

UPDATE

EQUITY RESEARCH

Circle

ISIM
NTEGRÆ

Euronext Growth Milan | Engineering | Italy

Produzione 11/07/2024, h. 18:30

Pubblicazione 12/07/2024, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 10,50

prev. € 8,00

Risk



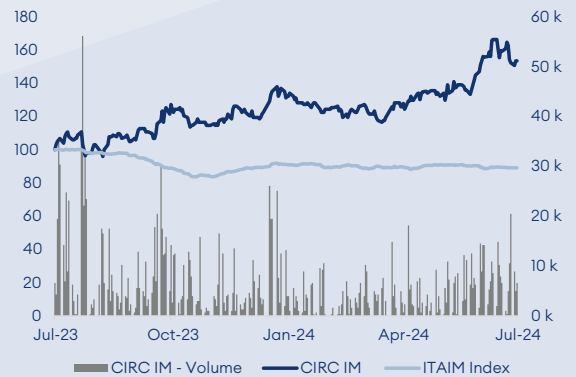
Medium

Upside potential

30,2%

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	10,3	12,9	17,0	21,9
VoP	13,2	15,7	20,6	25,3
EBITDA	3,2	3,8	5,2	6,5
EBIT	2,0	2,4	3,6	4,6
Net Income	1,7	1,7	2,6	3,3
EBITDA margin	24,1%	24,2%	25,3%	25,5%
EBIT margin	15,5%	15,0%	17,3%	18,0%
Net Income margin	12,7%	10,8%	12,4%	12,8%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 8,06
Target price	€ 10,50
Upside/(Downside) potential	30,2%
Ticker	CIRC IM
Market Cap (€/mln)	€ 37,21
EV (€/mln)	€ 27,70
Free Float	36,76%
Share Outstanding	4.616.865
52-week high	€ 8,88
52-week low	€ 4,86
Average daily volumes (3 months)	5.996

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Edoardo Luigi Pezzella | edoardo.pezzella@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	6,6%	24,4%	18,5%	56,5%
to FTSE Italia Growth	7,9%	24,9%	20,6%	67,4%
to Euronext STAR Milan	6,9%	22,6%	16,2%	52,4%
to FTSE All-Share	7,3%	23,5%	6,3%	34,4%
to EUROSTOXX	7,4%	24,9%	7,2%	39,6%
to MSCI World Index	2,9%	17,4%	3,2%	32,0%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	8,7 x	7,3 x	5,3 x	4,3 x
EV/EBIT	13,5 x	11,8 x	7,8 x	6,1 x
P/E	22,1 x	21,9 x	14,6 x	11,4 x

Strategic Roadmap 2024-2027 «Connect 4 Agile Growth»

In data 11 giugno 2024, Circle ha comunicato l'approvazione da parte del CdA della Strategic Roadmap 2024-2027 «Connect 4 Agile Growth», con l'obiettivo di unire lo sviluppo di prodotti IT all'avanguardia con servizi federativi per l'evoluzione della catena logistica, ponendo una particolare attenzione al capitale umano. Il piano strategico per il 2027, costruito sulla posizione di mercato unica e distintiva del Gruppo, pone un'enfasi particolare sulla "cooperazione intelligente", garantendo la conformità alle normative in evoluzione e promuovendo una collaborazione armoniosa tra operatori logistici e industrie da un lato, e i sistemi e nodi infrastrutturali dall'altro, nell'area UE/MED.

Estimates Update

Tenendo conto delle linee guida condivise dalla Società tramite comunicato stampa, 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 € 30,35 mln (CAGR 23A-27E: 23,1%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 7,95 mln (corrispondente ad una marginalità del 26,2%), 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 € 49,9 mln. L'equity value di Circle utilizzando i market multiples risulta essere pari € 47,0 mln (inclusendo un discount pari al 25,0%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 48,5 mln. Il target price è di € 10,50, 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	12,90	16,95	21,90	27,25
Other revenues	1,79	2,86	2,80	3,60	3,40	3,10
Value of Production	10,85	13,21	15,70	20,55	25,30	30,35
COGS	0,43	0,05	0,05	0,10	0,10	0,10
Services	3,85	4,17	4,90	6,40	7,90	9,45
Use of assets owned by others	0,17	0,41	0,40	0,40	0,45	0,50
Employees	4,31	5,10	6,20	8,00	9,85	11,65
Other operating costs	0,12	0,29	0,35	0,45	0,55	0,70
EBITDA	1,96	3,19	3,80	5,20	6,45	7,95
<i>EBITDA Margin</i>	<i>18,1%</i>	<i>24,1%</i>	<i>24,2%</i>	<i>25,3%</i>	<i>25,5%</i>	<i>26,2%</i>
D&A	0,97	1,14	1,45	1,65	1,90	2,05
EBIT	1,00	2,05	2,35	3,55	4,55	5,90
<i>EBIT Margin</i>	<i>9,2%</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,0%</i>	<i>17,3%</i>	<i>18,0%</i>	<i>19,4%</i>
Financial management	(0,03)	(0,02)	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	0,97	2,03	2,35	3,55	4,55	5,90
Taxes	0,13	0,35	0,65	1,00	1,30	1,65
Net Income	0,83	1,68	1,70	2,55	3,25	4,25

