

CIRCLE	Italy	Euronext Growth Milan	Engineering
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 5,00 (prev € 5,20)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-5,90%	-7,14%	-4,62%	-10,00%
to FTSE Italia Growth	-6,18%	-3,35%	-16,21%	-18,46%
to Euronext STAR Milan	-8,57%	-9,29%	-25,69%	-30,29%
to FTSE All-Share	-5,86%	-3,63%	-18,69%	-20,30%
to EUROSTOXX	-6,84%	-3,96%	-16,19%	-18,03%
to MSCI World Index	-9,23%	-5,69%	-22,45%	-20,13%

Stock Data

Price	€ 3,51
Target price	€ 5,00
Upside/(Downside) potential	42,3%
Bloomberg Code	CIRC IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 14,13
EV (€m)	€ 13,15
Free Float	37,62%
Share Outstanding	4.026.495
52-week high	€ 4,18
52-week low	€ 2,96
Average daily volumes (3m)	2.100

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	7,1	8,2	10,7	12,8
VoP	9,3	11,0	13,9	16,1
EBITDA	1,4	2,2	3,0	3,7
EBIT	0,6	1,3	1,9	2,5
Net Profit	0,5	0,9	1,4	1,9
EBITDA margin	14,7%	19,5%	21,2%	23,1%
EBIT margin	6,6%	11,4%	13,7%	15,6%
Net Profit margin	5,9%	8,2%	10,1%	11,5%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	9,6	6,1	4,5	3,6
EV/EBIT (x)	21,4	10,5	6,9	5,3
P/E (x)	25,8	15,7	10,1	7,6

Mattia Petracca mattia.petracca@integraesim.it

Edoardo Luigi Pezzella edoardo.pezzella@integraesim.it

Stocks performance vs FTSE Italia Growth



1H22A Results

Al termine del primo semestre del 2022 il valore della produzione si attesta a € 5,22 mln, in crescita del 24,9% rispetto al valore registrato al 1H21A, pari a € 4,18 mln. L'EBITDA al 30 giugno 2022 ammonta a € 0,86 mln, in crescita del 16,9% rispetto al periodo precedente, pari a € 0,74 mln; di contro, si assiste ad una riduzione dell'EBITDA margin, che passa dal 17,6% al 16,5%. L'EBIT del Gruppo, dopo ammortamenti per complessivi € 0,42 mln, si attesta a € 0,44 mln, in aumento del 47,2% rispetto al 1H21A (€ 0,30 mln). Positivo anche il Net Income, in crescita del 10,8% dal dato del primo semestre pari € 0,36 mln, rispetto agli € 0,32 mln del 1H21A. A livello patrimoniale, infine, si segnala un lieve miglioramento della NFP, che raggiunge i € 1,02 mln cash positive, rispetto ai € 0,98 mln cash positive al 31 dicembre 2021.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, confermiamo quasi integralmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 11,00 mln ed un EBITDA pari a € 2,15 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 17,65 mln (CAGR 21A-25E: 17,4%) nel 2025E, con EBITDA pari a € 4,20 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 23,8%), in crescita rispetto a € 1,37 mln del 2021A (corrispondente ad un EBITDA margin del 14,7%). Per quanto riguarda gli investimenti stimati, ci aspettiamo Capex 2022E-2025E pari a circa €4,15 mln; infine, stimiamo una NFP per il FY25E cash positive e pari a € 7,42 mln.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Circle sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a € 21,9 mln. L'equity value di Circle utilizzando i market multiples risulta invece pari a € 18,4 mln (con uno sconto del 25%). Ne risulta un equity value medio pari a € 20,1 mln. Il target price è pari a € 5,00 (prev. € 5,20), rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	5,42	7,13	8,15	10,70	12,75	14,25
Other Revenues	2,04	2,18	2,85	3,20	3,30	3,40
Value of Production	7,46	9,31	11,00	13,90	16,05	17,65
COGS	0,39	0,36	0,40	0,50	0,60	0,65
Services	2,65	3,60	4,05	5,15	5,95	6,60
Use of asset owned by others	0,20	0,21	0,25	0,25	0,30	0,30
Employees	3,41	3,67	4,00	4,85	5,30	5,65
Other Operating Expenses	0,16	0,11	0,15	0,20	0,20	0,25
EBITDA	0,66	1,37	2,15	2,95	3,70	4,20
<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>
Extraordinary Items	(0,64)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA Adjusted	1,30	1,37	2,15	2,95	3,70	4,20
<i>EBITDA Adjusted margin</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	0,62	0,82	0,90	1,05	1,20	1,45
EBIT	0,04	0,55	1,25	1,90	2,50	2,75
<i>EBIT margin</i>	<i>0,5%</i>	<i>5,9%</i>	<i>11,4%</i>	<i>13,7%</i>	<i>15,6%</i>	<i>15,6%</i>
Financial Management	(0,01)	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	0,03	0,61	1,25	1,90	2,50	2,75
Taxes	0,00	0,07	0,35	0,50	0,65	0,70
Net Income	0,03	0,55	0,90	1,40	1,85	2,05

