

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Circle

Euronext Growth Milan | Engineering | Italy

Produzione 03/04/2024, h. 18:30

Pubblicazione 04/04/2024, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 8,00

prev. € 7,70

Risk

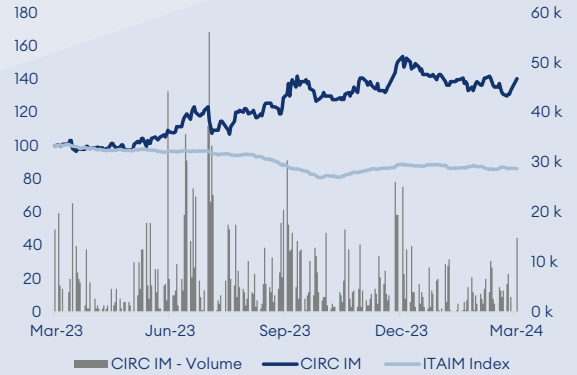


Medium

Upside potential

25,0%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 6,40
Target price	€ 8,00
Upside/(Downside) potential	25,0%
Ticker	CIRC IM
Market Cap (€/mln)	€ 25,77
EV (€/mln)	€ 21,67
Free Float	32,22%
Share Outstanding	4.026.495
52-week high	€ 7,10
52-week low	€ 4,38
Average daily volumes (3 months)	4.269

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	10,3	13,4	16,6	19,7
VoP	13,2	15,7	19,4	23,0
EBITDA	3,2	3,8	4,7	5,6
EBIT	2,0	2,7	3,6	4,4
Net Income	1,7	2,1	2,7	3,3
EBITDA margin	24,1%	24,2%	24,3%	24,4%
EBIT margin	15,5%	17,2%	18,3%	19,2%
Net Income margin	12,7%	13,4%	14,0%	14,4%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Edoardo Luigi Pezzella | edoardo.pezzella@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	0,0%	-9,9%	5,8%	38,5%
to FTSE Italia Growth	1,3%	-6,8%	7,5%	52,3%
to Euronext STAR Milan	-2,3%	-10,7%	-7,9%	41,7%
to FTSE All-Share	-4,2%	-21,7%	-17,1%	14,0%
to EUROSTOXX	-3,6%	-22,2%	-16,7%	21,0%
to MSCI World Index	-1,4%	-19,1%	-13,6%	15,5%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	6,8x	5,7x	4,6x	3,9x
EV/EBIT	10,6x	8,0x	6,1x	4,9x
P/E	15,3x	12,3x	9,5x	7,8x

FY23A Results

Il Valore della Produzione si attesta a € 13,21 mln, rispetto a un valore pari a € 10,85 mln registrato a fine 2022 e a € 14,60 mln stimati nel nostro precedente report. L'EBITDA, pari a € 3,19 mln, registra un incremento pari al 62,5% rispetto ai € 1,96 mln dell'esercizio precedente e risulta lievemente migliore delle nostre precedenti stime pari a € 3,10 mln. L'EBITDA *Margin*, pari al 24,1%, risulta superiore rispetto sia al dato dell'esercizio precedente (18,1%) sia alle nostre stime (21,2%). L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,14 mln, si attesta a € 2,05 mln (€ 1,00 mln nel FY22A). Il Net Income si attesta a € 1,68 mln, registrando una crescita straordinaria, pari al 101,8% rispetto a € 0,83 mln del FY22A.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo Valore della Produzione FY24E pari a € 15,70 mln ed un EBITDA pari a € 3,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 24,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il Valore della Produzione possa aumentare fino a € 26,00 mln (CAGR 23A-27E: 18,4%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 6,40 mln (corrispondente ad una marginalità del 24,6%), in crescita rispetto a € 3,19 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *Margin* del 24,1%).