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	3,82	4,13	4,25	4,20	3,60	2,50
Account receivable	5,63	5,92	5,95	7,85	10,15	12,60
Inventory	0,04	0,04	0,05	0,05	0,10	0,10
Account payable	2,56	2,31	2,35	2,85	3,35	3,85
Operating Working Capital	3,11	3,65	3,65	5,05	6,90	8,85
Other receivable	1,70	1,29	2,00	1,90	1,55	1,25
Other payable	2,13	2,04	2,15	2,15	2,15	2,15
Net Working Capital	2,68	2,90	3,50	4,80	6,30	7,95
Severance & other provisions	1,06	1,18	1,60	2,00	2,55	3,15
NET INVESTED CAPITAL	5,43	5,86	6,15	7,00	7,35	7,30

Share capital	0,27	0,27	0,31	0,31	0,31	0,31
Reserves	7,21	8,01	13,65	15,35	17,90	21,15
Net Income	0,83	1,68	1,70	2,55	3,25	4,25
Equity	8,31	9,96	15,66	18,21	21,46	25,71
Cash & cash equivalents	2,34	2,08	7,66	9,01	11,31	15,11
Short term financial debt	0,52	0,43	0,15	0,10	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)	(7,51)	(8,91)	(11,31)	(15,11)
Other financial receivable	1,06	2,45	2,00	2,30	2,80	3,30
NFP Adjusted	(2,88)	(4,10)	(9,51)	(11,21)	(14,11)	(18,41)
SOURCES	5,43	5,86	6,15	7,00	7,35	7,30

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	2,05	2,35	3,55	4,55	5,90
Taxes	0,35	0,65	1,00	1,30	1,65
NOPAT	1,70	1,70	2,55	3,25	4,25
D&A	1,14	1,45	1,65	1,90	2,05
Change in NWC	(0,23)	(0,60)	(1,30)	(1,50)	(1,65)
Change in receivable	(0,29)	(0,03)	(1,90)	(2,30)	(2,45)
Change in inventory	0,00	(0,01)	0,00	(0,05)	0,00
Change in payable	(0,26)	0,04	0,50	0,50	0,50
Change in others	0,31	(0,59)	0,10	0,35	0,30
Change in provisions	0,11	0,43	0,40	0,55	0,60
OPERATING CASH FLOW	2,72	2,98	3,30	4,20	5,25
Capex	(1,46)	(1,57)	(1,60)	(1,30)	(0,95)
FREE CASH FLOW	1,27	1,41	1,70	2,90	4,30
Financial management	(0,02)	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in Financial debt	(0,09)	(0,28)	(0,05)	(0,10)	0,00
Change Other financial receivable	(1,39)	0,45	(0,30)	(0,50)	(0,50)
Change in equity	(0,03)	4,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,26)	5,58	1,35	2,30	3,80

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 51,0% 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 20,0% 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, approvata anche dal Parlamento Italiano, comunicata alle Nazioni Unite, che quindi permetterà dal 26 settembre 2024 l'utilizzo di e-CMR digitali sostitutivi della attuale documentazione cartacea, aprendo un enorme mercato.