BALANCE SHEET (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Asset	2,87	3,35	3,15	3,05	2,95	2,90
Account Receivable	2,24	4,20	4,55	5,40	6,25	6,75
Inventories	0,07	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Account Payable	1,35	2,27	2,55	3,25	3,75	4,15
Operating Working Capital	0,96	1,98	2,05	2,20	2,55	2,65
Other Receivable	2,06	3,00	2,95	3,00	3,15	3,15
Other Payable	1,30	1,39	1,45	1,55	1,65	1,80
Net Working Capital	1,72	3,58	3,55	3,65	4,05	4,00
Severance Indemnities & Other Provisions	0,78	0,90	0,95	1,00	1,00	1,10
NET INVESTED CAPITAL	3,81	6,03	5,75	5,70	6,00	5,80
Share Capital	0,23	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27
Reserves	4,17	6,19	6,74	7,64	9,05	10,90
Net Income	0,03	0,55	0,90	1,40	1,85	2,05
Equity	4,43	7,01	7,91	9,32	11,17	13,22
Cash & Cash Equivalents	0,89	1,91	2,17	3,62	5,17	7,42
Short Term Debt	0,27	0,93	0,00	0,00	0,00	0,00
M/L Term Debt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Net Financial Position	(0,62)	(0,98)	(2,17)	(3,62)	(5,17)	(7,42)
SOURCES	3,81	6,03	5,75	5,70	6,00	5,80

CASH FLOW (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	0,04	0,55	1,25	1,90	2,50	2,75
Taxes	0,00	0,07	0,35	0,50	0,65	0,70
NOPAT	0,04	0,48	0,90	1,40	1,85	2,05
D&A	0,62	0,82	0,90	1,05	1,20	1,45
Change in receivable	0,60	(1,96)	(0,35)	(0,85)	(0,85)	(0,50)
Change in inventories	(0,04)	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payable	0,31	0,93	0,28	0,70	0,50	0,40
Change in others	(0,48)	(0,85)	0,11	0,05	(0,05)	0,15
<i>Change in NWC</i>	<i>0,38</i>	<i>(1,86)</i>	<i>0,04</i>	<i>(0,10)</i>	<i>(0,40)</i>	<i>0,05</i>
Change in provisions	0,10	0,12	0,05	0,05	0,00	0,10
OPERATING CASH FLOW	1,15	(0,44)	1,88	2,40	2,65	3,65
Capex	(0,83)	(1,30)	(0,70)	(0,95)	(1,10)	(1,40)
FREE CASH FLOW	0,32	(1,74)	1,18	1,45	1,55	2,25
Financial Management	(0,01)	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in Debt to Bank	(0,39)	0,66	(0,93)	0,00	0,00	0,00
Change in Equity	(0,03)	2,04	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,11)	1,03	0,25	1,45	1,55	2,25

