

Data produzione: 4 Aprile 2022 - h 18.30

Data pubblicazione: 5 Aprile 2022 - h 7.00

**CIRCLE** **Italy** **Euronext Growth Milan** **Engineering**  
**Rating: BUY (inv)** **Target Price: Euro 5,2 (from € 5,1)** **Risk: Medium**

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	11.52%	-5.15%	-4.17%	25.17%
to FTSE AIM Italia	7.83%	3.85%	-0.90%	3.94%
to FTSE STAR Italia	10.43%	9.69%	2.57%	15.08%
to FTSE All-Share	8.89%	4.20%	-2.52%	23.26%
to Eurostoxx	8.03%	3.57%	-3.09%	25.60%

## Stock Data

Price	€ 3.68
Target price	€ 5.20
Upside/(Downside) potential	41.3%
Bloomberg Code	CIRC IM EQUITY
Market Cap (€mln)	14.8
EV (€mln)	14.2
Free Float	20.24%
Share Outstanding	4,026,495
52-week high	€ 4.40
52-week low	€ 2.95
Average daily volumes (1m)	10,500

Key Financials (€ mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E
Value of Production	9.3	11.0	13.9	16.0
EBITDA	1.4	2.1	2.9	3.7
EBIT	0.5	1.2	1.9	2.5
Net Profit	0.5	0.9	1.4	1.9
EPS (€)	0.14	0.23	0.36	0.47
EBITDA margin	14.7%	19.5%	21.2%	23.1%
EBIT margin	5.9%	11.2%	13.8%	15.6%

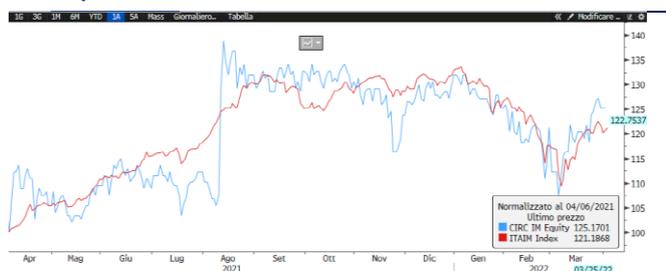
Main Ratios	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	10.4	6.6	4.8	3.8
EV/EBIT (x)	26.1	11.5	7.4	5.7
P/E (x)	27.1	16.0	10.3	7.9

**Antonio Tognoli**

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

## Stocks performance relative to Euronext Growth Milan



## FY21 Results

I risultati del 1H21 sono positivi e superiori alle nostre stime. Le performance appaiono ancora più significative se lette alla luce della pandemia mondiale che, di fatto, ha rallentato lo scambio internazionale di merci per l'intero 2021. Il valore della produzione è cresciuto del 25% YoY a € 9,3 mln (€ 8,5 mln la nostra stima), grazie soprattutto alla positiva performance (+32%) dei software proprietari, proposti anche in modalità SaaS su piattaforma cluod e alle azioni di costante implementazione delle sinergie generate con le Società controllate Info.era e Progetto Adele. L'Ebitda è cresciuto del 106% YoY raggiungendo € 1,36 mln (€ 1,28 mln la nostra stima), grazie soprattutto grazie al contenimento dei costi di struttura. Di riflesso, l'Ebitda margin ha raggiunto il 14,7% (era l'8,9% nel FY20).

## 2022-25E forecasts

Risulta chiaro ed evidente che lo scenario attuale contiene ancora elementi che difficilmente possono essere stimati o previsti con un sufficiente grado di attendibilità. Fra tutti, due: la guerra tra Russia e Ucraina e il possibile riaccendersi della pandemia, che potrebbero frenare la circolazione di merci. Abbiamo lasciato sostanzialmente invariate le stime della VoP per il 2022-23E, ed effettuato un fine tuning di quelle del 2024E. In rialzo invece le stime del Ebitda 2022E (+1,9%) e 2023E (+0,7%). Per il 2024E il fine tuning ha portato ad un upgrade del 4,9% del VoP, dell'1,4% dell'Ebitda e dell'8,8% dell'Ebit. Le nostre stime prevedono un CAGR 2021-25E della value of production del 17,4%. Crediamo che la performance dell'Ebitda possa essere decisamente superiore (32,5%). Stimiamo che l'Ebitda margin raggiunga il 23,8% nel 2025E (dal 14,7% del 2021A).

