

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Circle

Euronext Growth Milan | Engineering | Italy

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

Publication 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

La valeur de la production s'élève à 13,21 M€, contre une valeur de 10,85 M€ enregistrée fin 2022 et de 14,60 M€ estimée dans notre précédent rapport. L'EBITDA a enregistré une hausse de 62,5 % et atteint 3,19 M€, contre 1,96 M€ de l'année précédente. Il a été légèrement meilleur que nos précédentes estimations qui s'élevaient à 3,10 M€. La marge d'EBITDA est ressortie à 24,1 %, dépassant ainsi celle de l'exercice précédent (18,1 %) et nos estimations (21,2 %). L'EBIT, après les dotations aux amortissements et les dépréciations à hauteur de 1,14 M€, s'élève à 2,05 M€ (1,00 M€ pour l'exercice FY22A). Le résultat net s'élève à 1,68 M€, enregistrant une croissance extraordinaire de 101,8 % par rapport aux 0,83 M€ de l'exercice FY22A.

Estimates Update

À la lumière des résultats publiés dans le rapport annuel FY23A, nous rectifions nos estimations tant pour l'année en cours que pour les années à venir. Nous estimons notamment une valeur de la production FY24E s'élevant à 15,70 M€ et un EBITDA à 3,80 M€, correspondant à une marge de 24,2 %. Pour les années suivantes, nous prévoyons que la valeur de la production augmentera jusqu'à 26,00 M€ (CAGR 23A-27E : 18,4 %) au cours de l'exercice FY27E, avec un EBITDA à 6,40 M€ (correspondant à une marge de 24,6 %), en hausse par rapport aux 3,19 M€ de l'exercice FY23A (correspondant à une marge d'EBITDA de 24,1 %).

Valuation Update

Nous avons procédé à l'évaluation de la valeur equity de Circle sur la base de la méthode DCF et des multiples d'un échantillon de sociétés comparables. La méthode DCF (qui dans le calcul du WACC intègre également un risque spécifique de 2,5 % à des fins prudentielles) renvoie une valeur equity de 31,5 M€. En utilisant les multiples de marché, la valeur equity de Circle s'élève à 33,0 M€ (incluant une décote de 25,0 %). Il en résulte une valeur equity moyenne d'environ 32,2 M€. Le target price est de 8,00 €, rating BUY et risque MOYEN.

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

Fondée à Gênes en 2012, Circle SpA est la PME Innovante à la tête du Groupe CIRCLE, spécialisée dans l'analyse et le développement de produits pour l'innovation et la numérisation du secteur portuaire et de la logistique intermodale, et dans le conseil international relatif au Pacte vert et à la transition énergétique. Outre Circle, le Groupe se compose des éditeurs de logiciels Info.era, NEXT Freight (anciennement « Progetto Adele ») et Cargo Start, acquis respectivement fin 2017, juillet 2019 et décembre 2022, ainsi que les cabinets de conseil Magellan Circle et Magellan Circle Italy, et NewCo NEXT Customs. Les synergies entre les différentes composantes du Groupe CIRCLE ont permis d'élargir le portefeuille de solutions proposées dans les domaines de l'IoT, de l'optimisation, du jumeau numérique (Digital Twin), du Big Data et de l'automatisation des processus, et de renforcer les logiciels associés : Milos® (suite destinée à tous les acteurs de la logistique intermodale tels que les terminaux terrestres, les terminaux portuaires, les ports, les MTO et les agences maritimes), le Port Community System Sinfomar, MasterSPED® et Milos® Global Supply Chain Visibility, dédiés respectivement au transport et à la logistique, et au commerce et à l'industrie, ainsi que Star Tracking®, solution de suivi d'aéroport à aéroport.

Dans le domaine de la chaîne d'approvisionnement, l'offre est renforcée par les soi-disant « Services fédératifs » qui permettent de rendre plus efficace la migration des clients vers un modèle économique numérique, et de s'intégrer aux systèmes déjà en place dans l'entreprise et proposés en mode cloud. À travers Magellan Circle (avec des bureaux à Porto et à Bruxelles) et Magellan Circle Italy, Circle opère dans le domaine de l'advocacy auprès des

institutions européennes, en soutenant les organismes publics et les entreprises et en identifiant leur positionnement au niveau européen (Communication stratégique et plaidoyer) et les opportunités de financement (EU Funding Accelerator), avec une verticalisation sur les thèmes du Pacte vert et de la transition énergétique.

En décembre 2022, l'acquisition de 51 % de Cargo Start, start-up spécialisée dans le développement et la vente de produits et de services technologiques innovants pour le fret aérien, a permis à Circle de renforcer son offre sur un segment stratégique en pleine expansion par rapport au parcours industriel Connect 4 Agile Growth.

