

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Circle

Euronext Growth Milan | Engineering | Italy

Produzione 31/03/2023, h. 18:30

Pubblicazione 03/04/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 6,20

prev. € 5,00

Risk



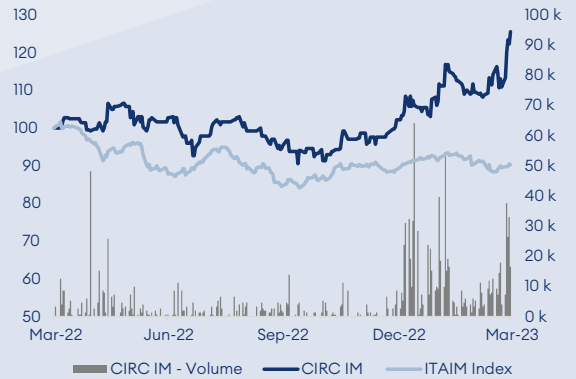
Medium

Upside potential

34,1%

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	9,1	12,4	14,5	17,0
VoP	10,9	14,5	16,8	19,5
EBITDA	2,0	2,8	3,4	4,1
EBIT	1,0	1,8	2,4	3,0
Net Income	0,8	1,5	2,0	2,5
EBITDA margin	18,1%	19,0%	20,2%	21,0%
EBIT margin	9,2%	12,1%	14,0%	15,4%
Net Income margin	7,7%	10,3%	11,9%	12,8%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 4,62
Target price	€ 6,20
Upside/(Downside) potential	34,1%
Ticker	CIRC IM
Market Cap (€/mln)	€ 18,60
EV (€/mln)	€ 15,68
Free Float	37,65%
Share Outstanding	4.026.495
52-week high	€ 4,88
52-week low	€ 3,27
Average daily volumes (3 months)	13.000

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Edoardo Luigi Pezzella | edoardo.pezzella@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	14,93%	22,87%	31,62%	25,54%
to FTSE Italia Growth	14,75%	22,19%	25,21%	35,29%
to Euronext STAR Milan	15,75%	16,87%	12,90%	35,74%
to FTSE All-Share	16,35%	10,93%	1,12%	18,16%
to EUROSTOXX	13,12%	10,97%	1,58%	14,97%
to MSCI World Index	13,26%	17,02%	15,60%	35,15%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	8,0 x	5,7 x	4,6 x	3,8 x
EV/EBIT	15,8 x	9,0 x	6,7 x	5,2 x
P/E	22,3 x	12,4 x	9,3 x	7,4 x

FY22A Results

Il Valore della Produzione si attesta a € 10,85 mln, rispetto a un valore pari a € 9,31 mln registrato a fine 2021 e a € 11,00 mln stimati nel nostro precedente report. L'EBITDA, pari a € 1,96 mln, registra un incremento pari al 43,6% rispetto ai € 1,37 mln dell'esercizio precedente e risulta in leggera flessione rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 2,15mln. L'EBITDA *Margin*, pari al 18,1%, risulta superiore rispetto al dato dell'esercizio precedente (14,7%) e poco inferiore alle nostre stime (19,5%). La NFP *Adjusted*, comprensiva dei crediti esigibili verso l'Unione Europea, invece, risulta *cash positive* per un ammontare pari a € 2,92 mln nel FY22A (*cash positive* pari a € 2,48 mln nel FY21A).

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo Valore della Produzione FY23E pari a € 14,50 mln ed un EBITDA pari a € 2,75 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il Valore della Produzione possa aumentare fino a € 22,70 mln (CAGR 22A-26E: 20,3%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 5,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 22,0%), in crescita rispetto a € 1,96 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *Margin* del 18,1%).