## 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 € 21,4 mln. La media aritmetica tra il metodo DCF e il metodo di valutazione dei multipli è pari a € 20,9 mln. **Valutazione: target price a € 5,2 (da € 5,1) per azione, rating buy e rischio medio, invariati.**

## 1. Economics & Financials

**Fig. 1 – Economics and Financials**

<b>INCOME STATEMENT (€/000)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>	<b>FY25E</b>
Revenues	5,422	7,126	8,150	10,700	12,733	14,261
Other Revenues	2,042	2,180	2,850	3,200	3,300	3,400
<b>Value of Production</b>	<b>7,464</b>	<b>9,306</b>	<b>11,000</b>	<b>13,900</b>	<b>16,033</b>	<b>17,661</b>
COGS	433	342	404	501	566	640
Services	1,300	1,616	1,813	2,291	2,642	2,956
Use of asset owned by others	1,545	2,194	2,516	3,144	3,626	4,015
Employees	3,410	3,667	3,988	4,850	5,301	5,626
Other Operating Expenses	114	122	139	174	197	222
<b>EBITDA</b>	<b>662</b>	<b>1,365</b>	<b>2,141</b>	<b>2,941</b>	<b>3,701</b>	<b>4,202</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>8.9%</i>	<i>14.7%</i>	<i>19.5%</i>	<i>21.2%</i>	<i>23.1%</i>	<i>23.8%</i>
<b>EBITDA adjusted</b>	<b>1,300</b>	<b>1,365</b>	<b>2,141</b>	<b>2,941</b>	<b>3,701</b>	<b>4,202</b>
<i>EBITDA margin adjusted</i>	<i>17.4%</i>	<i>14.7%</i>	<i>19.5%</i>	<i>21.2%</i>	<i>23.1%</i>	<i>23.8%</i>
D&A	622	820	909	1,020	1,199	1,439
<b>EBIT</b>	<b>40</b>	<b>545</b>	<b>1,231</b>	<b>1,921</b>	<b>2,502</b>	<b>2,763</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>0.5%</i>	<i>5.9%</i>	<i>11.2%</i>	<i>13.8%</i>	<i>15.6%</i>	<i>15.6%</i>
<b>EBIT adjusted</b>	<b>650</b>	<b>545</b>	<b>1,231</b>	<b>1,921</b>	<b>2,502</b>	<b>2,763</b>
<i>EBIT margin adjusted</i>	<i>8.7%</i>	<i>5.9%</i>	<i>11.2%</i>	<i>13.8%</i>	<i>15.6%</i>	<i>15.6%</i>
Financial Management	(13)	68	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>27</b>	<b>613</b>	<b>1,231</b>	<b>1,921</b>	<b>2,502</b>	<b>2,763</b>
Taxes	1	66	308	480	625	691
<b>Net Income</b>	<b>26</b>	<b>547</b>	<b>924</b>	<b>1,441</b>	<b>1,876</b>	<b>2,072</b>

<b>BALANCE SHEET (€/000)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>	<b>FY25E</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>2,870</b>	<b>3,348</b>	<b>3,150</b>	<b>3,050</b>	<b>2,950</b>	<b>2,900</b>
Account Receivable	2,239	4,196	4,559	5,387	6,218	6,755
Inventories	69	53	51	65	65	66
Account Payable	1,347	2,273	2,591	3,249	3,741	4,167
<b>Operating Working Capital</b>	<b>961</b>	<b>1,976</b>	<b>2,019</b>	<b>2,203</b>	<b>2,542</b>	<b>2,655</b>
Other asset	2,064	3,001	2,950	3,000	3,150	3,150
Other liabilities	1,302	1,394	1,450	1,560	1,650	1,780
<b>Net Working Capital</b>	<b>1,723</b>	<b>3,583</b>	<b>3,519</b>	<b>3,643</b>	<b>4,042</b>	<b>4,025</b>
Severance Indemnties & Other Provisio	779	903	950	1,000	1,000	1,100
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>3,814</b>	<b>6,028</b>	<b>5,719</b>	<b>5,693</b>	<b>5,992</b>	<b>5,825</b>
Share Capital	233	270	270	270	270	270
Reserves	4,172	6,195	6,742	7,666	9,106	10,983
Net Income	26	547	924	1,441	1,876	2,072
<b>Equity</b>	<b>4,431</b>	<b>7,012</b>	<b>7,936</b>	<b>9,377</b>	<b>11,253</b>	<b>13,325</b>
Cash & Cash Equivalents	886	1,912	2,217	3,684	5,261	7,500
Short-Term Payable	269	928	0	0	0	0
M/L Term Payable	0	0	0	0	0	0
<b>Net Financial Position</b>	<b>(617)</b>	<b>(984)</b>	<b>(2217)</b>	<b>(3684)</b>	<b>(5261)</b>	<b>(7500)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>3,814</b>	<b>6,028</b>	<b>5,719</b>	<b>5,693</b>	<b>5,992</b>	<b>5,825</b>