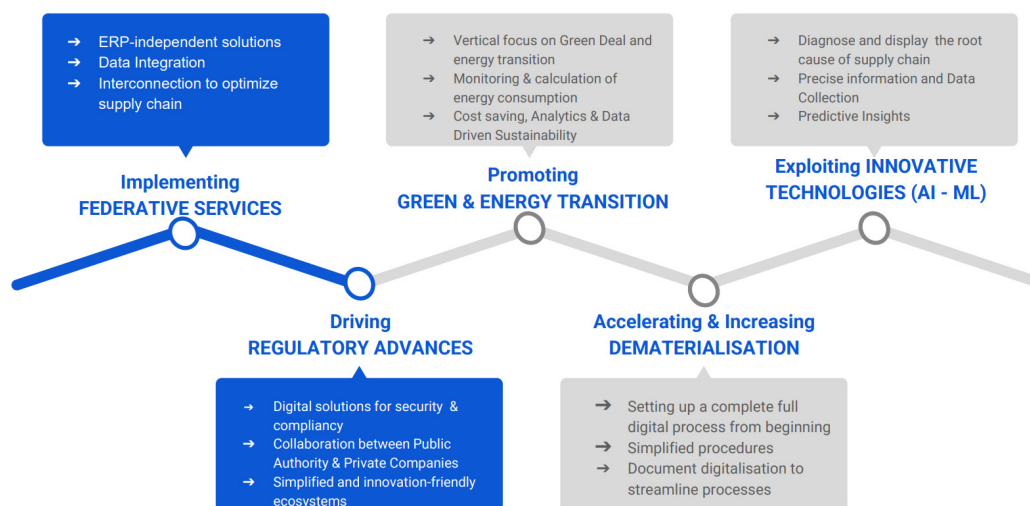
Infine, Circle ha costituito a febbraio 2024 la NewCo NEXT Customs, dedicata ai servizi digitali di ottimizzazione doganale e funzionale al proseguimento di iniziative finalizzate all'armonizzazione dei processi doganali e allo sfruttamento delle innovative procedure doganali digitali, un ambito fortemente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

Strategic Roadmap 2024-2027 «Connect 4 Agile Growth»

In data 11 giugno 2024, Circle ha comunicato l'approvazione da parte del CdA della Strategic Roadmap 2024-2027 «Connect 4 Agile Growth», con l'obiettivo di unire lo sviluppo di prodotti IT all'avanguardia con servizi federativi per l'evoluzione della catena logistica, ponendo una particolare attenzione al capitale umano. Il piano strategico per il 2027, costruito sulla posizione di mercato unica e distintiva del Gruppo, pone un'enfasi particolare sulla "cooperazione intelligente", garantendo la conformità alle normative in evoluzione e promuovendo una collaborazione armoniosa tra operatori logistici e industrie da un lato, e i sistemi e nodi infrastrutturali dall'altro, nell'area UE/MED. In questo contesto, la tecnologia innovativa riveste un ruolo fondamentale poiché facilita la "connettività globale", ampliando la portata del mercato e dei potenziali clienti, supportando la strategia di internazionalizzazione del Gruppo e contribuendo a una crescita digitale inclusiva. Grazie a una comprensione approfondita del settore, le soluzioni federative IT traggono vantaggio dagli effetti positivi derivanti dalla presenza internazionale in progetti finanziati dall'UE, potenziando Ricerca & Sviluppo e innovazione, e dall'analisi anticipata delle regolamentazioni e la loro conseguente trasformazione in strumenti digitali.

La strategia di crescita del piano 2024-2027 «Connect 4 Agile Growth» si fonda sul consolidamento della propria posizione competitiva mediante crescita per linee interne, che alla crescita per linee esterne.