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 anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a € 24,7 mln. L'equity value di Circle utilizzando i market multiples risulta essere pari € 25,2 mln (incluso un discount pari al 25,0%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 25,0 mln. Il target price è di € 6,20, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	7,13	9,06	12,40	14,50	16,95	19,80
Other Revenues	2,18	1,79	2,10	2,30	2,55	2,90
Value of Production	9,31	10,85	14,50	16,80	19,50	22,70
COGS	0,36	0,43	0,55	0,60	0,70	0,85
Services	3,60	3,85	5,15	5,90	6,80	7,90
Use of asset owned by others	0,21	0,17	0,25	0,25	0,30	0,35
Employees	3,67	4,31	5,60	6,45	7,35	8,25
Other Operating Expenses	0,11	0,12	0,20	0,20	0,25	0,35
EBITDA	1,37	1,96	2,75	3,40	4,10	5,00
<i>EBITDA Margin</i>	<i>14,7%</i>	<i>18,1%</i>	<i>19,0%</i>	<i>20,2%</i>	<i>21,0%</i>	<i>22,0%</i>
D&A	0,82	0,97	1,00	1,05	1,10	1,10
EBIT	0,55	1,00	1,75	2,35	3,00	3,90
<i>EBIT Margin</i>	<i>5,9%</i>	<i>9,2%</i>	<i>12,1%</i>	<i>14,0%</i>	<i>15,4%</i>	<i>17,2%</i>
Financial Management	0,07	(0,03)	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	0,61	0,97	1,75	2,35	3,00	3,90
Taxes	0,07	0,13	0,25	0,35	0,50	0,70
Net Income	0,55	0,83	1,50	2,00	2,50	3,20

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Asset	3,35	3,82	4,35	4,95	5,65	6,35
Account Receivable	4,20	5,63	7,10	8,00	8,80	9,00
Inventories	0,05	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05
Account Payable	2,27	2,56	3,25	3,75	4,15	4,80
Operating Working Capital	1,98	3,11	3,90	4,30	4,70	4,25
Other Receivable	1,50	1,66	1,61	1,51	1,36	1,26
Other Payable	1,39	2,13	2,80	3,20	3,55	4,10
Net Working Capital	2,08	2,64	2,71	2,61	2,51	1,41
Severance Indemnities & Other Provisions	0,90	1,06	1,35	1,55	1,65	1,80
NET INVESTED CAPITAL	4,53	5,39	5,71	6,01	6,51	5,96
Share Capital	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27
Reserves	6,19	7,21	8,04	9,54	11,54	14,04
Net Income	0,55	0,83	1,50	2,00	2,50	3,20
Equity	7,01	8,31	9,81	11,81	14,31	17,51
Cash & Cash Equivalents	1,91	2,34	3,20	4,55	6,40	10,05
Short Term Debt	0,93	0,52	0,25	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	(0,98)	(1,82)	(2,95)	(4,55)	(6,40)	(10,05)
Other Financial Receivable	1,50	1,10	1,15	1,25	1,40	1,50
Net Financial Position Adjusted	(2,48)	(2,92)	(4,10)	(5,80)	(7,80)	(11,55)
SOURCES	4,53	5,39	5,71	6,01	6,51	5,96

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	1,00	1,75	2,35	3,00	3,90
Taxes	0,13	0,25	0,35	0,50	0,70
NOPAT	0,86	1,50	2,00	2,50	3,20
D&A	0,97	1,00	1,05	1,10	1,10
Change in receivable	(1,44)	(1,47)	(0,90)	(0,80)	(0,20)
Change in inventories	0,01	(0,01)	0,00	0,00	0,00
Change in payable	0,29	0,69	0,50	0,40	0,65
Change in others	0,58	0,72	0,50	0,50	0,65
<i>Change in NWC</i>	<i>(0,56)</i>	<i>(0,07)</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>1,10</i>
Change in provisions	0,16	0,29	0,20	0,10	0,15
OPERATING CASH FLOW	1,43	2,72	3,35	3,80	5,55
Capex	(1,43)	(1,53)	(1,65)	(1,80)	(1,80)
FREE CASH FLOW	(0,00)	1,18	1,70	2,00	3,75
Financial Management	(0,03)	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in Financial Debt	(0,01)	(0,32)	(0,35)	(0,15)	(0,10)
Change in Equity	0,47	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,42	0,87	1,35	1,85	3,65