Circle dirige également le réseau d'entreprises Log@Sea qui permet de renforcer l'offre de solutions avancées d'automatisation des portes destinées aux nœuds portuaires et intermodaux.

En décembre 2023, Circle a participé à l'augmentation de capital à hauteur de 20 % du capital social d'ACCUDIRE, une start-up vénitienne qui propose une plateforme numérique collaborative dont l'objectif est d'aider les acteurs présents le long des chaînes d'approvisionnement mondiales dans l'échange d'informations et la gestion des flux de documents qui accompagnent les expéditions de marchandises, à commencer principalement par l'eCMR (ou lettre de voiture électronique, qui fait partie d'une norme internationale, d'une directive européenne et d'une loi tout juste approuvée par le Parlement italien et publiée au Journal officiel de la république italienne le 27 mars 2024).

Enfin, Circle a fondé NewCo NEXT Customs en février 2024, une entreprise dédiée aux services numériques d'optimisation douanière et fonctionnelle pour répondre aux initiatives visant à l'harmonisation des procédures douanières et à l'exploitation de procédures douanières numériques innovantes, un domaine hautement stratégique pour l'évolution du parcours 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

Par voie de communiqué de presse, Luca Abatello, PDG de Circle SpA, a commenté les résultats annuels et déclaré : « 2023 a été une année charnière. D'importants changements se sont produits sur le marché et à échelle géopolitique. Pour le Groupe CIRCLE, ce fut une année de

grande satisfaction. La croissance du Groupe s'est en effet poursuivie en tenant compte deux axes majeurs : le développement des logiciels de propriété et les projets innovants. Concernant nos produits, une contribution fondamentale a été apportée par les Services fédératifs Milos®, à la base du plan industriel Connect for Agile Growth, et par les nouveaux produits présentés, dont Milos® MTO, Milos® Global Supply Chain Visibility et Milos® Intelligence. Le Groupe se focalise de plus en plus sur des activités capables d'apporter une valeur ajoutée immédiate aux clients et de répondre concrètement aux défis quotidiens qui nécessitent une dématérialisation et une gestion proactive. À échelle européenne, nous avons continué à développer les piliers liés à la transition verte et énergétique, signé de nombreux nouveaux projets européens et nous travaillons à la mise en œuvre dans neuf États membres de l'UE du nouveau règlement eFTI 2020/1056 pour la gestion totalement dématérialisée des documents qui accompagnent les marchandises et pour la gestion uniforme au niveau européen des contrôles tout au long de la chaîne logistique multimodale. À cela, il faut ajouter les excellentes perspectives qui s'annoncent pour 2024 : nous sommes enfin entrés en plein cœur des programmes Next Generation EU et Energy Transition qui connaîtront leur apogée entre mi-2024 et mi-2026 avec également les fonds PNRR et 5.0. ».

La valeur de la production s'élève à 13,21 M€, contre une valeur de 10,85 M€ enregistrée fin 2022 et de 14,60 M€ estimée dans notre précédent rapport.

La croissance par rapport à 2022 a été rendue possible avant tout grâce à la hausse des revenus provenant des logiciels de propriété, qui sont également proposés en mode SaaS (Software As A Service) sur une plateforme cloud, qui ont augmenté de 100,00 % (3,20 M€), confirmant la tendance à la croissance significative déjà soulignée l'année précédente. De plus, il est souligné que la validité du choix stratégique, fait vers la fin de 2022 de réduire les ventes sur le marché de composants non essentiels et non associés à des produits de propriété, des services fédératifs et des conseils spécialisés tels que le matériel et les services associés, a été confirmée grâce aux excellents résultats du Groupe en termes de marges.

L'EBITDA a enregistré une hausse de 62,5 % et atteint 3,19 M€, contre 1,96 M€ de l'année précédente. Il a été légèrement meilleur que nos précédentes estimations qui s'élevaient à 3,10 M€. La marge d'EBITDA est ressortie à 24,1 %, dépassant ainsi celle de l'exercice précédent (18,1 %) et nos estimations (21,2 %).

L'EBIT, après les dotations aux amortissements et les dépréciations à hauteur de 1,14 M€, s'élève à 2,05 M€ (1,00 M€ pour l'exercice FY22A), contre notre estimation à 2,10 M€. La marge EBIT s'élève à 15,5 %, contre 9,2 % pour l'exercice FY22A.

Le résultat net s'élève à 1,68 M€, enregistrant une croissance extraordinaire de 101,8 % par rapport aux 0,83 M€ de l'exercice FY22A, dépassant également les 1,60 M€ calculés lors de nos estimations précédentes.