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 € 31,5 mln. L'equity value di Circle utilizzando i market multiples risulta essere pari € 33,0 mln (incluso un discount pari al 25,0%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 32,2 mln. Il target price è di € 8,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	9,06	10,35	13,40	16,60	19,65	22,50
Other revenues	1,79	2,86	2,30	2,75	3,30	3,50
Value of Production	10,85	13,21	15,70	19,35	22,95	26,00
COGS	0,43	0,05	0,10	0,10	0,15	0,20
Services	3,85	4,17	5,00	6,25	7,35	8,25
Use of assets owned by others	0,17	0,41	0,40	0,45	0,50	0,55
Employees	4,31	5,10	6,05	7,45	8,90	10,10
Other operating costs	0,12	0,29	0,35	0,40	0,45	0,50
EBITDA	1,96	3,19	3,80	4,70	5,60	6,40
<i>EBITDA Margin</i>	<i>18,1%</i>	<i>24,1%</i>	<i>24,2%</i>	<i>24,3%</i>	<i>24,4%</i>	<i>24,6%</i>
D&A	0,97	1,14	1,10	1,15	1,20	1,30
EBIT	1,00	2,05	2,70	3,55	4,40	5,10
<i>EBIT Margin</i>	<i>9,2%</i>	<i>15,5%</i>	<i>17,2%</i>	<i>18,3%</i>	<i>19,2%</i>	<i>19,6%</i>
Financial management	(0,03)	(0,02)	(0,05)	(0,10)	(0,15)	(0,15)
EBT	0,97	2,03	2,65	3,45	4,25	4,95
Taxes	0,13	0,35	0,55	0,75	0,95	1,15
Net Income	0,83	1,68	2,10	2,70	3,30	3,80

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	3,82	4,13	4,90	5,60	6,20	6,65
Account receivable	5,63	5,92	7,40	8,50	9,60	10,50
Inventory	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05
Account payable	2,56	2,31	3,00	4,00	4,85	5,50
Operating Working Capital	3,11	3,65	4,45	4,55	4,80	5,05
Other receivable	1,70	1,29	1,40	1,60	2,10	2,50
Other payable	2,13	2,04	2,60	2,90	3,50	4,00
Net Working Capital	2,68	2,90	3,25	3,25	3,40	3,55
Severance & other provisions	1,06	1,18	1,45	1,75	2,00	2,20
NET INVESTED CAPITAL	5,43	5,86	6,70	7,10	7,60	8,00
Share capital	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27
Reserves	7,21	8,01	9,69	11,79	14,49	17,79
Net Income	0,83	1,68	2,10	2,70	3,30	3,80
Equity	8,31	9,96	12,06	14,76	18,06	21,86
Cash & cash equivalents	2,34	2,08	2,96	4,86	7,46	10,66
Short term financial debt	0,52	0,43	0,20	0,00	0,00	0,00
M/L term financial debt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Net Financial Position	(1,82)	(1,65)	(2,76)	(4,86)	(7,46)	(10,66)
Other financial receivable	1,06	2,45	2,60	2,80	3,00	3,20
NFP Adjusted	(2,88)	(4,10)	(5,36)	(7,66)	(10,46)	(13,86)
SOURCES	5,43	5,86	6,70	7,10	7,60	8,00

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	2,05	2,70	3,55	4,40	5,10
Taxes	0,35	0,55	0,75	0,95	1,15
NOPAT	1,70	2,15	2,80	3,45	3,95
D&A	1,14	1,10	1,15	1,20	1,30
Change in NWC	(0,23)	(0,35)	0,00	(0,15)	(0,15)
Change in receivable	(0,29)	(1,48)	(1,10)	(1,10)	(0,90)
Change in inventory	0,00	(0,01)	0,00	0,00	0,00
Change in payable	(0,26)	0,69	1,00	0,85	0,65
Change in others	0,31	0,46	0,10	0,10	0,10
Change in provisions	0,11	0,28	0,30	0,25	0,20
OPERATING CASH FLOW	2,72	3,18	4,25	4,75	5,30
Capex	(1,46)	(1,87)	(1,85)	(1,80)	(1,75)
FREE CASH FLOW	1,27	1,31	2,40	2,95	3,55
Financial management	(0,02)	(0,05)	(0,10)	(0,15)	(0,15)
Change in Financial debt	(0,09)	(0,23)	(0,20)	0,00	0,00
Change Other financial receivable	(1,39)	(0,15)	(0,20)	(0,20)	(0,20)
Change in equity	(0,03)	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,26)	0,88	1,90	2,60	3,20