Source: Circle and Integrae SIM estimates

Company Overview

Fondata a Genova nel 2012, Circle SpA è la PMI Innovativa a capo di CIRCLE Group, specializzato nell'analisi e nello sviluppo di prodotti per l'innovazione e la digitalizzazione dei settori portuale e della logistica intermodale e nella consulenza internazionale sui temi del Green Deal e della transizione energetica. Oltre a Circle, fanno parte del Gruppo le software house Info.era, Progetto Adele e Cargo Start, acquisite rispettivamente a fine 2017, luglio 2019 e dicembre 2022, e le società di consulenza Circle Connecting EU e Magellan Circle.

Le sinergie tra le singole componenti di CIRCLE Group hanno permesso di ampliare il portafoglio delle soluzioni offerte in ambito *IoT*, *Optimisation*, *Digital Twin*, *Big Data* e *Process Automation*, e di rafforzare i relativi prodotti software: Milos® (suite rivolta a tutti gli attori della logistica intermodale quali *inland terminal*, terminal portuali, porti, MTO e agenzie marittime), il Port Community System Sinfomar, le soluzioni Master SPED® e Master TRADE® (dedicate rispettivamente a spedizioni e logistica, e a commercio e industria), e Star Tracking® (soluzione per il *tracking airport-to-airport*). A completare l'offerta in ambito *Supply Chain*, i cosiddetti "servizi federativi" in grado di rendere più efficiente la migrazione dei clienti verso un modello di business digitale e offerti in modalità *cloud*. Attraverso la Circle Connecting EU, Circle affianca Enti Pubblici e Aziende individuandone il posizionamento a livello Europeo (*Strategic Communication and Advocacy*) e le opportunità di finanziamento (*Eu Funding Accelerator*). Grazie alla joint venture e acquisizione di Magellan Circle, realtà portoghese attiva nel campo dell'*advocacy* presso le Istituzioni europee, Circle ha ampliato la propria presenza a Bruxelles e i propri servizi, massimizzando così le opportunità derivanti dai fondi e progetti *Next Generation EU*.

FY22A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY22A	10,85	1,96	18,1%	1,00	0,83	(1,82)
FY22E	11,00	2,15	19,5%	1,25	0,90	(2,17)
<i>Change</i>	-1,3%	-8,8%	-1,5%	-20,4%	-7,4%	N/A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Luca Abatello, CEO e Presidente di Circle SpA, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Il 2022 è stato un anno articolato, ma molto soddisfacente, come abbiamo già avuto modo di condividere in sede di presentazione degli highlights un paio di settimane fa. Il Gruppo ha consolidato la propria crescita lungo i due assi principali di sviluppo dei prodotti software proprietari e dei progetti innovativi; inoltre, un apporto fondamentale è stato dato dai Servizi Federativi Milos®, alla base del piano industriale Connect for Agile Growth. Sul fronte europeo abbiamo completato l'integrazione di Magellan Circle e firmato il record di progetti da quando operiamo, pari a oltre € 3,5 milioni. Tutti questi elementi hanno portato a un forte incremento della marginalità, con un EBITDA consolidato pari a 2 milioni, in crescita del 44% rispetto al 2021. Le prospettive per il futuro sono molto buone: tra la fine dell'anno e l'inizio del 2023 abbiamo siglato, infatti, numerosi contratti anche grazie al Piano Transizione 4.0. Questo pone le basi per un 2023 di ulteriore importante crescita considerando anche il consolidamento della neoacquisita Cargo Start. Inoltre, stiamo entrando nel cuore dei piani Next Generation EU ed Energy Transition che vedranno il loro picco nel secondo semestre 2023 e, successivamente, nel biennio 2024-2025”.*

Il Valore della Produzione si attesta a € 10,85 mln, rispetto a un valore pari a € 9,31 mln registrato a fine 2021 e a € 11,00 mln stimati nel nostro precedente report.