Malgré la réalisation de l'opération « Magellan Circle », l'augmentation de capital d'Accudire et l'investissement en actifs de propriété pour un montant de 1,30 M€, le NFP reste stable à une valeur de cash positive de 1,82 M€ pour l'exercice FY23A, par rapport à la valeur

cash positive de 1,65 M€ pour l'exercice FY22A. Cependant, le NFP *Adjusted*, y compris les créances exigibles envers l'Union européenne, structurellement différées en raison des règles communautaires, est *cash positive* pour un montant s'élevant à 4,10 M€ pour l'exercice FY23A (contre 2,88 M€ *cash positive* pour l'exercice 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

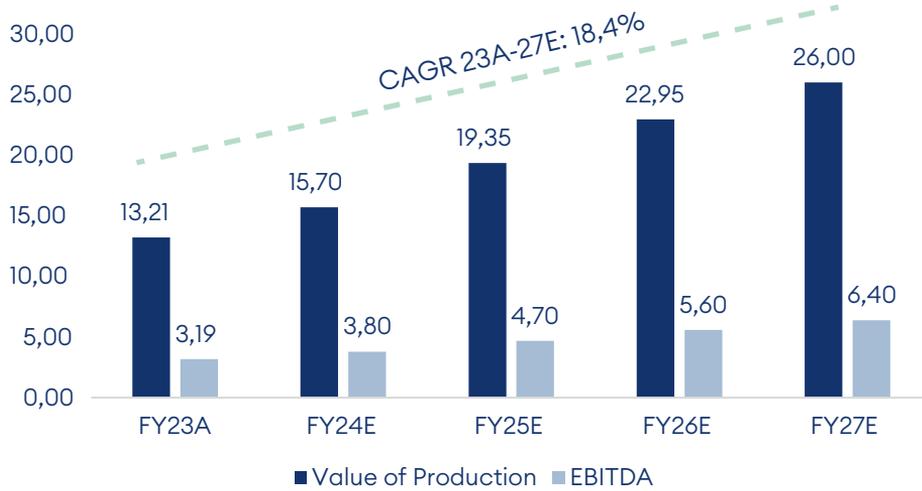
Source: Integrae SIM

À la lumière des résultats publiés dans le rapport annuel FY23A, nous rectifions nos estimations tant pour l'année en cours que pour les années à venir.

Nous estimons notamment une valeur de la production FY24E s'élevant à 15,70 M€ et un EBITDA à 3,80 M€, correspondant à une marge de 24,2 %. Pour les années suivantes, nous prévoyons que la valeur de la production augmentera jusqu'à 26,00 M€ (CAGR 23A-27E : 18,4 %) au cours de l'exercice FY27E, avec un EBITDA à 6,40 M€ (correspondant à une marge de 24,6 %), en hausse par rapport aux 3,19 M€ de l'exercice FY23A (correspondant à une marge d'EBITDA de 24,1 %).

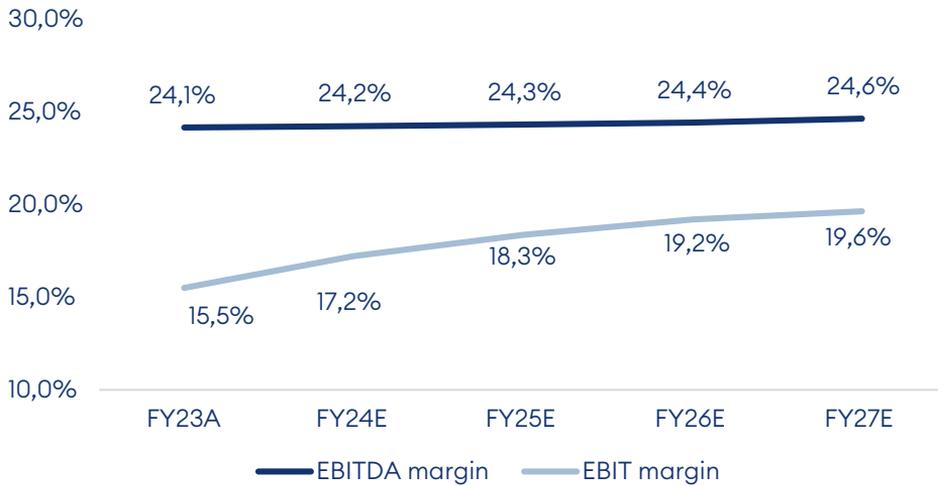
En ce qui concerne l'estimation des investissements, nous prévoyons des Capex 2024E-2027E à hauteur de 7,27 M€ environ. Enfin, nous estimons un NFP *Adjusted* (y compris les créances exigibles envers l'Union européenne, structurellement différées en raison des règles communautaires) pour l'exercice FY27E *cash positive* s'élevant à 13,86 M€.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY23A-27E