<b>CASH FLOW (€/000)</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>	<b>FY25E</b>
<b>EBIT</b>	<b>40</b>	<b>545</b>	<b>1,231</b>	<b>1,921</b>	<b>2,502</b>	<b>2,763</b>
Taxes	1	66	308	480	625	691
<b>NOPAT</b>	<b>39</b>	<b>479</b>	<b>924</b>	<b>1,441</b>	<b>1,876</b>	<b>2,072</b>
D&A	622	820	909	1,020	1,199	1,439
Change in receivable	604	(1957)	(363)	(828)	(831)	(537)
Change in inventories	(44)	16	2	(14)	0	(1)
Change in payable	305	926	318	658	492	425
Change in others	(482)	(845)	107	60	(60)	130
<i>Change in NWC</i>	<i>383</i>	<i>(1860)</i>	<i>64</i>	<i>(124)</i>	<i>(399)</i>	<i>17</i>
Change in provisions	101	124	47	50	0	100
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>1145</b>	<b>(437)</b>	<b>1944</b>	<b>2387</b>	<b>2676</b>	<b>3628</b>
Capex	(824)	(1298)	(711)	(920)	(1099)	(1389)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>321</b>	<b>(1735)</b>	<b>1232</b>	<b>1467</b>	<b>1577</b>	<b>2239</b>
Financial Management	(13)	68	0	0	0	0
Change in Debt to Bank	(394)	659	(928)	0	0	0
Change in Equity	(32)	2034	0	0	0	0
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>-118</b>	<b>1,026</b>	<b>304</b>	<b>1,467</b>	<b>1,577</b>	<b>2,239</b>

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

## 1.1 FY21 Results

**I risultati del 1H21 sono positivi e superiori alle nostre stime. Le performance appaiono ancora più significative se lette alla luce della pandemia mondiale che, di fatto, ha rallentato lo scambio internazionale di merci per l'intero 2021.**

Il valore della produzione è cresciuto del 25% YoY a € 9,3 mln (€ 8,5 mln la nostra stima), grazie soprattutto alla positiva performance (+32%) dei software proprietari, proposti anche in modalità SaaS su piattaforma cloud e alle azioni di costante implementazione delle sinergie generate con le Società controllate Info.era e Progetto Adele e lo sviluppo delle sinergie con Magellan Circle. L'Ebitda è cresciuto del 106% YoY raggiungendo € 1,36 mln (€ 1,28 mln la nostra stima), grazie soprattutto grazie al contenimento dei costi di struttura. Di riflesso, l'Ebitda margin ha raggiunto il 14,7% (era l'8,9% nel FY20).

**Fig. 2 – 2021 actual vs forecast**

€/000 Data	2021		
	Actual	Forecast	% ch
Value of production	9,306	8,500	9.5%
Ebitda adjusted	1,365	1,280	6.6%
Ebitda margin adjusted	14.7%	15.1%	
Ebit adjusted	545	596	-8.6%
Ebit margin	5.9%	7.0%	

Source: Circle and Integrae SIM estimates.

La PFN (cash), pari a € 0,98 mln, risulta in miglioramento rispetto al 31 dicembre 2020 (€ 0,6 mln), nonostante gli investimenti legati alle acquisizioni e quelli relativi all'evoluzione dei prodotti, per complessivi € 1,3 mln. La PFN adjusted (sommati i crediti esigibili verso l'UE, strutturalmente posticipati, come da regole comunitarie) risulta invece pari a € 2,5 mln.

Nel corso del 2021, Circle ha condotto in porto diverse iniziative pilota che mirano a semplificare e velocizzare la gestione dei flussi logistici e doganali per importanti aziende industriali e freight forwarder attraverso corridoi logistici internazionali in grado di connettere i porti Italiani (Genova La Spezia e Trieste) con quelli Turchi (Pendik, Mersin e Cesme), del Marocco (Casablanca) e dell'Egitto (Alexandria).