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, NEXT Freight (precedentemente "Progetto Adele") e Cargo Start, acquisite rispettivamente a fine 2017, luglio 2019 e dicembre 2022, le società di consulenza Magellan Circle e Magellan Circle Italy, e la NewCo NEXT Customs. 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, MasterSPED® e Milos® Global Supply Chain Visibility, dedicate rispettivamente a spedizioni e logistica e a commercio e industria, nonché 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, in grado di integrarsi con i sistemi già in essere in Azienda e offerti in modalità cloud. Attraverso Magellan Circle (con sedi a Porto e Bruxelles) e Magellan Circle Italy, Circle opera nel campo dell'advocacy presso le Istituzioni europee, affiancando Enti Pubblici e Aziende individuandone il posizionamento a livello Europeo (Strategic Communication and Advo-

cacy) e le opportunità di finanziamento (Eu Funding Accelerator), con una verticalizzazione sui temi del Green Deal e della transizione energetica.

L’acquisizione a dicembre 2022 del 51% di Cargo Start, start-up Innovativa specializzata nello sviluppo e vendita di prodotti e servizi tecnologici innovativi per il cargo aereo, ha permesso a Circle di rafforzare la propria offerta in un segmento in rapida espansione e strategico rispetto al percorso industriale Connect 4 Agile Growth.

Circle guida inoltre la rete di impresa Log@Sea, funzionale al potenziamento dell’offerta di soluzioni evolute di Gate Automation rivolte ai nodi portuali e intermodali.

A dicembre 2023 Circle ha sottoscritto l’aumento di capitale pari al 20% del capitale sociale di ACCUDIRE, Startup Innovativa veneta che fornisce una Piattaforma Digitale Collaborativa in grado di aiutare gli attori presenti lungo le Supply Chain globali nello scambio di informazioni e nella gestione dei flussi documentali che accompagnano le spedizioni delle merci, partendo in primis dall’e-CMR (o lettera di vettura elettronica, parte di uno standard internazionale, direttiva europea e legge, appena approvata dal Parlamento italiano e pubblicata in Gazzetta Ufficiale il 27 marzo 2024).

Infine, Circle ha costituito a febbraio 2024 la NewCo NEXT Customs, dedicata ai servizi digitali di ottimizzazione doganale e funzionale al proseguimento di iniziative finalizzate all’armonizzazione dei processi doganali e allo sfruttamento delle innovative procedure doganali digitali, un ambito fortemente strategico per l’evoluzione del percorso Connect 4 Agile Growth.

FY23A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY23A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP Adjusted
FY23A	13,21	3,19	24,1%	2,05	1,68	(4,10)
FY23E	14,60	3,10	21,2%	2,10	1,60	(4,01)
<i>Change</i>	-9,5%	2,8%	2,9%	-2,6%	5,1%	n/a

Source: *Integrae SIM*

Tramite comunicato stampa, Luca Abatello, CEO e Presidente di Circle SpA, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Il 2023 è stato un anno molto articolato e ricco di cambiamenti di mercato e di contesto geopolitico; per CIRCLE Group si è trattato di un anno di notevole soddisfazione. La crescita del Gruppo è infatti proseguita lungo le due direttrici nodali di sviluppo dei prodotti software proprietari e dei progetti innovativi. Sui prodotti un apporto fondamentale è stato dato dai Servizi Federativi Milos®, alla base del piano industriale Connect for Agile Growth, e dai nuovi prodotti presentati, fra cui Milos® MTO, Milos® Global Supply Chain Visibility e Milos® Intelligence. La focalizzazione riguarda sempre più attività*