CHART 1 – PILLAR BUSINESS PLAN

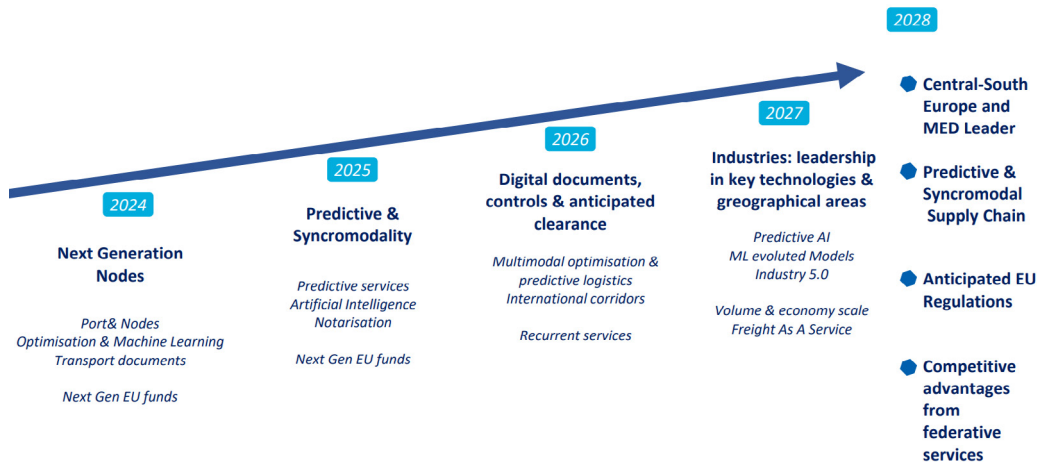


Source: Circle

Nello specifico, la crescita per linee interne si basa sulle seguenti linee guida:

- **Implementazione dei servizi federativi:** rendere la catena logistica sempre più federativa, lanciando sul mercato soluzioni non solo verticali, specifiche per i diversi attori della *supply chain*, ma anche sistemi interoperabili, federativi e intelligenti. Questi nuovi sistemi mirano a digitalizzare e automatizzare lo scambio di informazioni promuovendo un flusso di informazioni continuo migliorando l'efficienza e aumentando la trasparenza lungo tutta la catena logistica;
- **Promozione della transizione Green & Energy:** offerta di strumenti volti a monitorare e ridurre i consumi energetici e la *carbon footprint* in coerenza con i principi "Environmental, social, and governance";
- **Realizzazione di soluzioni in linea con le normative europee e con i Progetti e Filoni Europei:** prevedere l'evoluzione normativa in modo da fornire le informazioni pertinenti, con un anticipo rispetto alle scadenze obbligatorie, al fine di trasformarle in opportunità;
- **Accelerazione dei processi di digitalizzazione:** semplificazione delle procedure con l'obiettivo di dematerializzare i documenti;
- **Sfruttamento di tecnologie innovative per la Supply Chain:** risolvere i problemi mediante soluzioni basate sul *machine learning* e sull'intelligenza artificiale.

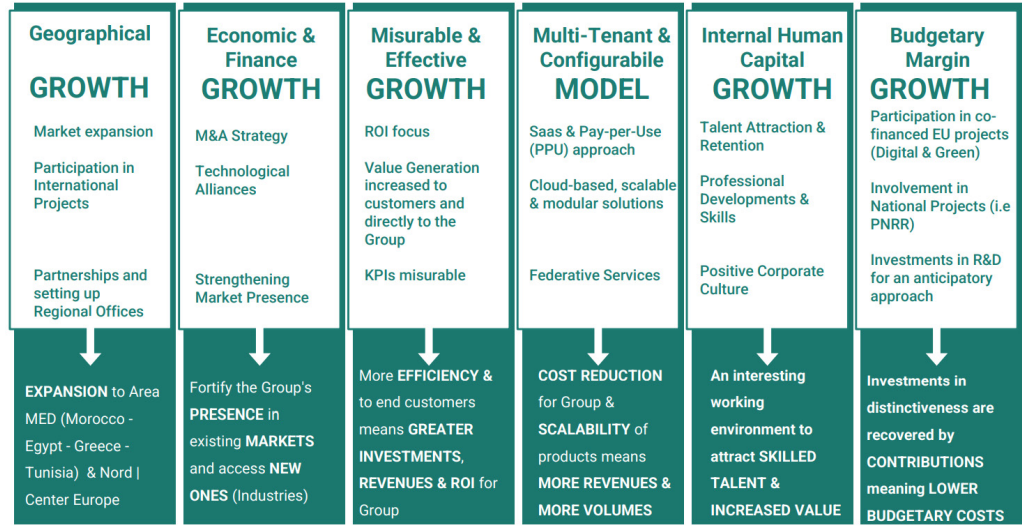
CHART 2 – SYSTEMATIC M&A



Source: Circle

La crescita per linee esterne, invece, vede l'espansione della presenza del Gruppo in mercati esteri selezionati come quelli del Marocco, Turchia, Egitto, Grecia, Europa occidentale e Medio Oriente, la cooperazione i paesi del Golfo e del Medio Oriente che pianificano di investire in infrastrutture, nei settori dei trasporti e dell'energia. Infine, la suddetta strategia prevede la continua attuazione di operazioni di fusione e acquisizione strategiche, come sintetizzato nel grafico sopra riportato.