## 1.2 Dopo la chiusura del FY21

L'intenso lavoro del management rivolto allo sviluppo dell'attività e alla efficienza operativa, è proseguito anche nel corso del FY21.

L'inizio del 2022 ha visto la chiusura delle formalità dell'operazione Magellan Circle con una rimodulazione degli step temporali e l'assegnazione ai partner della prima parte delle azioni proprie Circle S.p.A. derivanti dal piano di buy back (vedi comunicato stampa del 31 gennaio u.s.).

A inizio febbraio Circle ha preso parte alla missione in Egitto finalizzata al consolidamento dei risultati del pilota, realizzato nell'ambito del progetto europeo FENIX, del Corridoio Logistico internazionale tra i porti di Genova e Alessandria d'Egitto che ha visto il coinvolgimento della compagnia di navigazione italiana Ignazio

Messina & C., il terminal IMT nel porto di Genova e Ocean Express nel porto di Alessandria (vedi comunicato stampa del 2 febbraio 2022 u.s.).

I Corridoi Logistici Internazionali (IFSTL - International Fast & Secure Trade Lanes) sono stati al centro, come accennavamo, delle nuove attività pilota tra Italia (Porto di Trieste) e Turchia (Porti di Pendik e Cesme) con il coinvolgimento di diversi primari operatori terminalistici e compagnie di navigazione a livello internazionale (DFDS e Ulusoy) al fine di realizzare una notevole semplificazione e velocizzazione della gestione dei flussi logistici e doganali sia in export sia in import. (vedi comunicati stampa del 17 e 23 marzo u.s.).

Per quanto riguarda nuovi progetti finanziati, Magellan Circle è stata ammessa a febbraio al Consorzio internazionale ReNEW per la transizione energetica del trasporto sulle vie navigabili interne.

Destinatario di un budget complessivo di quasi € 9 mln, ReNEW ha per Magellan Circle un valore di € 0,175 mln e consente alla Società di far parte di un gruppo multidisciplinare composto da 24 partner provenienti da 11 diversi Paesi dell'Unione Europea di alto profilo esperti di navigazione interna e Sistemi di Trasporto Intelligente (vedi comunicato stampa del 21 febbraio u.s.).

È stata inoltre rafforzata la partnership tra CIRCLE Group e SERNAV LOG/SERNAV Trasporti, tra i principali operatori italiani attivi nell'assistenza in materia di spedizioni e operazioni logistiche, con l'ampliamento del perimetro della collaborazione già in essere per l'utilizzo del sistema informativo Master SPED® alle società controllate dalla Holding GREEN WAVE. Tra le nuove ulteriori attività, sono previsti il controllo puntuale della movimentazione e degli aspetti legati a fatturazione e reportistica clienti, e la gestione ottimizzata del magazzino (vedi comunicato stampa del 3 marzo u.s.).

Il 21 marzo Circle ha reso noto il supporto, attraverso la controllata Info.era, al percorso di digitalizzazione di HHLA PLT Italy con una soluzione per la gestione e il controllo degli accessi al nuovo Terminal Multipurpose nel Porto di Trieste (vedi comunicato stampa del 21 marzo u.s.). Situata presso lo Scalo Legnami e dotato di due banchine con ormeggi Ro/Ro capaci di ospitare fino a 4 navi e raccordo ferroviario in grado di accogliere treni lunghi 600 metri, la piattaforma logistica HHLA PLT Italy Srl è stata inaugurata il 7 gennaio 2021. Azionista di maggioranza della Società è HHLA International GmbH; fanno parte della compagine societaria Francesco Parisi Casa di Spedizioni S.p.A., I.CO.P S.p.A. e Interporto di Bologna S.p.A.

La suite Milos® è stata scelta da EST - Europea Servizi Terminalistici per ottimizzare la gestione doganale dei traffici afferenti al terminal portuale di Catania (vedi comunicato stampa del 10 marzo u.s.).

Circle ha inoltre accompagnato Terminali Italia all'ottenimento della certificazione AEO, della autorizzazione tc a Marzaglia e del fast corridor dal porto della Spezia (vedi comunicato stampa del 28 marzo u.s.).