La crescita rispetto al 2021 è stata resa possibile soprattutto grazie all'incremento dei Ricavi derivanti dai prodotti software proprietari, proposti anche in modalità SaaS (Software As A Service) su piattaforma *cloud*, che sono aumentati del 25,0%, confermando il trend di crescita significativa già evidenziato nell'esercizio precedente.

L'EBITDA, pari a € 1,96 mln, registra un incremento pari al 43,6% rispetto ai € 1,37 mln dell'esercizio precedente e risulta in leggera flessione rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 2,15 mln. L'EBITDA *Margin*, pari al 18,1%, risulta superiore rispetto al dato dell'esercizio precedente (14,7%) e poco inferiore alle nostre stime (19,5%).

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,97 mln, si attesta a € 1,00 mln (€ 0,55 mln nel FY21A), rispetto a nostre stime pari a € 1,25 mln. L'EBIT *Margin* risulta pari al 9,2%, rispetto ad un dato al FY21A del 5,9% e nostre stime pari al 11,4%.

Il Net Income si attesta a € 0,83 mln (€ 0,55 mln nel FY21A), in linea rispetto a € 0,90 mln delle nostre precedenti stime.

La NFP mostra un miglioramento dal valore *cash positive* pari a € 0,98 mln del FY21A al valore *cash positive* pari a € 1,82 mln del FY22A. La NFP *Adjusted*, comprensiva dei crediti esigibili verso l'Unione Europea, strutturalmente posticipati per regole comunitarie, invece, risulta *cash positive* per un ammontare pari a € 2,92 mln nel FY22A (*cash positive* pari a € 2,48 mln nel FY21A).

FY23E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-26E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
VoP				
New	14,50	16,80	19,50	22,70
Old	13,90	16,05	17,65	N/A
Change	4,3%	4,7%	10,5%	N/A
EBITDA				
New	2,75	3,40	4,10	5,00
Old	2,95	3,70	4,20	N/A
Change	-6,8%	-8,1%	-2,3%	N/A
EBITDA %				
New	19,0%	20,2%	21,0%	22,0%
Old	21,2%	23,1%	23,8%	N/A
Change	-2,3%	-2,8%	-2,8%	N/A
EBIT				
New	1,75	2,35	3,00	3,90
Old	1,90	2,50	2,75	N/A
Change	-7,9%	-6,0%	9,2%	N/A
Net Income				
New	1,50	2,00	2,50	3,20
Old	1,40	1,85	2,05	N/A
Change	6,9%	7,9%	22,2%	N/A
NFP Adjusted				
New	(4,10)	(5,80)	(7,80)	(11,55)
Old	N/A	N/A	N/A	N/A
Change	N/A	N/A	N/A	N/A

