)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Value of Production	7,5	8,5	11,0	13,4
EBITDA	0,7	1,3	2,1	2,8
EBIT	0,0	0,6	1,2	1,8
Net Profit	0,0	0,6	1,2	1,8
EPS (€)	0,01	0,17	0,35	0,51
EBITDA margin	8,9%	15,1%	19,1%	21,1%
EBIT margin	0,5%	7,0%	11,2%	13,6%

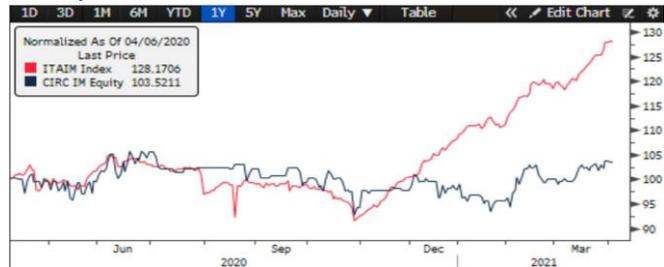
Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	15,3	7,9	4,8	3,6
EV/EBIT (x)	253,5	17,0	8,2	5,6
P/E (x)	413,7	18,6	9,0	6,1

**Antonio Tognoli**

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

## Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



## FY20 Results

I risultati del FY20 sono positivi rispetto a FY19 e sostanzialmente in linea con le nostre stime. Le performance appaiono ancora più significative se lette alla luce della pandemia che, di fatto, ha fortemente rallentato lo scambio di merci. Il valore della produzione è cresciuto del 23% YoY a € 7,5 mln (€ 7,25 mln la nostra stima), mentre l'Ebitda subisce una flessione del 41,6% YoY a € 0,7 mln, quale effetto della maggiore crescita dei prodotti SaaS che, nel primo anno, scontano una minore redditività rispetto ai prodotti tradizionali, ma consentono una maggiore visibilità dei ricavi negli anni successivi. In termini rettificati la flessione è del 13% YoY a € 1,3 mln. La PFN (cassa) migliora a € 0,61 mln (€ 0,33 mln nel FY19), nonostante i flussi legati agli investimenti in M&A, sull'evoluzione dei prodotti e alle attività non ricorrenti di sviluppo mercato e internazionalizzazione per circa € 1,3 mln.

## 2021-23E forecasts

Le nostre stime prevedono un CAGR 2020-24E del VoP del 18,5%. Grazie all'ottimizzazione della struttura, crediamo che la performance dell'Ebitda possa essere decisamente superiore e pari al 50,4%. Stimiamo che l'Ebitda margin raggiunga il 23,0% nel 2024E (dall'8,9% del 2020A). Siamo convinti che i maggiori investimenti immateriali sostenuti sia negli ultimi due anni e l'accordo con Magellan, saranno in grado di sostenere la crescita nel breve termine e consentire di raggiungere gli obiettivi del piano. Gartner prevede che le imprese che offrono un'offerta progettata per le organizzazioni di medie dimensioni cresceranno rapidamente nei prossimi cinque anni, conquistando vaste parti del mercato. Il mercato aggredibile da parte di Circle, nel 2024, dovrebbe valere non meno di €1,1 mld.

## Valuation Update

Abbiamo basato le nostre stime di valutazione utilizzando il metodo dei multipli e il DCF. Per quanto riguarda il metodo di valutazione dei multipli, abbiamo utilizzato un gruppo di società che operano nello stesso settore di Circle, ma con una maggiore capitalizzazione di mercato. Per questo motivo, abbiamo applicato uno sconto Market Cap del 25%. L'equity value scontato risultante da tale metodo è pari a circa € 16,5 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 € 4,3) per azione, rating buy e rischio medio, invariati.**