Last but not least, Circle ha lanciato sul mercato il 25 marzo la suite Milos® Global Supply Chain Visibility for Manufacturing & Distributions, una soluzione unica per il completo monitoraggio e controllo della Supply Chain, la riduzione dei costi, degli sprechi (carta e ridondanze operative), l'incremento di efficienza, qualità del servizio e sicurezza (vedi comunicato stampa del 25 marzo u.s.).

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

Ricordiamo le linee strategiche del piano industriale di sviluppo 2021-24E, che sono imperniate 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 2022-25E

Risulta chiaro ed evidente che lo scenario attuale contiene ancora elementi che difficilmente possono essere stimati o previsti con un sufficiente grado di attendibilità. Fra tutti, due: la guerra tra Russia e Ucraina e il possibile riaccendersi della pandemia, che potrebbero frenare la circolazione di merci.

*Così il management: "... Nel corso dei primi mesi del 2022 è proseguita intensa la richiesta focalizzata dei servizi federativi innovativi implementati dal Gruppo, con particolare riferimento a quelli a valenza tracking, security, doganali, ferroviari/intermodali, anche alla luce della complessa situazione internazionale che rende necessario e imprescindibile un puntuale controllo della catena logistica multimodale.*

*Il rafforzamento da parte del Governo italiano degli incentivi "Transizione 4.0" (e di similari strumenti a livello Europeo) ha ulteriormente accelerato la richiesta di progetti di automazione delle gru e gate in ambito terminalistico e portuale e di digitalizzazione dei processi della catena logistica.*

*Al contempo, il consolidamento del Piano Next Generation EU ha generato una forte richiesta di servizi di supporto legato a tematiche di progettualità europea e di "EU branding" che continuano ad essere molto intensi sia a livello di progetti EU diretti sia a livello di aziende private interessate a sfruttare al meglio le opportunità esistenti e mai così ampie come ora.*

*Il recente lancio della nuova suite Milos® Global Supply Chain Visibility for Manufacturing & Distributions ha voluto dare una ulteriore risposta concreta alle aziende industriali che sono costrette ad un monitoraggio puntuale dei costi logistici e di trasporto a livello internazionale, dei tempi di consegna, dei rischi e che vedono nella suite una esigenza trasformata anche in una opportunità di gestione proattiva e predittiva.*

*Continuala crescita molto più che proporzionale dei servizi federativi cloud based (SaaS) ricorrenti che rappresentano uno degli asset strategici del Gruppo, con un particolare focus anche sulla componente aerea, resa molto più competitiva dai noli marittimi ancora molto alti.*

*Prosegue infine il monitoraggio delle opportunità di crescita per vie esterne del Gruppo, che vede varie opportunità concrete sul tavolo mirate ad un rafforzamento sia nei segmenti più innovativi sia nella presenza internazionale...”.*

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, all'innovazione dei prodotti e dagli investimenti previsti dal PNRR nel settore delle tecnologia.

Nel medio periodo crediamo inoltre che le catene di controllo, messe pesantemente sotto pressione dalla pandemia e dalla guerra tra Russia e Ucraina, saranno completamente riorganizzate allo scopo di prevenire futuri ulteriori shock. La riorganizzazione in chiave digitale dovrebbe favorire le società che più di altre sono in grado di digitalizzare la supply chain.

**Non è un caso che 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.**

**Fig. 3 – La revisione delle stime 2022-24E \***

€mln data	2022E			2023E			2024E		
	Old	New	% ch	Old	New	% ch	Old	New	% ch
Value of production	11.00	11.00	0.0%	13.90	13.90	0.0%	15.28	16.03	4.9%
Ebitda adjusted	2.10	2.14	1.9%	2.92	2.94	0.7%	3.65	3.70	1.4%
<i>Ebitda margin adj</i>	<i>19.1%</i>	<i>19.5%</i>		<i>21.0%</i>	<i>21.2%</i>		<i>23.9%</i>	<i>23.1%</i>	
Ebit	1.21	1.23	1.8%	1.91	1.92	0.6%	2.30	2.50	8.8%
<i>Ebit margin</i>	<i>11.0%</i>	<i>11.2%</i>		<i>13.7%</i>	<i>13.8%</i>		<i>15.1%</i>	<i>15.6%</i>	

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

Abbiamo lasciato sostanzialmente invariate le stime della VoP per il 2022-23E, ed effettuato un fine tuning di quelle del 2024E. In rialzo invece le stime del Ebitda 2022E (+1,9%) e 2023E (+0,7%). Per il 2024E il fine tuning ha portato ad un upgrade del 4,9% del VoP, dell’1,4% dell’Ebitda e dell’8,8% dell’Ebit.