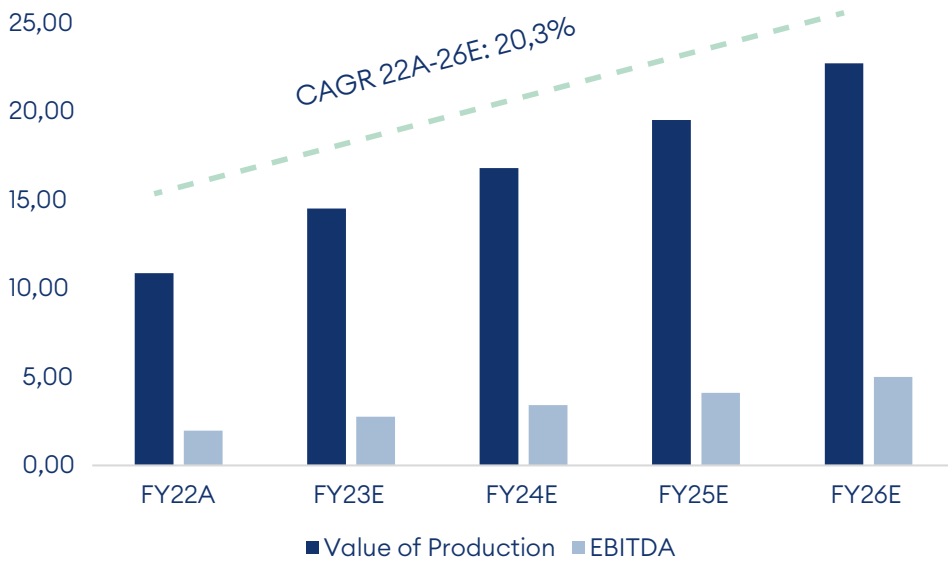
Source: *Integrae SIM*

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo Valore della Produzione FY23E pari a € 14,50 mln ed un EBITDA pari a € 2,75 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il Valore della Produzione possa aumentare fino a € 22,70 mln (CAGR 22A-26E: 20,3%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 5,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 22,0%), in crescita rispetto a € 1,96 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *Margin* del 18,1%).

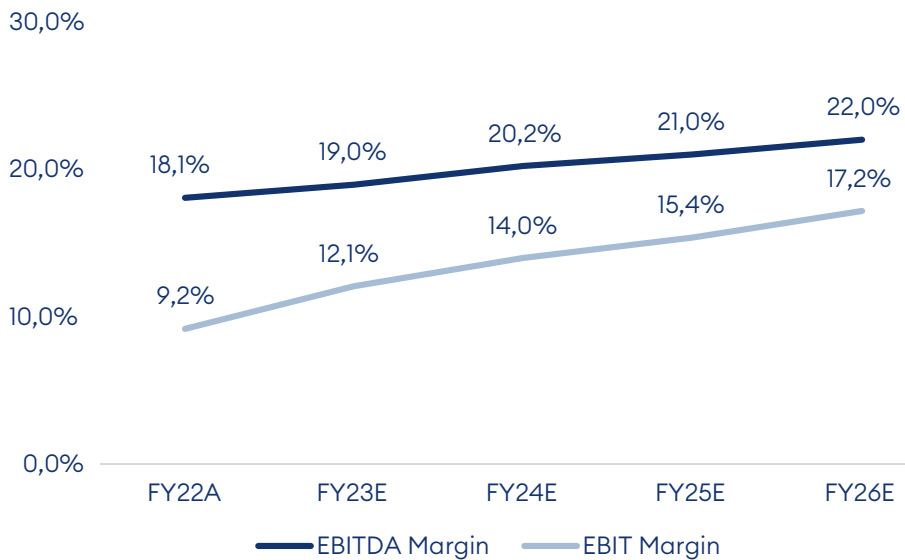
Per quanto riguarda gli investimenti stimati, ci aspettiamo Capex 2023E-2026E pari a circa € 6,78 mln; infine, stimiamo una NFP *Adjusted* (comprensiva dei crediti esigibili verso l'Unione Europea, strutturalmente posticipati per regole comunitarie) per il FY26E *cash positive* pari a € 11,55 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY22A-26E