## 1. Economics & Financials

**Fig. 1 – Economics and Financials**

<b>INCOME STATEMENT (€/000)</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
Revenues	4.349	5.422	6.400	8.150	10.200	11.424
Other Revenues	1.733	2.042	2.100	2.850	3.200	3.300
<b>Value of Production</b>	<b>6.082</b>	<b>7.464</b>	<b>8.500</b>	<b>11.000</b>	<b>13.400</b>	<b>14.724</b>
COGS	525	433	493	638	762	820
Services	1000	1300	1476	1853	2212	2382
Use of asset owned by others	791	1545	1671	2098	2505	2697
Recurrent depreciation	4	0	0	0	0	0
Employees	2429	3410	3456	4160	4915	5239
Other Operating Expenses	125	114	123	152	183	197
<b>EBITDA</b>	<b>1.208</b>	<b>662</b>	<b>1.280</b>	<b>2.100</b>	<b>2.823</b>	<b>3.389</b>
<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>23,0%</i>
<b>EBITDA Adjusted</b>	<b>1.500</b>	<b>1.300</b>	<b>1.280</b>	<b>2.100</b>	<b>2.823</b>	<b>3.389</b>
<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>23,0%</i>
D&A	607	622	684	868	1004	1162
<b>EBIT</b>	<b>601</b>	<b>40</b>	<b>596</b>	<b>1.232</b>	<b>1.819</b>	<b>2.227</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>9,9%</i>	<i>0,5%</i>	<i>7,0%</i>	<i>11,2%</i>	<i>13,6%</i>	<i>15,1%</i>
Financial Management	1	(13)	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>602</b>	<b>27</b>	<b>596</b>	<b>1.232</b>	<b>1.819</b>	<b>2.227</b>
Taxes	111	1	19	33	49	60
<b>Net Income</b>	<b>491</b>	<b>26</b>	<b>577</b>	<b>1.199</b>	<b>1.771</b>	<b>2.167</b>

<b>BALANCE SHEET (€/000)</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>2.668</b>	<b>2.870</b>	<b>2.620</b>	<b>2.550</b>	<b>2.500</b>	<b>2.450</b>
Account Receivable	2.843	2.239	2.590	3.133	3.529	3.834
Inventories	25	69	35	51	65	65
Account Payable	1.042	1.347	1.496	1.886	2.251	2.424
<b>Operating Working Capital</b>	<b>1.826</b>	<b>961</b>	<b>1.129</b>	<b>1.299</b>	<b>1.343</b>	<b>1.475</b>
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
<b>Net Working Capital</b>	<b>2.106</b>	<b>1.723</b>	<b>1.529</b>	<b>1.249</b>	<b>1.393</b>	<b>1.445</b>
Severance Indemnties & Other Provisio	678	779	850	950	1.000	1.000
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>4.096</b>	<b>3.814</b>	<b>3.299</b>	<b>2.849</b>	<b>2.893</b>	<b>2.895</b>
Share Capital	233	233	233	233	233	233
Reserves	3.709	4.172	4.198	4.775	5.974	7.745
Net Income	491	26	577	1.199	1.771	2.167
<b>Equity</b>	<b>4.433</b>	<b>4.431</b>	<b>5.008</b>	<b>6.207</b>	<b>7.978</b>	<b>10.145</b>
Cash & Cash Equivalents	1.000	617	1.709	3.358	5.085	7.250
Short-Term Payable	663	0	0	0	0	0
M/L Term Payable	0	0	0	0	0	0
<b>Net Financial Position</b>	<b>(337)</b>	<b>(617)</b>	<b>(1709)</b>	<b>(3358)</b>	<b>(5085)</b>	<b>(7250)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>4.096</b>	<b>3.814</b>	<b>3.299</b>	<b>2.849</b>	<b>2.893</b>	<b>2.895</b>

<b>CASH FLOW (€/000)</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
<b>EBIT</b>	<b>601</b>	<b>40</b>	<b>596</b>	<b>1.232</b>	<b>1.819</b>	<b>2.227</b>
Taxes	111	1	19	33	49	60
<b>NOPAT</b>	<b>490</b>	<b>39</b>	<b>577</b>	<b>1.199</b>	<b>1.771</b>	<b>2.167</b>
D&A	607	622	684	868	1.004	1.162
Change in receivable	(1354)	604	(351)	(543)	(396)	(305)
Change in inventories	27	(44)	34	(16)	(14)	0
Change in payable	84	305	149	390	365	173
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>(144)</i>	<i>(52)</i>
Change in provisions	360	101	71	100	50	0
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>50</b>	<b>1145</b>	<b>1526</b>	<b>2447</b>	<b>2680</b>	<b>3277</b>
Capex	(1791)	(824)	(434)	(798)	(954)	(1112)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(1741)</b>	<b>321</b>	<b>1092</b>	<b>1649</b>	<b>1726</b>	<b>2165</b>
Financial Management	1	(13)	0	0	0	0
Change in Debt to Bank	662	(663)	0	0	0	0
Change in Equity	(19)	(28)	0	0	0	0
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>-1.097</b>	<b>-383</b>	<b>1.092</b>	<b>1.649</b>	<b>1.726</b>	<b>2.165</b>

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

## 1.1 FY20 Results

I risultati del FY20 sono positivi rispetto al FY19 e sostanzialmente in linea con le nostre stime. Le performance appaiono ancora più significative se lette alla luce della pandemia mondiale che, di fatto, ha fortemente rallentato lo scambio internazionale di merci. Il valore della produzione è cresciuto del 23% YoY a € 7,5 mln (€ 7,25 mln la nostra stima), grazie alla performance dei prodotti software proprietari, proposti anche in modalità SaaS (Software As A Service) su piattaforma cloud, che ha confermato il trend di crescita significativa già evidenziato nel precedente esercizio, con un aumento del 30% (50% considerando solo quelli SaaS).