Source: Circle and Integrae SIM estimates

1.1 1H22A Results

Table 2 – 1H22A vs 1H21A

(€/mln)	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H22A	5,22	0,86	16,5%	0,44	0,35	(1,02)
1H21A	4,18	0,74	17,6%	0,30	0,32	(0,98)*
<i>Change</i>	<i>25,0%</i>	<i>16,9%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>47,1%</i>	<i>7,7%</i>	<i>N/A</i>

Source: Integrae SIM

*NFP al 31/12/2021

Tramite comunicato stampa, Luca Abatello, CEO e Presidente di Circle SpA, commentando i risultati semestrali, dichiara: *“L’anno si è aperto con un avvio molto soddisfacente, seguito da un rallentamento legato alle conseguenze della guerra in Ucraina, dall’inflazione incalzante e dai crescenti costi energetici che stanno mettendo sotto pressione il sistema produttivo italiano. In questo scenario complesso, siamo lieti di aver comunque registrato tassi di crescita significativi, con un incremento del Valore della Produzione del 25% e la crescita del 47% dell’EBIT. Con il lancio della suite Global Milos Supply Chain Visibility for Manufacturing & Distribution e di ulteriori Servizi Federativi innovativi, la nostra offerta è ormai completa e rappresentativa di tutti i principali attori e segmenti della Supply Chain e delle loro esigenze. Vorrei sottolineare inoltre la grande crescita delle competenze del Gruppo, con particolare focus sull’Intelligenza Artificiale e il Machine Learning applicati alla componente multimodale. Per quanto riguarda il filone della Next Generation EU, la Transizione Energetica e, lo sblocco delle risorse economiche messe a disposizione dal PNRR per la digitalizzazione, vorrei sottolineare la capacità di Circle di concretizzare risultati importanti, con la partecipazione ad alcuni progetti determinanti anche per i prossimi anni”.*

Al termine del primo semestre del 2022 il valore della produzione si attesta a € 5,22 mln, in crescita del 24,9% rispetto al valore registrato al 1H21A, pari a € 4,18 mln. Responsabili di tale crescita sono certamente lo sviluppo dei servizi federativi innovativi implementati dal Gruppo, nonché le opportunità derivanti dal PNRR, dalla Next Generation EU e dai megatrend di settore legati alle nuove tecnologie a supporto della digitalizzazione. Nello specifico, i prodotti software proprietari, proposti anche in modalità SaaS (*Software as a Service*) su piattaforma *cloud*, registrano un incremento pari al 35,0%, mentre i servizi federativi Milos® una crescita del 149,0%.

L’EBITDA al 30 giugno 2022 ammonta a € 0,86 mln, in crescita del 16,9% rispetto al periodo precedente, pari a € 0,74 mln; di contro, si assiste ad una riduzione dell’EBITDA *margin*, che passa dal 17,6% al 16,5%. Si evidenzia, inoltre, che nel corso del 1H22A, in relazione a costi non ricorrenti relativi al trasloco e unificazione dell’*Headquarter* nella sede di Piazza Borgo Pila a Genova, il Gruppo comunica un EBITDA *Adjusted*, alla luce di tale voce straordinaria, pari a € 0,92 mln, corrispondente ad un EBITDA *Adjusted margin* del 17,6%.

L’EBIT del Gruppo, dopo ammortamenti per complessivi € 0,42 mln, si attesta a € 0,44 mln, in aumento del 47,2% rispetto al 1H21A (€ 0,30 mln). Di conseguenza, si nota una crescita anche nell’EBIT *margin*, che risulta pari all’8,4%, rispetto al 7,1% del periodo precedente.

Positivo anche il Net Income, in crescita del 10,8% dal dato del primo semestre pari € 0,36 mln, rispetto agli € 0,32 mln del 1H21A.

A livello patrimoniale, infine, si segnala un lieve miglioramento della NFP, che raggiunge i € 1,02 mln *cash positive*, rispetto ai € 0,98 mln *cash positive* al 31 dicembre 2021. Per quanto concerne le Capex, il Gruppo, in linea con la propria logica di crescita orientata a particolari investimenti, si è concentrata l’evoluzione dei servizi offerti dalle suite Milos® TOS, MTO,

Optimisation, Global Supply Chain Visibility, MasterSped® oltre che allo sviluppo dei ulteriori servizi federativi innovativi rivolti alla interoperabilità con *shipping lines*.