Le nostre stime prevedono un CAGR 2021-25E della value of production del 17,4%. Grazie alla continua ottimizzazione della struttura e alle sinergie fra i diversi prodotti, crediamo che la performance dell’Ebitda possa essere decisamente superiore (32,5%). Stimiamo che l’Ebitda margin raggiunga il 23,8% nel 2025E (dal 14,7% del 2021A).

**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. 4 – WACC**

WACC		8.12%
Risk Free Rate	-0.30% $\alpha$ (specific risk)	2.50%
Market Premium	6.48% Beta Adjusted	0.91
D/E (average)	0.00% Beta Relevered	0.91
Ke	8.12% Kd	1.00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC dell'8,12%

**Fig. 5 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		22.20
FCFO actualized	5.09	24%
TV actualized DCF	16.13	76%
<b>Enterprise Value</b>	<b>21.21</b>	<b>100%</b>
NFP (2021A)	-0.98	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di € 22,2 mln.**

**Fig. 6 – Equity Value - Sensitivity analysis**

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		6.6%	7.1%	7.6%	8.1%	8.6%	9.1%	9.6%
2.5%		35.7	32.0	29.0	26.5	24.4	22.7	21.2
2.0%		32.6	29.5	27.0	24.8	23.0	21.5	20.1
1.5%		30.0	27.4	25.2	23.4	21.8	20.5	19.3
1.0%		27.9	25.7	23.8	22.2	20.8	19.6	18.5
0.5%		26.1	24.2	22.6	21.1	19.9	18.8	17.8
0.0%		24.6	22.9	21.5	20.2	19.1	18.1	17.2
-0.5%		23.3	21.8	20.5	19.4	18.4	17.5	16.6

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			
	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
Cappemini SE	12.8	11.8	10.9	9.9	16.5	14.8	13.5	12.2	21.8	20.1	18.1	16.2
Reply S.p.A.	20.8	18.4	16.8	15.6	26.1	22.3	20.2	18.6	38.1	32.6	29.6	26.8
Computacenter Plc	10.4	9.4	8.7	8.6	12.0	11.8	11.6	11.3	17.5	17.7	17.8	16.9
Indra Sistemas, S.A.	6.6	6.1	5.7	5.1	9.0	8.3	7.5	6.6	13.2	10.8	10.1	8.1
Be Shaping the Future SpA	11.6	10.7	9.7		21.0	17.0	13.9		34.5	27.3	22.6	
Generix Group SA	17.4	15.1	13.1		24.0	20.4	17.4		43.2	35.0	29.4	
PITECO SpA	12.1	11.0	10.0		17.9	16.3	15.5	14.7	11.1	16.4	15.6	
PSI Software AG	16.8	14.4	12.9	11.6	25.6	20.5	17.8	15.2	38.0	30.1	25.6	21.9
DBA Group SpA	7.2	5.5	4.5		24.1	13.6	7.4		42.6	31.0	11.4	
<b>Average</b>	<b>13.6</b>	<b>12.1</b>	<b>11.0</b>	<b>10.2</b>	<b>19.0</b>	<b>16.4</b>	<b>14.7</b>	<b>13.1</b>	<b>27.2</b>	<b>23.7</b>	<b>21.1</b>	<b>18.0</b>

Source: Infincials

L'equity value di Circle utilizzando i market multiple EV/Ebitda, EV/Ebit e P/E risulta essere pari a €26,2 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 € 19,6 mln.**

## 2.3 Equity Value

**Fig. 8 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>20.9</b>
Equity Value DCF (€/mln)	22.2
Equity Value multiples (€/mln)	19.6
<b>Target Price (€)</b>	<b>5.2</b>

Source: Integrae SIM

**Ne risulta un equity value medio pari a circa € 20,9 mln (da € 20,4 mln). Target price di € 5,2 (da € 5,1) 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 CO-Head of Research, Giuseppe Riviello and Alessandro Colombo are 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
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
05/10/2021	3,84	Buy	5,10	Medium	1H21 Results
01/02/2021	3,58	Buy	5,10	Medium	Magellan Circle in ReNEW

\*) adjusted 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](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integræe SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integræe SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 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.