capaci di portare un immediato valore aggiunto ai clienti e di rispondere concretamente alle sfide quotidiane che impongono smaterializzazione e gestione proattiva. Sul fronte europeo abbiamo portato avanti i capisaldi legati a Green & Energy Transition, firmato numerosi nuovi progetti europei, e stiamo lavorando sull'attuazione a livello europeo in nove Stati membri del nuovo Regolamento 2020/1056 eFTI per la gestione totalmente smaterializzata dei documenti di accompagnamento della merce e per la gestione uniformata a livello europeo dei controlli lungo la catena logistica multimodale. A ciò si aggiungono ottime prospettive per il 2024: siamo entrati finalmente nel cuore dei piani Next Generation EU ed Energy Transition che vedranno il loro picco tra la metà del 2024 e la metà del 2026 con anche i fondi PNRR e 5.0”.

Il Valore della Produzione si attesta a € 13,21 mln, rispetto a un valore pari a € 10,85 mln registrato a fine 2022 e a € 14,60 mln stimati nel nostro precedente report.

La crescita rispetto al 2022 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 100,0% (€ 3,20 mln), confermando il trend di crescita significativa già evidenziato nell'esercizio precedente. Inoltre, si evidenzia come la validità della scelta strategica, presa verso la fine del 2022, di ridurre le vendite al mercato di componenti non essenziali e non associate a prodotti proprietari, servizi federativi e consulenza specialistica come hardware e servizi correlati, sia stata confermata dagli ottimi risultati del Gruppo in termini di marginalità.

L'EBITDA, pari a € 3,19 mln, registra un incremento pari al 62,5% rispetto ai € 1,96 mln dell'esercizio precedente e risulta lievemente migliore delle nostre precedenti stime pari a € 3,10 mln. L'EBITDA Margin, pari al 24,1%, risulta superiore rispetto sia al dato dell'esercizio precedente (18,1%) sia alle nostre stime (21,2%).

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,14 mln, si attesta a € 2,05 mln (€ 1,00 mln nel FY22A), rispetto a nostre stime pari a € 2,10 mln. L'EBIT Margin ammonta al 15,5%, rispetto ad un dato al FY22A del 9,2%.

Il Net Income si attesta a € 1,68 mln, registrando una crescita straordinaria, pari al 101,8% rispetto a € 0,83 mln del FY22A, superando anche gli € 1,60 mln delle nostre precedenti stime.

Nonostante il completamento dell'operazione “Magellan Circle”, dell'aumento di capitale Accudire e dell'investimento sui prodotti proprietari pari nel complesso a € 1,30 mln, la NFP resta stabile ad un valore cash positive pari a € 1,82 mln del FY22A al valore cash positive pari a € 1,65 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 € 4,10 mln nel FY23A (rispetto a € 2,88 mln cash positive nel FY22A).

FY24E – FY27E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-27E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production				
New	15,70	19,35	22,95	26,00
Old	17,10	19,85	23,10	n/a
Change	-8,2%	-2,5%	-0,6%	n/a
EBITDA				
New	3,80	4,70	5,60	6,40
Old	3,75	4,60	5,50	n/a
Change	1,3%	2,2%	1,8%	n/a
EBITDA %				
New	24,2%	24,3%	24,4%	24,6%
Old	21,9%	23,2%	23,8%	n/a
Change	2,3%	1,1%	0,6%	n/a
EBIT				
New	2,70	3,55	4,40	5,10
Old	2,70	3,50	4,40	n/a
Change	0,0%	1,4%	0,0%	n/a
Net Income				
New	2,10	2,70	3,30	3,80
Old	2,05	2,60	3,30	n/a
Change	2,4%	3,8%	0,0%	n/a
NFP Adjusted				
New	(5,36)	(7,66)	(10,46)	(13,86)
Old	(5,61)	(7,61)	(10,41)	n/a
Change	n/a	n/a	n/a	n/a