CHART 3 – MAIN DRIVER



Source: Circle

Oltre alla crescita a livello geografico, tra i principali driver della Strategic Roadmap 2024-

2027 «Connect 4 Agile Growth» del Gruppo, si denota la continua crescita dei prodotti proprietari in modalità *cloud-based*. Parallelamente, Circle pone molta attenzione all'efficacia delle proprie soluzioni IT mediante analisi puntuali dei principali KPI e relativo monitoraggio, e al capitale umano. Relativamente a quest'ultimo, si evidenzia come la Società è costantemente attiva a politiche di *Talent Attraction & Retention*. La strategia di crescita vede, infine, la partecipazione sia ai progetti co-finanziati dall'UE, che di Next Generation EU (PNRR) entro il primo semestre del FY26E.

In data 27 giugno 2024, inoltre, Circle ha comunicato di aver deliberato di aumentare il capitale sociale, a pagamento, in via scindibile e progressiva, per l'importo massimo di € 4,00 mln, comprensivo di sovrapprezzo, mediante emissione di massime n. 600.000 azioni ordinarie.

Sempre in data 27 giugno 2024, il Gruppo ha comunicato di aver concluso positivamente l'aumento di capitale riservato ad investitori qualificati/istituzionali mediante procedura di *Accelerated Bookbuilding*. Una prima tranche è stata riservata a Eiffel Investment Group, gestore patrimoniali con circa € 6,00 mld di *asset under management* e circa 100 dipendenti dislocati in Francia (Parigi), BeNeLux (Amsterdam), Stati Uniti (New York), Polonia (Varsavia), Italia (Milano) e Emirati Arabi Uniti (Abu Dhabi). La base di investitori di Eiffel Investment Group comprende grandi investitori istituzionali, come compagnie assicurative, fondi comuni, fondi pensione, banche, grandi family office e investitori pubblici, oltre a investitori retail. Il fondo supporta la crescita delle aziende, puntando a generare non solo una forte performance finanziaria, ma anche impatti positivi sull'ambiente e sulla società, attraverso quattro principali strategie di investimento: private debt, private equity, infrastrutture per la transizione energetica e azioni quotate e credito.

L'aumento di capitale riservato ha riguardato l'emissione di 514.800 nuove azioni ordinarie, collocate ad un prezzo per azione di € 7,00 per un controvalore complessivo dell'aumento pari ad € 3.603.600,00 (inclusivo di sovrapprezzo). Si evidenzia che le suddette azioni sono state collocate a premio rispetto alla media ponderata (VWAP) del valore di mercato delle azioni nei 180 (centottanta) giorni di borsa aperta antecedenti la data di esecuzione dell'aumento di capitale riservato.

Tramite comunicato stampa, Luca Abatello, CEO di Circle Group, ha commentato: *“Siamo estremamente soddisfatti di questo accordo e della fiducia espressa da un così rilevante fondo internazionale che ha scelto Circle Group per realizzare questo importante investimento ed uno dei più grandi in aziende italiane; inoltre, questo apporto ulteriore di capitale permetterà di accelerare ulteriormente i dossier di M&A in fase ormai di avanzata valutazione e quindi di perseguire in modo efficace e rapido gli obiettivi recentemente condivisi del Piano “Connect 4 Agile Growth”.*

In data 8 luglio 2024, è stata conclusa positivamente la seconda tranche dell'aumento di capitale riservato, sempre attuato mediante procedura di *Accelerated Bookbuilding*. L'ulteriore tranche ha visto sottoscrivere, da un primario investitore istituzionale internazionale, ulteriori 55.770 nuove azioni ordinarie ad un prezzo per azione pari a € 7,10, per un contro-

valore totale pari ad € 395.967,00 (inclusivo di sovrapprezzo).

Tramite comunicato stampa, Luca Abatello, CEO di Circle Group, ha commentato: *“Siamo estremamente soddisfatti del risultato complessivo dell’aumento di capitale e onorati della fiducia che questo ulteriore importante investitore istituzionale internazionale ha dimostrato scegliendo di investire in Circle Group. La chiusura di questa operazione, unitamente a quanto realizzato lo scorso 27 giugno, ha consentito una totale soddisfazione dell’importo previsto e ci permetterà di accelerare ulteriormente la strategia di crescita per vie esterne e di perseguire in modo efficace e rapido gli obiettivi recentemente condivisi del Piano “Connect 4 Agile Growth”.*

Sulla base di quanto comunicato, di seguito si riporta la nuova composizione del capitale sociale:

TABLE 2 – CIRCLE SPA SHAREHOLDERS

Shareholders	# Ordinary Shares	% Shares
Innotech Srl	2.157.276	46,73%
Alessandro Orsini	115.500	2,50%
Andrea Villani	115.500	2,50%
Azioni Proprie	16.500	0,36%
Eiffel Investment Group	514.800	11,15%
Free Float	1.697.289	36,76%
Total	4.616.865	100%

Source: Circle

FY24E – FY27E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-27E

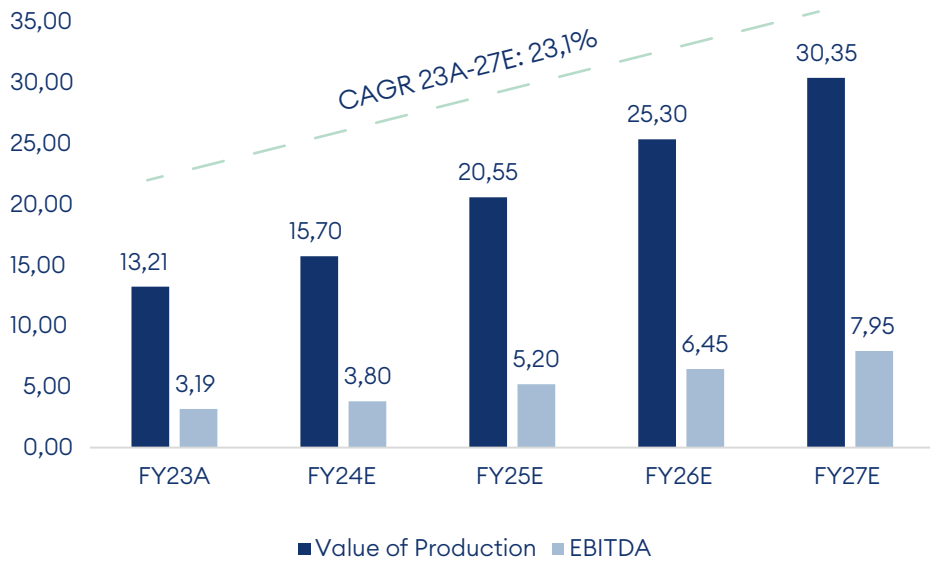
€/mln	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production				
New	15,70	20,55	25,30	30,35
Old	15,70	19,35	22,95	26,00
Change	0,0%	6,2%	10,2%	16,7%
EBITDA				
New	3,80	5,20	6,45	7,95
Old	3,80	4,70	5,60	6,40
Change	0,0%	10,6%	15,2%	24,2%
EBITDA %				
New	24,2%	25,3%	25,5%	26,2%
Old	24,2%	24,3%	24,4%	24,6%
Change	0,0%	1,0%	1,1%	1,6%
EBIT				
New	2,35	3,55	4,55	5,90
Old	2,70	3,55	4,40	5,10
Change	-13,0%	0,0%	3,4%	15,7%
Net Income				
New	1,70	2,55	3,25	4,25
Old	2,10	2,70	3,30	3,80
Change	-19,0%	-5,6%	-1,5%	11,8%
NFP Adjusted				
New	(9,51)	(11,21)	(14,11)	(18,41)
Old	(5,36)	(7,66)	(10,46)	(13,86)
Change	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Integrae SIM

Tenendo conto delle linee guida condivise dalla Società tramite comunicato stampa, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