1.2 FY22E – FY25E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY22A-25E

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
VoP				
New	11,0	13,9	16,1	17,7
Old	11,0	13,9	16,0	17,7
Change	0,0%	0,0%	-0,1%	0,1%
EBITDA				
New	2,2	3,0	3,7	4,2
Old	2,1	2,9	3,7	4,2
Change	0,5%	0,4%	0,0%	-0,1%
EBITDA %				
New	19,5%	21,2%	23,1%	23,8%
Old	19,5%	21,2%	23,1%	23,8%
Change	0,5%	0,4%	-0,1%	-0,1%
EBIT				
New	1,3	1,9	2,5	2,7
Old	1,2	1,9	2,5	2,8
Change	1,5%	-1,0%	0,0%	-0,6%
Net Income				
New	0,9	1,4	1,9	2,0
Old	0,9	1,4	1,9	2,1
Change	-2,5%	-2,5%	-1,3%	-1,2%
NFP				
New	(2,2)	(3,6)	(5,2)	(7,4)
Old	(2,2)	(3,7)	(5,3)	(7,5)
Change	N/A	N/A	N/A	N/A

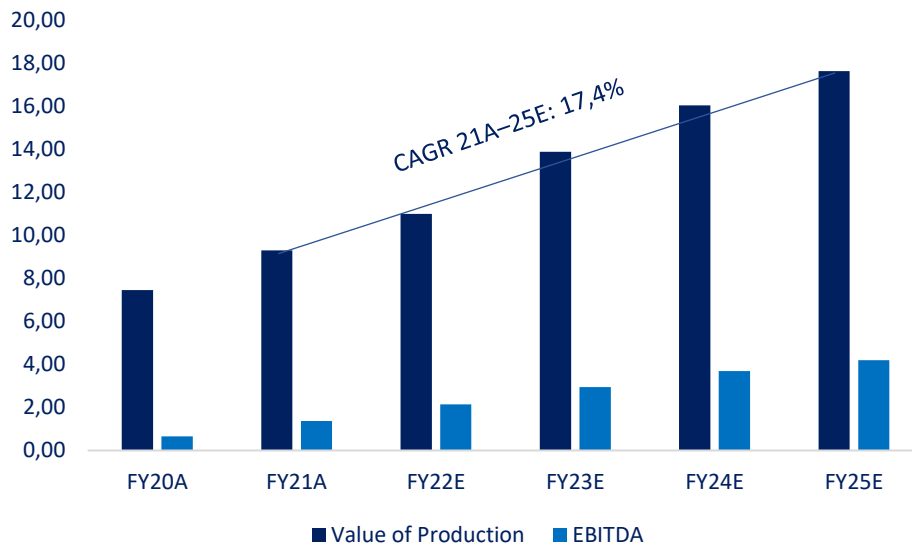
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, confermiamo quasi integralmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 11,00 mln ed un EBITDA pari a € 2,15 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 17,65 mln (CAGR 21A-25E: 17,4%) nel 2025E, con EBITDA pari a € 4,20 mln (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 23,8%), in crescita rispetto a € 1,37 mln del 2021A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 14,7%).