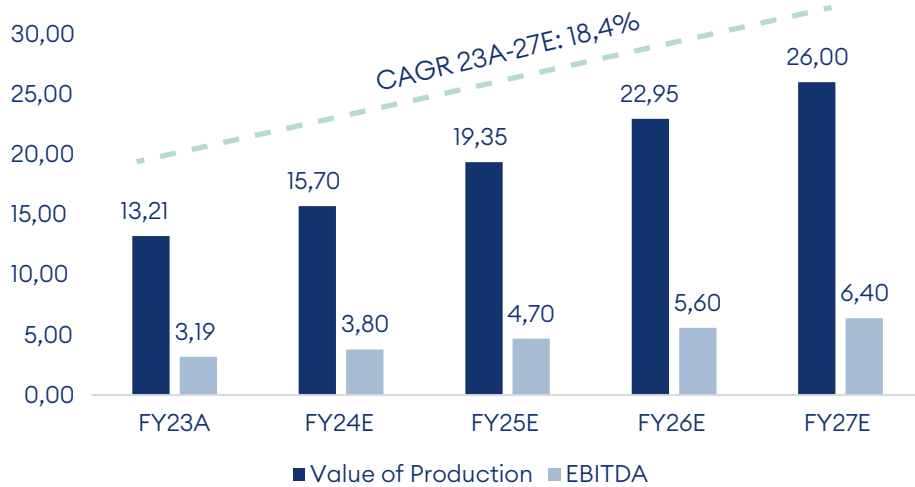
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo Valore della Produzione FY24E pari a € 15,70 mln ed un EBITDA pari a € 3,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 24,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il Valore della Produzione possa aumentare fino a € 26,00 mln (CAGR 23A-27E: 18,4%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 6,40 mln (corrispondente ad una marginalità del 24,6%), in crescita rispetto a € 3,19 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA Margin del 24,1%).

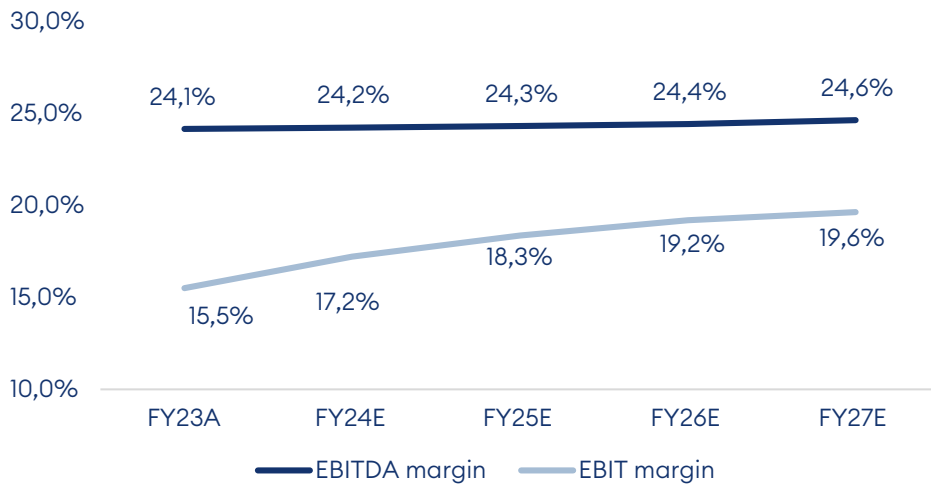
Per quanto riguarda gli investimenti stimati, ci aspettiamo Capex 2024E-2027E pari a circa € 7,27 mln; infine, stimiamo una NFP Adjusted (comprensiva dei crediti esigibili verso l'Unione Europea, strutturalmente posticipati per regole comunitarie) per il FY27E cash positive pari a € 13,86 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY23A-27E