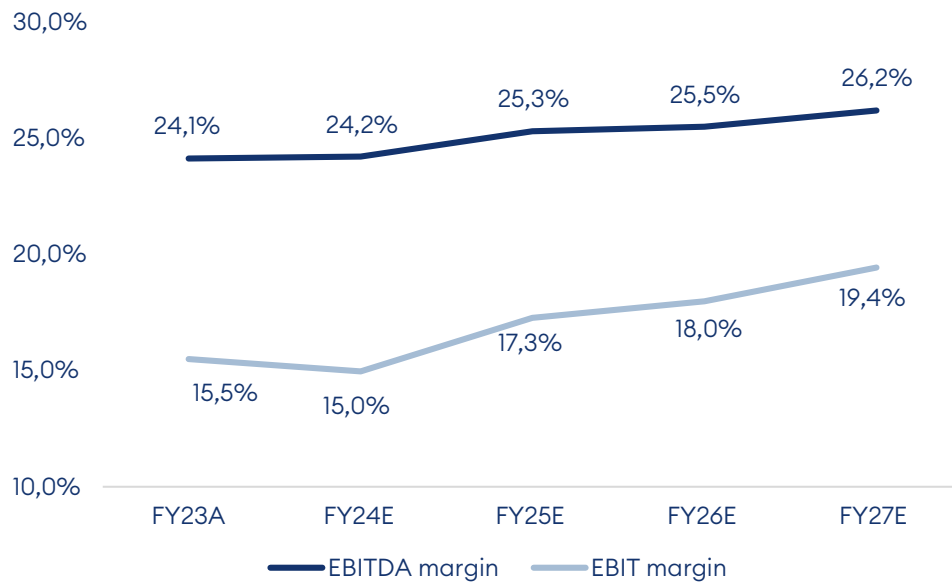
In particolare, stimiamo Valore della Produzione FY24E pari a € 15,70 mln ed un EBITDA pari a € 3,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 24,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il Valore della Produzione possa aumentare fino a € 30,35 mln (CAGR 23A-27E: 23,1%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 7,95 mln (corrispondente ad una marginalità del 26,2%), in crescita rispetto a € 3,19 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *Margin* del 24,1%). La crescita dell'EBITDA e della marginalità è riconducibile principalmente all'incremento dei prodotti proprietari che presentano una marginalità più elevata grazie alle minori spese dirette associate. Per quanto riguarda gli investimenti stimati, ci aspettiamo Capex 2024E-2027E pari a circa € 5,42 mln; infine, stimiamo una NFP *Adjusted* (comprensiva dei crediti esigibili verso l'Unione Europea, strutturalmente posticipati per regole comunitarie) per il FY24E *cash positive* pari a € 9,51 mln per effetto dell'aumento di capitale riservato pari a € 4,00 mln.