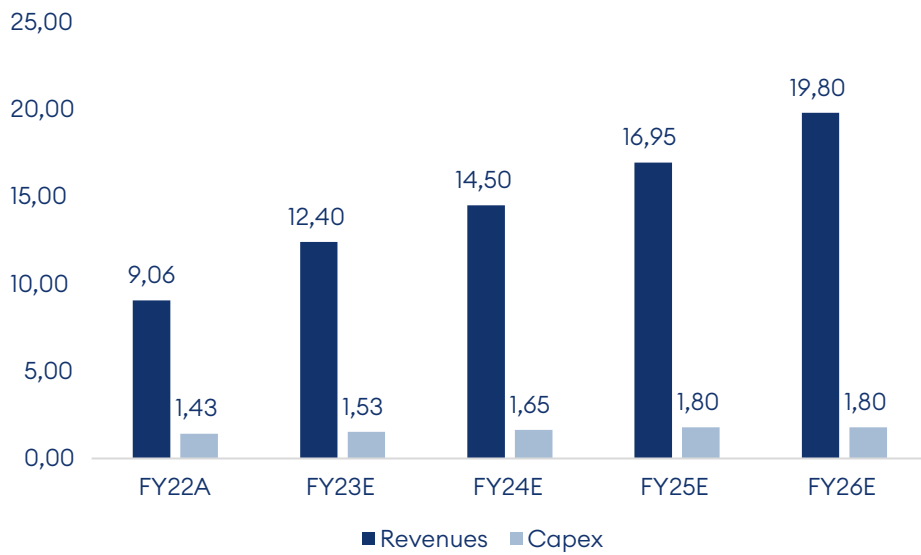
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY22A-26E



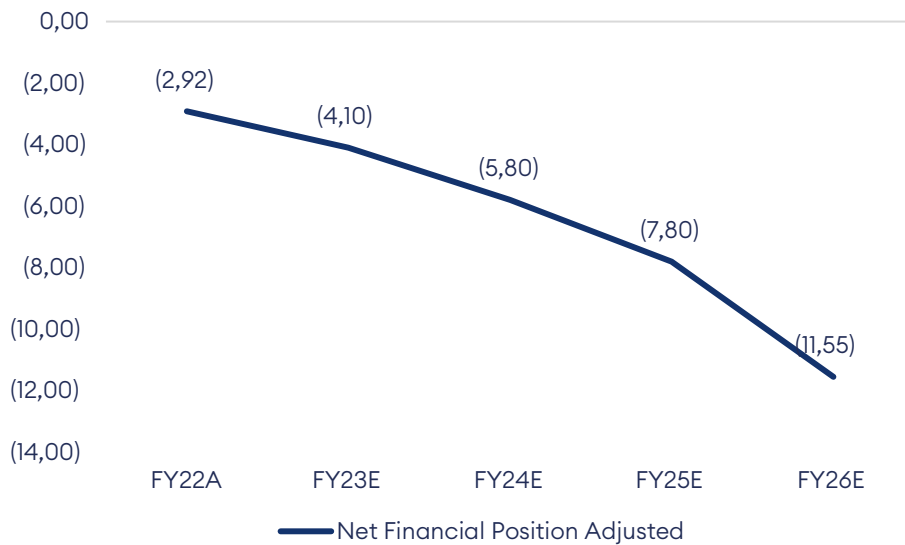
Source: Integrae SIM

CHART 3 – CAPEX FY22A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – NFP ADJUSTED FY22A-26E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC			13,72%
D/E 5,26%	Risk Free Rate 3,51%	β Adjusted 0,86	α (specific risk) 2,50%
K_d 1,00%	Market Premium 9,73%	β Relevered 0,90	K_e 14,41%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 13,72%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	5,3	24%
TV actualized DCF	16,5	76%
Enterprise Value	21,8	100%
NFP Adjusted (FY22A)	(2,9)	
Equity Value	24,7	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 24,7 mln.