L'Ebitda subisce una flessione del 41,6% YoY a € 0,7 mln, quale effetto della minore redditività dei prodotti SaaS (+105% rispetto al FY19) nel primo anno, in confronto ai prodotti tradizionali. In termini rettificati al fine di escludere i costi operativi non ricorrenti relativi allo sviluppo del mercato e all'internazionalizzazione dei nuovi moduli dei prodotti software (derivanti anche dall'emergenza legata alla Pandemia che ha richiesto un approccio ancora più smart al mercato, differenti modalità di collaborazione pan mediterranea, nonché una drastica accelerazione della modalità di fruizione cloud) la flessione è del 13% YoY a € 1,3 mln.

Positivo il backlog, che a fine anno ammontava ad oltre € 9 mln.

**Fig. 2 – 2020 actual vs forecast**

€/000 Data	2020		
	Actual	Forecast	% ch
Value of production	7.464	7.250	3,0%
Ebitda adjusted	1.300	1.400	-7,1%
Ebitda margin adjusted	17,4%	19,3%	
Ebit adjusted	650	680	-4,4%
Ebit margin	8,7%	9,4%	

Source: Circle and Integrae SIM estimates

La PFN (cassa) migliora ulteriormente a € 0,61 mln rispetto alla cassa di € 0,33 mln del 31/12/2019, nonostante i flussi legati agli investimenti in M&A, agli investimenti sull'evoluzione dei prodotti nonché alle attività non ricorrenti di sviluppo mercato e internazionalizzazione per un ammontare superiore a € 1,3 mln.

## 1.2 I primi tre mesi del FY21E

I primi tre mesi dell'anno sono stati molto stimolanti dal punto di vista operativo. Il management ha lavorato al fine di realizzare il piano industriale 2021-24E presentato al mercato in occasione della video conferenza dell'1/12 u.s. Decisamente importante in quest'ottica è l'alleanza strategica con Magellan (vedi paragrafo successivo).

Il primo trimestre del 2021 si è inoltre distinto anche per un importante avanzamento dei progetti pilota relativi all'International Fast & Secure Trade Lane tra i porti della Spezia e Casablanca nell'ambito del progetto europeo FENIX - A European Federated Network of Information eXchange in LogistiXStudy (all'interno del quale, si ricorda, Circle ha ottenuto un contributo pari a € 1,3 mln). Più in particolare, l'avvio di una nuova fase del progetto in stretta collaborazione con expert.ai, azienda modenese quotata all'AIM dal 2014, assicurerà la possibilità di leggere ed estrarre le informazioni legate alle polizze di carico, ai documenti che accompagnano la merce e a quelli necessari all'effettuazione dei controlli di sicurezza e doganali (cfr. comunicato stampa del 26/01/2021).

A proposito di Milos®, riteniamo importante segnalare la nuova commessa per SAAR Depositi Portuali, storico operatore del Porto di Genova attivo fin dagli anni '30 nella

gestione di un deposito costiero specializzato nella logistica di rinfuse liquide (cfr. comunicato stampa del 09/02/2021).

A marzo (cfr. comunicato stampa del 02/03/2021), Milos® Terminal Operating System (“TOS”) è divenuto pienamente operativo per Trieste Intermodal Maritime Terminal nel porto di Trieste, sfruttando così l’integrazione nativa del software con il Port Community System del porto di Trieste Sinfomar®.

Da non sottovalutare il lancio della nuova linea di business “Optimization 4.0”, dedicata allo sviluppo di strumenti di ottimizzazione per i settori portuale e della logistica (cfr. comunicato stampa del 28/01/2021).

Infine, sempre nell’ambito dei progetti pilota relativi all’International Fast & Secure Trade Lane di FENIX, è stata da poco avviata la collaborazione con Maps S.p.A., che rafforzerà l’offerta innovativa di Circle nel campo dell’Intelligenza Artificiale (cfr. comunicato stampa del 25/03/2021).

### 1.3 L’accordo con Magellan

Circle ha firmato un accordo con Magellan che prevede una joint venture nella Penisola Iberica. Magellan è una realtà portoghese attiva nel campo dell’advocacy presso le Istituzioni europee, presente con proprie sedi a Porto e a Bruxelles.