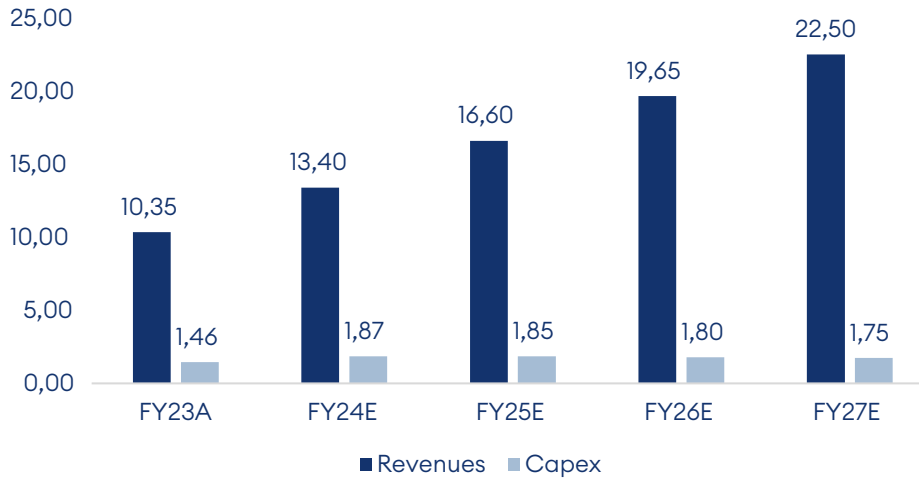
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY23A-27E



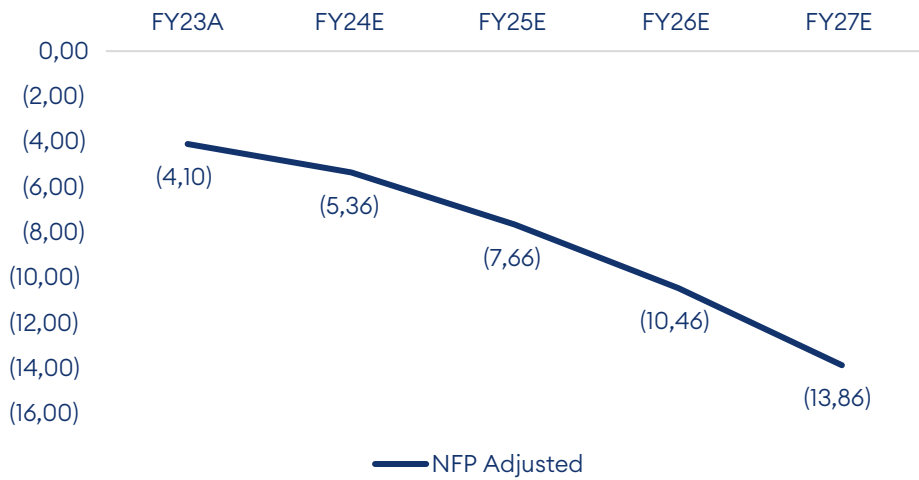
Source: Integrae SIM

CHART 3 – CAPEX FY23A-27E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – NFP ADJUSTED FY23A-27E



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			12,07%
D/E 5,26%	Risk Free Rate 3,14%	β Adjusted 0,9	α (specific risk) 2,50%
K_d 1,00%	Market Premium 7,81%	β Relevered 0,9	K_e 12,67%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 12,07%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF	% of EV
FCFO actualized	6,9 25%
TV actualized DCF	20,4 75%
Enterprise Value	27,4 100%
NFP Adjusted (FY23A)	(4,1)
Equity Value	31,5

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di **€ 31,5 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		10,6%	11,1%	11,6%	12,1%	12,6%	13,1%	13,6%
	3,0%	41,2	38,8	36,7	34,8	33,1	31,6	30,3
	2,5%	39,4	37,2	35,3	33,6	32,0	30,6	29,4
	2,0%	37,7	35,8	34,0	32,5	31,0	29,8	28,6
	1,5%	36,3	34,5	32,9	31,5	30,1	28,9	27,8
	1,0%	35,0	33,3	31,9	30,5	29,3	28,2	27,2
	0,5%	33,8	32,3	30,9	29,7	28,6	27,5	26,5
	0,0%	32,7	31,3	30,1	28,9	27,9	26,9	26,0