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		12,2%	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%	14,7%	15,2%
	2,5%	31,0	29,5	28,1	26,9	25,7	24,7	23,7
	2,0%	29,9	28,5	27,3	26,1	25,0	24,0	23,1
	1,5%	28,9	27,6	26,4	25,4	24,4	23,4	22,6
	1,0%	28,0	26,8	25,7	24,7	23,8	22,9	22,1
	0,5%	27,2	26,0	25,0	24,1	23,2	22,4	21,6
	0,0%	26,4	25,3	24,4	23,5	22,7	21,9	21,2
	-0,5%	25,7	24,7	23,8	22,9	22,2	21,4	20,7

Source: Integrae SIM

Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di Circle, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. 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			EV/EBIT			P/E		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Capgemini SE	9,1 x	8,3 x	7,5 x	10,1 x	9,1 x	8,4 x	18,1 x	16,1 x	12,3 x
Reply S.p.A.	12,5 x	11,4 x	10,5 x	15,1 x	13,6 x	12,3 x	21,8 x	19,6 x	17,8 x
Computacenter Plc.	7,4 x	7,0 x	6,8 x	9,9 x	9,5 x	8,9 x	13,8 x	13,3 x	12,5 x
Accenture Plc.	15,8 x	14,2 x	13,0 x	19,4 x	17,3 x	15,5 x	24,7 x	22,8 x	20,8 x
PSI Software AG	9,1 x	7,9 x	7,0 x	13,7 x	11,1 x	9,5 x	21,4 x	17,1 x	15,2 x
Peer median	9,1 x	8,3 x	7,5 x	13,7 x	11,1 x	9,5 x	21,4 x	17,1 x	15,2 x

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	25,1	28,4	30,9
EV/EBIT	23,9	26,0	28,4
P/E	32,2	34,3	38,1
Equity Value			
EV/EBITDA	29,2	34,2	38,7
EV/EBIT	28,0	31,8	36,2
P/E	32,2	34,3	38,1
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	21,9	25,6	29,0
EV/EBIT	21,0	23,9	27,1
P/E	24,1	25,7	28,6
Average	22,3	25,1	28,2

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di Circle, utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E, risulta essere pari a circa € 33,6mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25,0%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 25,2 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	25,0
Equity Value DCF (€/mln)	24,7
Equity Value multiples (€/mln)	25,2
Target Price (€)	6,20

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 25,0 mln. **Il target price è quindi di € 6,20 (prev. €5,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	11,2 x	8,0 x	6,5 x	5,4 x
EV/EBIT	22,1 x	12,6 x	9,4 x	7,3 x
P/E	30,0 x	16,6 x	12,5 x	10,0 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	8,0 x	5,7 x	4,6 x	3,8 x
EV/EBIT	15,8 x	9,0 x	6,7 x	5,2 x
P/E	22,3 x	12,4 x	9,3 x	7,4 x

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, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa 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
05/04/2022	3,68	Buy	5,20	Medium	Update
12/05/2022	3,74	Buy	5,20	Medium	Breaking News
04/07/2022	3,79	Buy	5,20	Medium	Breaking News
08/08/2022	3,76	Buy	5,20	Medium	Breaking News
11/08/2022	3,72	Buy	5,20	Medium	Breaking News
08/09/2022	3,65	Buy	5,20	Medium	Breaking News
14/09/2022	3,60	Buy	5,20	Medium	Breaking News
03/10/2022	3,51	Buy	5,00	Medium	Update
19/10/2022	3,48	Buy	5,00	Medium	Breaking News
15/11/2022	3,48	Buy	5,00	Medium	Breaking News
16/11/2022	3,48	Buy	5,00	Medium	Breaking News
22/12/2022	3,59	Buy	5,00	Medium	Breaking News
29/12/2022	3,68	Buy	5,00	Medium	Breaking News
10/01/2023	3,99	Buy	5,00	Medium	Breaking News
12/01/2023	4,02	Buy	5,00	Medium	Breaking News
19/01/2023	3,88	Buy	5,00	Medium	Breaking News
03/02/2023	4,12	Buy	5,00	Medium	Breaking News
09/02/2023	4,30	Buy	5,00	Medium	Breaking News
22/02/2023	4,01	Buy	5,00	Medium	Breaking News
16/03/2023	4,09	Buy	5,00	Medium	Breaking News

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). 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:

- *It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the Circle SpA;*
- *It 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.*