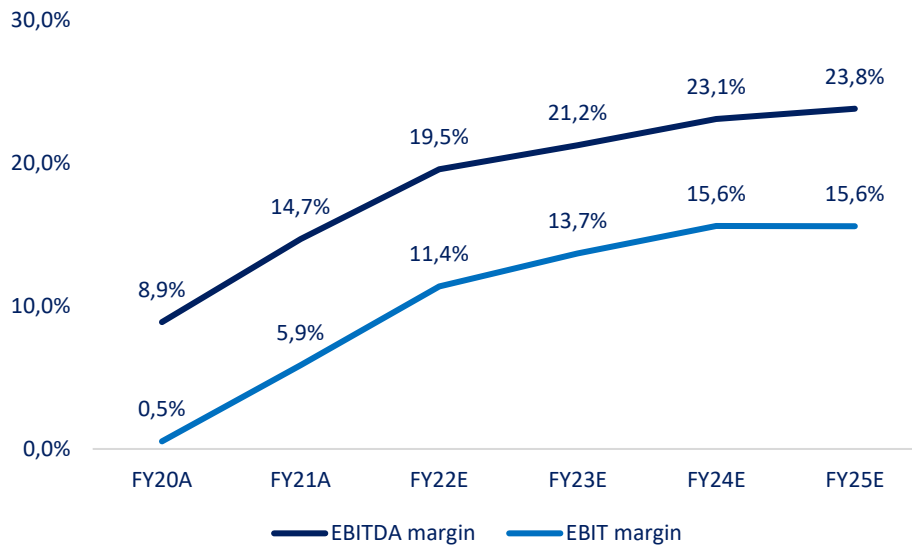
Per quanto riguarda gli investimenti stimati, ci aspettiamo Capex 2022E-2025E pari a circa €4,15 mln; infine, stimiamo una NFP per il FY25E *cash positive* e pari a € 7,42 mln.

