

EQUITY RESEARCH

UPDATE

Produzione | 23.04.2025, h. 18:30
Pubblicazione | 24.04.2025, h. 07:00

Circle

Euronext Growth Milan | Engineering | Italy

Rating

 **BUY**

unchanged

Target Price

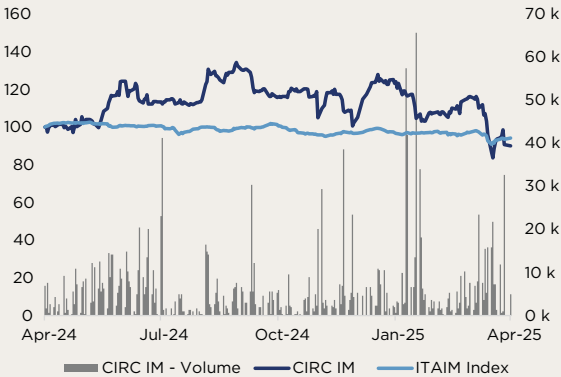
€ 10,00

prev. 10,50

Key Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	2,3x	1,4x	1,2x	0,9x
EV/EBITDA	8,2x	4,8x	4,1x	3,3x
EV/EBIT	14,8x	9,2x	7,4x	5,4x
P/E	20,0x	13,2x	11,2x	8,3x
NFP/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a

Key Financials (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	10,7	18,0	21,5	26,6
Value of Production	14,6	23,0	25,5	30,4
EBITDA	3,0	5,2	6,0	7,4
EBIT	1,7	2,7	3,4	4,6
Net Income	1,5	2,2	2,6	3,5
EBITDA Margin	20,7%	22,6%	23,5%	24,4%
EBIT Margin	11,5%	11,7%	13,1%	15,0%
Net income Margin	10,0%	9,6%	10,2%	11,5%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 6,08
Target price	€ 10,00
Upside/(Downside) potential	64,4%
Ticker	CIRC IM
Market Cap (€/mln)	€ 29,07
EV (€/mln)	€ 24,77
Free Float	37,70%
Share Outstanding	4.781.865
52-week high	€ 9,30
52-week low	€ 5,56
Average Daily Volumes (3 months)	8.821

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Edoardo Luigi Pezzella | edoardo.pezzella@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-24,0%	-28,8%	-23,8%	-11,6%
to FTSE Italia Growth	-20,9%	-26,3%	-17,5%	-5,9%
to Euronext STAR Milan	-18,5%	-20,3%	-14,4%	-3,6%
to FTSE All-Share	-17,6%	-30,3%	-28,7%	-19,5%
to EUROSTOXX	-18,0%	-26,7%	-27,0%	-14,9%
to MSCI World Index	-17,2%	-17,6%	-16,1%	-15,8%

Source: FactSet

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Current ratio	1,5x	2,0x	2,2x	2,5x
ROIC	11,6%	16,8%	21,1%	31,9%
ROE	10,0%	14,3%	15,5%	18,2%
ROA	5,9%	8,1%	9,2%	11,1%