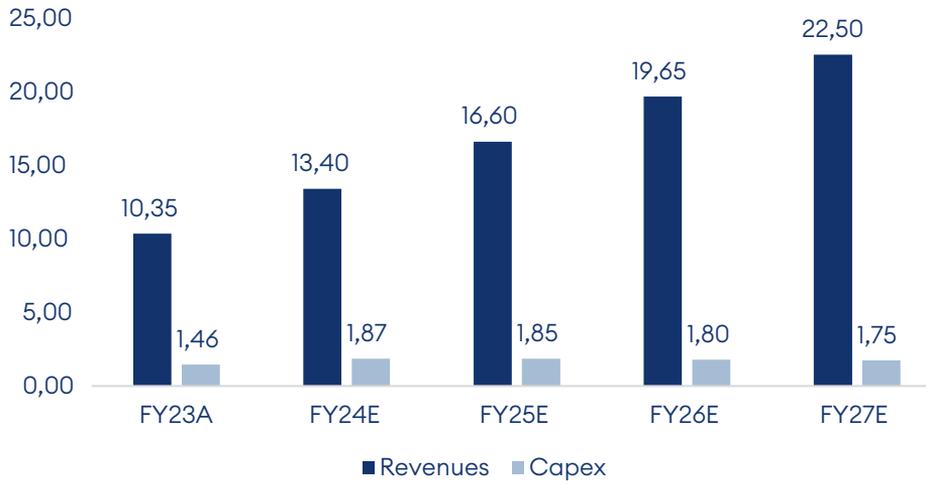
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY23A-27E



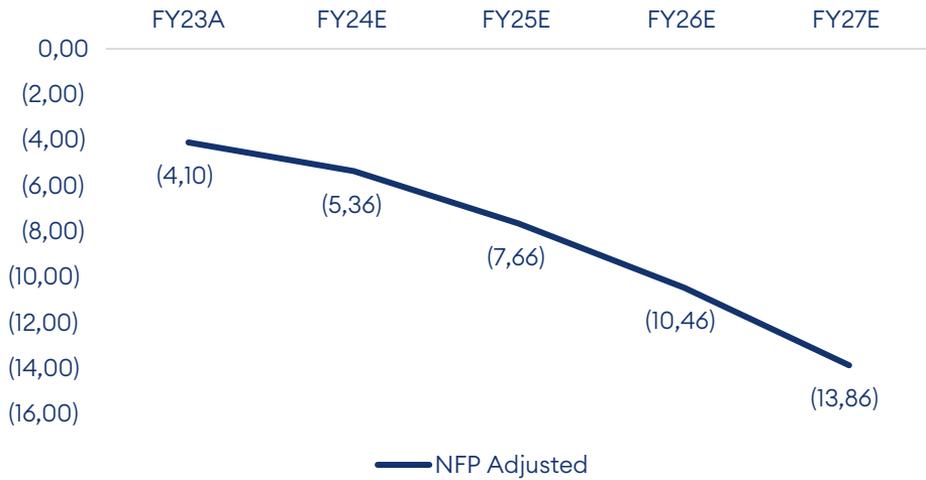
Source: Integrae SIM

CHART 3 – CAPEX FY23A-27E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – NFP ADJUSTED FY23A-27E



Source: Integrae SIM

Valuation

Nous avons procédé à l'évaluation de la valeur *equity* de Circle sur la base de la méthode DCF et des multiples d'un échantillon de sociétés comparables.

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

À des fins prudentielles, nous avons intégré un risque spécifique de 2,5 %. Il en résulte donc un WACC de 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

Sur la base des données susmentionnées, et en prenant nos estimations et nos *hypotheses* comme référence, on obtient une valeur *equity* de **31,5 M€**.

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mIn	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

Notre *panel* est composé d'entreprises opérant dans le même secteur que Circle, mais beaucoup d'entre elles ont des capitalisations plus importantes. Ces entreprises sont les mêmes que celles utilisées pour calculer le Bêta pour la *méthode DCF*. Le panel est composé de :

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*

La valeur *equity* de Circle a été calculée à l'aide des multiples de marché EV/EBITDA, EV/EBIT et P/E. Après application d'une décote de 25,0 %, on obtient une valeur **equity de 33,0 M€**.

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

Il en résulte une valeur *equity* moyenne d'environ 32,2 M€. **Le target price est de 8,00 € (contre 7,70 € préc.). Nous confirmons le rating BUY et le risque MOYEN.**

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) 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 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, Integrae SIM played the role of global coordinator.*