Chart 1 – VoP and EBITDA FY20A-25E



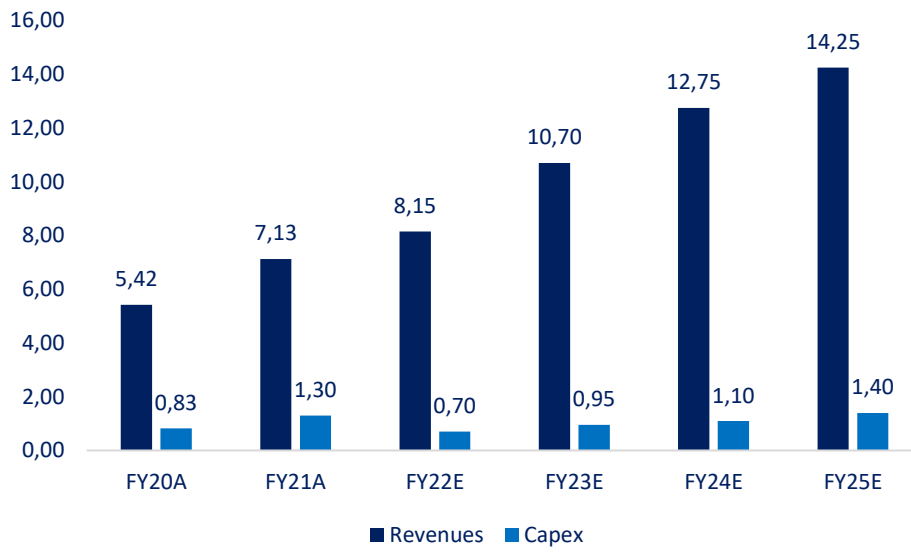
Source: Integrae SIM

Chart 2 – Margin FY20A-25E



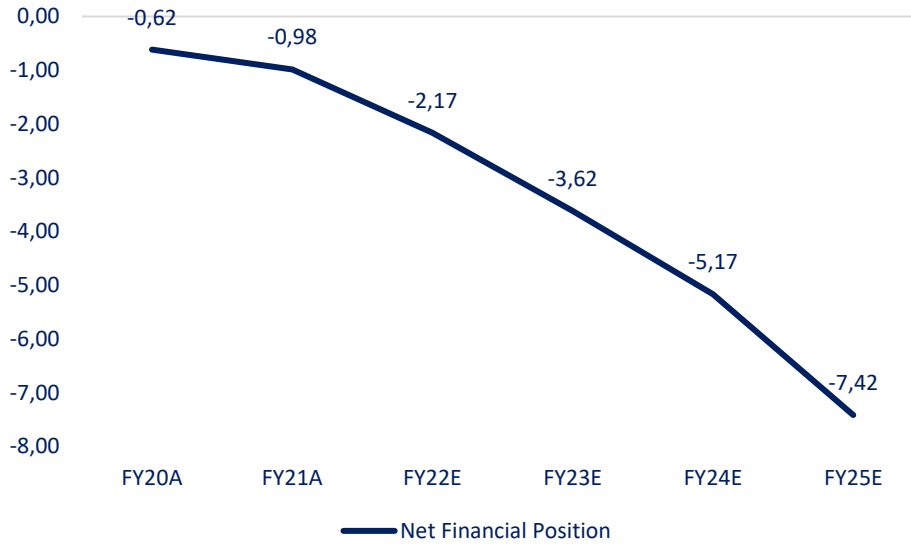
Source: Integrae SIM

Chart 3 – Capex FY20A-25E



Source: Integrae SIM

Chart 4 – NFP FY20A-25E



Source: Integrae SIM

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		11,85%
Risk Free Rate	2,18% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,08% Beta Adjusted	0,9
D/E (average)	11,11% Beta Relevered	1,0
Ke	13,09% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 11,85%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		21,9
FCFO actualized	6,7	32%
TV actualized DCF	14,2	68%
Enterprise Value	20,9	100%
NFP (FY21A)	(1,0)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 21,9 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	WACC						
	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%	12,8%	13,3%
2,5%	28,7	27,0	25,5	24,2	23,0	21,9	20,9
2,0%	27,4	25,9	24,5	23,3	22,2	21,2	20,3
Growth							
Rate (g)							
1,5%	26,3	24,9	23,7	22,6	21,5	20,6	19,8
1,0%	25,3	24,1	22,9	21,9	20,9	20,1	19,3
0,5%	24,4	23,3	22,2	21,2	20,4	19,6	18,8
0,0%	23,6	22,6	21,6	20,7	19,8	19,1	18,4
-0,5%	22,9	21,9	21,0	20,1	19,4	18,7	18,0

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di Circle. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. Il *panel* è composto da:

Table 7 – Market Multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
Capgemini SE	10,3	9,1	8,3	11,0	10,2	9,3
Reply SpA	12,4	11,3	10,3	15,0	13,6	12,3
Computacenter Plc	6,4	6,1	5,9	8,5	8,1	7,8
Be Shaping the Future SpA	11,2	9,9	N/A	16,7	14,3	N/A
PSI Software AG	7,0	5,9	5,3	10,7	8,5	7,3
Peer median	10,3	9,1	7,1	11,0	10,2	8,6

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	22,6	27,4	26,8
EV/EBIT	14,1	20,3	22,2
Equity Value			
EV/EBITDA	24,9	29,7	29,0
EV/EBIT	16,3	22,5	24,4
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	18,6	22,2	21,8
EV/EBIT	12,2	16,9	18,3
Average	15,4	19,6	20,0

Source: Integrae SIM

L'equity value di Circle, utilizzando la media dei market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT risulta essere pari a € 24,5 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. **Pertanto, ne risulta un equity value di € 18,4 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	20,1
Equity Value DCF (€/mln)	21,9
Equity Value multiples (€/mln)	18,4
Target Price (€)	5,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 20,1 mln. Il **target price** è quindi di € 5,00 (prev. €5,20). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	8,9x	6,5x	5,2x
EV/EBIT	15,3x	10,1x	7,6x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	6,1x	4,5x	3,6x
EV/EBIT	10,5x	6,9x	5,3x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

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. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo and Edoardo Luigi Pezzella are the 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
05/10/2021	3,84	Buy	5,10	Medium	Update
21/02/2022	3,58	Buy	5,10	Medium	Flash Note
05/04/2022	3,68	Buy	5,20	Medium	Update
12/05/2022	3,74	Buy	5,20	Medium	Flash Note
04/07/2022	3,79	Buy	5,20	Medium	Flash Note
08/08/2022	3,76	Buy	5,20	Medium	Flash Note
11/08/2022	3,72	Buy	5,20	Medium	Flash Note
08/09/2022	3,65	Buy	5,20	Medium	Flash Note

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 formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell

financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached.

The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of Circle S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Circle S.p.A.;
- In the IPO phase, it played the role of Global Coordinator.