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

- alla newCo “Circle Connecting EU”, nella quale sarà conferita entro il mese di dicembre 2020 la Business Unit di Circle attiva nei servizi di Project Anticipation (Connecting EU) e EU Branding, con efficacia a decorrere dal 31 dicembre 2020. La Business Unit Connecting EU in corso di conferimento, affianca aziende private e organizzazioni pubbliche attive nei settori portuale, dei trasporti e della logistica nel raggiungimento dei loro obiettivi strategici grazie all’ottenimento di finanziamenti europei (Project Anticipation). A tale attività, Circle ha affiancato, nel 2020, la linea di business EU Branding, che propone servizi di promozione attraverso gli strumenti di comunicazione digitali e i social network, l’ideazione e l’organizzazione di eventi fisici e virtuali, nonché il business matching, il tutto con l’obiettivo di rafforzare le relazioni e il posizionamento a livello europeo di aziende private e organizzazioni pubbliche (come le associazioni) attive nei settori portuale, dei trasporti e della logistica.  
Tra i numerosi progetti di successo che Circle annovera nel proprio portfolio, DocksTheFuture (selezionato nell’ambito del Programma Horizon 2020 per definire il Porto del Futuro), FENIX - A European Federated Network of Information eXchange in LogistiXStudy, che interviene su nove corridoi europei logistici TEN-T e quattro connessioni marittime afferenti alle Autostrade del Mare, E-BRIDGE, che rientra nel più ampio programma di interventi di rilevanza nazionale a supporto della situazione emergenziale che ha colpito nel 2018 l’area di Genova a seguito del crollo del Ponte Morandi e che vede come focus il potenziamento tecnologico del porto di Genova, I RAIL, progetto CEF che sta impostando gli standard TAF TSI e le interoperabilità di ultimo miglio in campo ferroviario a livello europeo e nazionale;
- alla NewCo “Magellan” al fine di acquistare da Magellan tutte le attività relative al settore dell’advocacy presso le Istituzioni europee, finalizzate all’ottenimento di finanziamenti europei per lo sviluppo dei progetti dei propri clienti. La società vanta un team giovane e multidisciplinare, con

competenze in Management, Legge, Economia, Relazioni Istituzionali e Internazionali, Scienze Politiche e Ingegneria, e un portfolio clienti diversificato che comprende associazioni di categoria, entità pubbliche, imprese private portoghesi e internazionali, università e istituti di ricerca.

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

- La prima fase prevede che Circle diventi titolare di una partecipazione di minoranza pari a circa il 26% del capitale sociale di NewCo Magellan, le cui restanti quote saranno detenute in parti uguali tra loro dai Partner Ana Paula Mesquita e Tiago Gali Macedo.  
La prima fase prevede la sottoscrizione integrale di un aumento di capitale a pagamento riservato a Circle (pari al 13,9%), che sarà deliberato dai soci attuali di NewCo Magellan alla data del closing, per un ammontare complessivo di € 240.100. E' previsto, inoltre, che Circle acquista contestualmente una quota pari al 12,10% del capitale sociale di NewCo Magellan detenuto dai Partner a fronte di un corrispettivo di € 200.000. Il corrispettivo relativo all'aumento di capital sarà regolato da Circle con conferimento in natura di una quota pari al 49% del capitale sociale di Circle NewCo Connecting EU. Quanto al prezzo di acquisto del 12,10% della NewCo Magellan, Circle verserà in denaro il corrispettivo sopra menzionato ai Partner venditori;

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

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

In particolare, l'operazione consentirà a Circle:

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

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

#### 1.4 Le linee strategiche di sviluppo 2021-2024E

Le linee strategiche del piano industriale di sviluppo 2021-24E sono imperniata 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 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".**

### 1.5 La revisione delle stime

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 dei risultati del FY20 e dell'accordo con Magellan, abbiamo effettuato un fine-tuning delle stime 2021-2023E.

**Fig. 3 – La revisione delle stime 2021-23E \***

€mln data	2021E			2022E			2023E		
	Old	New	% ch	Old	New	% ch	Old	New	% ch
Value of production	8,80	8,50	-3,4%	11,00	11,00	0,0%	13,40	13,40	0,0%
Ebitda adjusted	1,72	1,28	-25,6%	2,19	2,10	-4,1%	2,84	2,82	-0,6%
Ebitda margin adj	19,5%	15,1%		19,9%	19,1%		21,2%	21,1%	
Ebit	1,04	0,60	-42,7%	1,36	1,23	-9,4%	1,87	1,82	-2,7%
Ebit margin	11,8%	7,0%		12,4%	11,2%		14,0%	13,6%	

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

Abbiamo stimato il valore della produzione del 2021E quale combinazione di Circle Connecting EU e Magellan (dovrebbe portare ad un fatturato di €1,5 mln circa), mentre l'Ebitda 2021E della business combination dovrebbe invece raggiungere €0,35 mln. Abbiamo inoltre effettuato le stime per il FY24E.