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		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
Capgemini SE	11,1 x	9,9 x	9,1 x	12,0 x	11,0 x	10,2 x	17,3 x	15,7 x	14,3 x
Reply S.p.A.	13,5 x	12,3 x	11,2 x	16,5 x	14,8 x	13,2 x	23,8 x	20,9 x	19,0 x
Computacenter Plc	7,9 x	7,5 x	7,1 x	10,3 x	9,6 x	9,4 x	15,0 x	13,9 x	14,3 x
Indra Sistemas, S.A.	6,9 x	6,4 x	5,8 x	8,8 x	8,1 x	7,3 x	13,4 x	12,0 x	10,4 x
PSI Software SE	7,7 x	6,7 x	5,6 x	11,3 x	9,5 x	8,4 x	17,4 x	14,4 x	12,1 x
Peer median	7,9 x	7,5 x	7,1 x	11,3 x	9,6 x	9,4 x	17,3 x	14,4 x	14,3 x

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	30,1	35,3	39,7
EV/EBIT	30,4	34,1	41,4
P/E	36,4	38,8	47,0
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	22,6	26,5	29,8
EV/EBIT	22,8	25,6	31,0
P/E	27,3	29,1	35,3
Equity Value			
EV/EBITDA	27,9	34,1	40,2
EV/EBIT	28,2	33,2	41,5
P/E	27,3	29,1	35,3
Average	27,8	32,2	39,0

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di Circle è stato calcolato utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un **equity value di € 33,0 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	32,2
Equity Value DCF (€/mln)	31,5
Equity Value multiples (€/mln)	33,0
Target Price (€)	8,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 32,2 mln. **Il target price è quindi di € 8,00 (prev. € 7,70). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	8,8 x	7,4 x	6,0 x	5,0 x
EV/EBIT	13,7 x	10,4 x	7,9 x	6,4 x
P/E	19,2 x	15,3 x	11,9 x	9,8 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	6,8 x	5,7 x	4,6 x	3,9 x
EV/EBIT	10,6 x	8,0 x	6,1 x	4,9 x
P/E	15,3 x	12,3 x	9,5 x	7,8 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 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
04/05/2023	4,58	Buy	6,20	Medium	Breaking News
17/05/2023	4,68	Buy	6,20	Medium	Breaking News
23/05/2023	4,58	Buy	6,20	Medium	Breaking News
31/07/2023	5,60	Buy	6,70	Medium	Update
03/08/2023	5,15	Buy	6,70	Medium	Breaking News
07/08/2023	5,05	Buy	6,70	Medium	Breaking News
18/08/2023	4,94	Buy	6,70	Medium	Breaking News
23/08/2023	5,55	Buy	6,70	Medium	Breaking News
29/08/2023	5,65	Buy	6,70	Medium	Breaking News
01/09/2023	5,60	Buy	6,70	Medium	Breaking News
14/09/2023	5,60	Buy	6,70	Medium	Breaking News
09/10/2023	6,45	Buy	7,70	Medium	Update
21/11/2023	6,10	Buy	7,70	Medium	Breaking News
29/11/2023	6,40	Buy	7,70	Medium	Breaking News
05/12/2023	6,40	Buy	7,70	Medium	Breaking News
13/12/2023	6,20	Buy	7,70	Medium	Breaking News
04/01/2024	6,80	Buy	7,70	Medium	Breaking News
04/01/2024	6,80	Buy	7,70	Medium	Breaking News
10/01/2024	6,80	Buy	7,70	Medium	Breaking News
16/01/2024	6,80	Buy	7,70	Medium	Breaking News

27/02/2024	6,20	Buy	7,70	Medium	Breaking News
06/03/2024	6,30	Buy	7,70	Medium	Breaking News
14/03/2024	6,40	Buy	7,70	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. 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. 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. 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, 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.*