CHART 4 – VOP AND EBITDA FY23A-27E



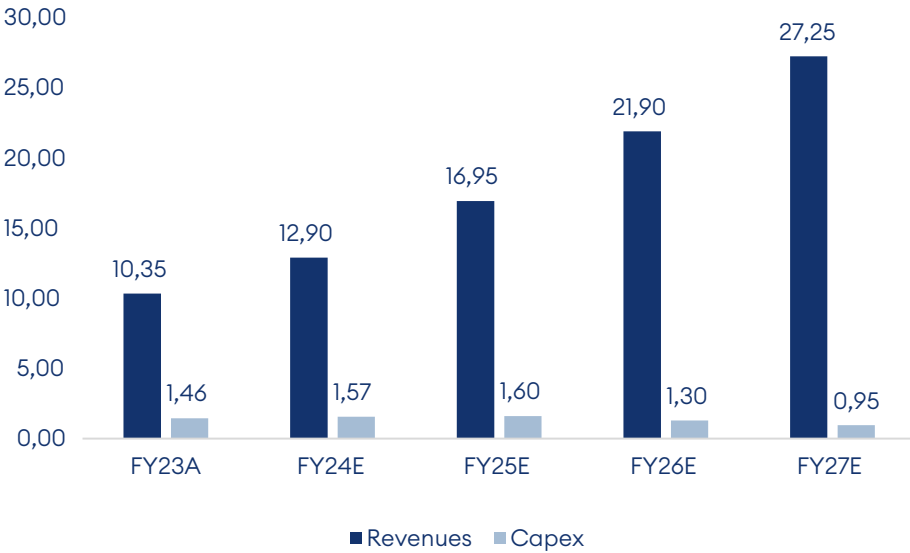
Source: Integrae SIM

CHART 5 – MARGIN FY23A-27E



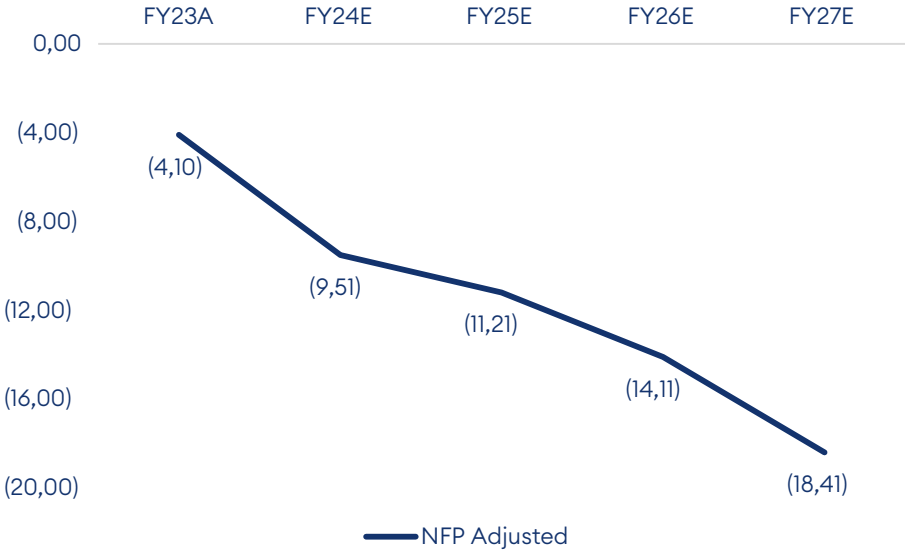
Source: Integrae SIM

CHART 6 – CAPEX FY23A-27E



Source: Integrae SIM

CHART 7 – 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				10,91%
D/E 5,26%	Risk Free Rate 3,40%	β Adjusted 0,8	α (specific risk) 2,50%	
K_d 1,00%	Market Premium 6,79%	β Relevered 0,7	K_e 11,44%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 10,91%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO actualized	8,2	20%
TV actualized DCF	32,3	80%
Enterprise Value	40,4	100%
NFP Adjusted (FY24E)	(9,5)	
Equity Value	49,9	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di **€ 49,9 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln		WACC						
Growth Rate (g)		9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%
	3,0%	67,5	63,1	59,4	56,1	53,1	50,6	48,3
	2,5%	63,9	60,1	56,7	53,8	51,1	48,8	46,7
	2,0%	60,8	57,4	54,4	51,7	49,4	47,2	45,3
	1,5%	58,1	55,1	52,3	49,9	47,8	45,8	44,0
	1,0%	55,7	53,0	50,5	48,3	46,3	44,5	42,9
	0,5%	53,6	51,1	48,9	46,8	45,0	43,3	41,8
	0,0%	51,7	49,4	47,4	45,5	43,8	42,2	40,8

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		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
Capgemini SE	10,0 x	9,3 x	8,7 x	12,1 x	11,0 x	10,1 x
Reply S.p.A.	13,7 x	12,5 x	11,4 x	16,7 x	15,1 x	13,6 x
Computacenter Plc	8,5 x	8,0 x	7,6 x	10,8 x	10,1 x	9,6 x
Accenture Plc	15,9 x	14,8 x	13,7 x	19,5 x	18,2 x	16,7 x
PSI Software SE	69,4 x	8,5 x	7,1 x	n/a	13,1 x	10,1 x
Peer median	13,7 x	9,3 x	8,7 x	14,4 x	13,1 x	10,1 x

Source: FactSet

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	52,0	48,3	56,4
EV/EBIT	33,8	46,5	46,0
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	39,0	36,2	42,3
EV/EBIT	25,3	34,9	34,5
Equity Value			
EV/EBITDA	48,5	47,4	56,4
EV/EBIT	34,8	46,1	48,6
Average	41,7	46,8	52,5

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Circle è stato calcolato utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un **equity value di € 47,0 mln**.

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	48,5
Equity Value DCF (€/mln)	49,9
Equity Value multiples (€/mln)	47,0
Target Price (€)	10,50

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 48,5 mln. Il **target price** è quindi di **€ 10,50 (prev. € 8,00)**. Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	12,2 x	10,2 x	7,5 x	6,0 x
EV/EBIT	19,0 x	16,6 x	11,0 x	8,6 x
P/E	28,8 x	28,5 x	19,0 x	14,9 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	8,7 x	7,3 x	5,3 x	4,3 x
EV/EBIT	13,5 x	11,8 x	7,8 x	6,1 x
P/E	22,1 x	21,9 x	14,6 x	11,4 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, Alessandro Elia Stringa and Alessia Di Florio 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
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

04/04/2024	6,40	Buy	8,00	Medium	Update
17/04/2024	6,96	Buy	8,00	Medium	Breaking News
23/05/2024	7,06	Buy	8,00	Medium	Breaking News
04/06/2024	6,86	Buy	8,00	Medium	Breaking News
06/06/2024	7,14	Buy	8,00	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		

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.*