Source: Integrae SIM

FY24A Results

Nel FY24A il Valore della Produzione di Circle si attesta a € 14,58 mln, rispetto a un valore pari a € 13,21 mln registrato a fine 2023 e a € 15,70 mln stimati nel nostro precedente report. L'EBITDA si attesta a € 3,01 mln, registrando nel FY24A un lieve calo del 5,5% rispetto ai € 3,19 mln dell'esercizio precedente. Anche l'EBITDA Margin, pari al 20,7%, risulta in contrazione di circa 3,5 punti percentuali rispetto al dato del FY23A pari al 24,1%. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,34 mln, si attesta a € 1,68 mln (€ 2,05 mln nel FY23A). Il Net Income si attesta a € 1,45 mln, registrando una decrescita, pari al 13,5% rispetto a € 1,68 mln del FY23A. A livello patrimoniale, si segnala un miglioramento della NFP, che raggiunge i € 1,96 mln cash positive, rispetto ai € 1,65 mln cash positive al 31 dicembre 2023.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo Valore della Produzione FY25E pari a € 23,00 mln ed un EBITDA pari a € 5,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 22,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il Valore della Produzione possa aumentare fino a € 33,00 mln (CAGR 24A-28E: 22,7%) nel FY28E, con EBITDA pari a € 8,30 mln (corrispondente ad una marginalità del 25,2%), rispetto a € 3,01 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 20,7%). A livello patrimoniale, secondo le nostre aspettative, la NFP Adjusted potrebbe raggiungere, nel FY25E, un valore cash positive pari a € 5,24 mln. 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 € 44,8 mln. L'equity value di Circle utilizzando i market multiples risulta essere pari € 50,8 mln (inclusendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 47,8 mln. **Il target price è di € 10,00, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Revenues	10,35	10,69	18,00	21,50	26,55	29,50
Other revenues	2,86	3,88	5,00	4,00	3,80	3,50
Value of Production	13,21	14,58	23,00	25,50	30,35	33,00
COGS	0,05	0,23	0,30	0,30	0,35	0,40
Services	4,17	4,81	7,50	8,25	9,85	10,55
Use of assets owned by others	0,41	0,47	0,70	0,75	0,75	0,80
Employees	5,10	5,83	9,00	9,85	11,60	12,50
Other operating costs	0,29	0,22	0,30	0,35	0,40	0,45
EBITDA	3,19	3,01	5,20	6,00	7,40	8,30
<i>EBITDA Margin</i>	<i>24,1%</i>	<i>20,7%</i>	<i>22,6%</i>	<i>23,5%</i>	<i>24,4%</i>	<i>25,2%</i>
D&A	1,14	1,34	2,50	2,65	2,85	3,00
EBIT	2,05	1,68	2,70	3,35	4,55	5,30
<i>EBIT Margin</i>	<i>15,5%</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,7%</i>	<i>13,1%</i>	<i>15,0%</i>	<i>16,1%</i>
Financial management	(0,02)	0,02	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
EBT	2,03	1,69	2,60	3,25	4,45	5,20
Taxes	0,35	0,24	0,40	0,65	0,95	1,15
Net Income	1,68	1,45	2,20	2,60	3,50	4,05

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Fixed Assets	4,13	10,78	10,60	10,00	8,90	7,50
Account receivable	5,92	7,07	10,80	12,40	14,10	15,50
Inventory	0,04	0,30	0,30	0,30	0,35	0,40
Account payable	2,31	2,75	4,30	4,75	5,55	6,15
Operating Working Capital	3,65	4,62	6,80	7,95	8,90	9,75
Other receivable	1,29	4,40	4,20	3,40	2,75	2,50
Other payable	2,04	5,82	5,90	6,00	6,10	6,10
Net Working Capital	2,90	3,19	5,10	5,35	5,55	6,15
Severance & other provisions	1,18	1,53	2,00	2,55	3,15	3,50
NET INVESTED CAPITAL	5,86	12,44	13,70	12,80	11,30	10,15
Share capital	0,27	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32
Reserves	8,01	14,97	16,42	18,62	21,22	24,72
Net Income	1,68	1,45	2,20	2,60	3,50	4,05
Equity	9,96	16,74	18,94	21,54	25,04	29,09
Cash & cash equivalents	2,08	3,40	5,24	7,64	11,64	15,94
Short term financial debt	0,43	1,43	0,20	0,10	0,00	0,00
M/L term financial debt	0,00	0,00	2,10	1,60	1,20	0,80
Net Financial Position	(1,65)	(1,96)	(2,94)	(5,94)	(10,44)	(15,14)
Other financial receivable	2,45	2,34	2,30	2,80	3,30	3,80
NFP Adjusted	(4,10)	(4,30)	(5,24)	(8,74)	(13,74)	(18,94)
SOURCES	5,86	12,44	13,70	12,80	11,30	10,15