Le nostre stime prevedono un CAGR 2020-24E della value of production del 18,5%. Grazie all'ottimizzazione della struttura, crediamo che la performance dell'Ebitda possa essere decisamente superiore (50,4%). Stimiamo che l'Ebitda margin raggiunga il 23,0% 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 nel breve termine e consentire di raggiungere gli obiettivi del piano.**

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

## 2. Valuation

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

### 2.1 DCF Method

**Fig. 4 – WACC**

<b>WACC</b>		<b>8,13%</b>
Risk Free Rate	-0,30% $\alpha$ (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. 5 – DCF Valuation**

<b>DCF Equity Value</b>		<b>18,02</b>
FCFO actualized	4,19	24%
TV actualized DCF	13,21	76%
<b>Enterprise Value</b>	<b>17,41</b>	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 € 18,0 mln.**

**Fig. 6 – 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%	29,08	26,03	23,57	21,54	19,85	18,41	17,17
	2,0%	26,48	23,97	21,91	20,18	18,71	17,45	16,35
	1,5%	24,38	22,28	20,52	19,02	17,73	16,61	15,63
	1,0%	22,66	20,86	19,34	18,02	16,88	15,88	15,00
	0,5%	21,22	19,66	18,32	17,16	16,14	15,24	14,43
	0,0%	19,99	18,63	17,44	16,40	15,48	14,66	13,92
	-0,5%	18,94	17,73	16,67	15,73	14,89	14,14	13,47

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. 7 – Market Multiples**

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
Capgemini SE	12,5	11,5	10,8	10,3	16,4	15,1	13,9	13,0	20,5	19,5	17,2	15,6
Reply S.p.A.	19,0	16,8	15,2	14,0	23,4	21,0	18,4	17,0	33,9	30,9	27,3	24,8
Computacenter Plc	10,6	10,0	9,3	9,1	14,4	13,6	13,3	12,8	20,2	19,3	18,6	18,0
Indra Sistemas, S.A.	23,3	5,7	5,0	4,8	nm	8,5	7,2	6,6	nm	11,1	9,3	8,1
Be Shaping the Future SpA	7,7	6,5	6,0	6,2	14,9	11,6	10,3	9,8	24,5	19,9	16,8	15,0
Generix Group SA	19,5	13,8	11,6		35,6	20,8	16,5		62,2	33,8	25,9	
PITECO SpA	22,8	12,6	11,6	10,6	35,6	16,5	14,7	13,6	32,1	19,3	17,0	15,6
PSI Software AG	15,3	12,4	11,4	10,9	27,8	19,9	16,9	15,3	41,7	28,6	24,3	21,7
DBA Group SpA	5,8	5,3	4,4		26,7	15,7	9,5		33,3	14,3	8,3	
<b>Average</b>	<b>16,3</b>	<b>11,2</b>	<b>10,1</b>	<b>9,4</b>	<b>24,0</b>	<b>15,9</b>	<b>13,9</b>	<b>12,6</b>	<b>33,6</b>	<b>22,8</b>	<b>19,5</b>	<b>17,0</b>

Source: Infiniti

L'equity value di Circle utilizzando i market multiple EV/Ebitda, EV/Ebit e P/E risulta essere pari a €22,0 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 € 16,5 mln.**

## 2.3 Equity Value

**Fig. 8 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>17,3</b>
Equity Value DCF (€/mln)	18,0
Equity Value multiples (€/mln)	16,5
<b>Target Price (€)</b>	<b>5,0</b>

Source: Integrae SIM

**Ne risulta un equity value medio pari a circa €17,3 mln (da € 15,0). Target price a €5,0 (da €4,3) 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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae 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 and Emanuele Negri are current financial analysts.

### Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
16/04/2020	2,79	Buy	4,20	Medium	FY19 Results
06/10/2020	2,85	Buy	4,20	Medium	1H20 Results
15/12/2020	2,83	Buy	4,30	Medium	Joint-venture con Magellan

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

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

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

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 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) Integræ 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 Integræ SIM states that:

- Integræ 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.;
- Integræ SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Circle SpA.;
- Integræ 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, Integræ SIM played the role of global coordinator

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