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
EBIT	2,05	1,68	2,70	3,35	4,55	5,30
Taxes	0,35	0,24	0,40	0,65	0,95	1,15
NOPAT	1,70	1,44	2,30	2,70	3,60	4,15
D&A	1,14	1,34	2,50	2,65	2,85	3,00
Change in NWC	(0,23)	(0,29)	(1,91)	(0,25)	(0,20)	(0,60)
Change in receivable	(0,29)	(1,15)	(3,73)	(1,60)	(1,70)	(1,40)
Change in inventory	0,00	(0,26)	0,00	0,00	(0,05)	(0,05)
Change in payable	(0,26)	0,45	1,55	0,45	0,80	0,60
Change in others	0,31	0,68	0,28	0,90	0,75	0,25
Change in provisions	0,11	0,36	0,47	0,55	0,60	0,35
OPERATING CASH FLOW	2,72	2,84	3,36	5,65	6,85	6,90
Capex	(1,46)	(7,98)	(2,32)	(2,05)	(1,75)	(1,60)
FREE CASH FLOW	1,27	(5,14)	1,04	3,60	5,10	5,30
Financial management	(0,02)	0,02	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Change in Financial debt	(0,09)	1,01	0,87	(0,60)	(0,50)	(0,40)
Change Other financial receivable	(1,39)	0,11	0,04	(0,50)	(0,50)	(0,50)
Change in equity	(0,03)	5,33	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,26)	1,32	1,85	2,40	4,00	4,30

Source: Circle and Integrae SIM estimates

Company Overview

Fondata a Genova nel 2012, Circle SpA è la PMI Innovativa a capo di CIRCLE Group, il Gruppo 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 e Cargo Start, acquisite rispettivamente a fine 2017, luglio 2019 e dicembre 2022, le società di consulenza Magellan Circle e Magellan Circle Italy, la NewCo NEXT Customs, nonché la partecipata ACCUDIRE.

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 prodotti software: Milos® – suite rivolta a tutti gli attori della logistica intermodale quali inland terminal, terminal portuali, porti, MTO e agenzie marittime, l'Extended Port Community System, le soluzioni le soluzioni MasterSPED® e Milos® Global Supply Chain Visibility, dedicate rispettivamente a spedizioni e logistica e a commercio e industria, nonché StarTracking®, 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 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 Advocacy) 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, società 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 controlla il 92,0% di eXyond, già Log@Sea rete di imprese, attiva nell'offerta di soluzioni evolute di Gate Automation rivolte ai nodi portuali e intermodali. Il 27 dicembre 2024 eXyond, acquisisce il ramo d'azienda di proprietà di Telepass Innova SpA (società controllata di Telepass SpA). Il Ramo d'Azienda comprende la Business Unit Infomobilità (nata dalla fusione per incorporazione della Società InfoBlu SpA in Telepass Innova) attiva nei servizi avanzati di monitoraggio e gestione del traffico su rete stradale e autostradale italiana, e la Business Unit Telematica (nata dalla fusione per incorporazione della Società KMaster Srl in Telepass Innova) attiva nella prestazione di servizi di telematica, basati su piattaforme tecnologiche proprietarie, a favore di aziende operanti nei settori logistico, trasporti e assicurativo

Circle inoltre possiede il 21,0% del capitale sociale di ACCUDIRE, Startup Innovativa veronese 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 e legge di recepimento appena approvata dal Parlamento italiano).

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, un ambito fortemente strategico per l'evoluzione del percorso Connect 4 Agile Growth.

FY24A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY24A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP Adj.
FY24A	14,58	3,01	20,7%	1,68	1,45	(4,30)
FY24E	15,70	3,80	24,2%	2,35	1,70	(9,51)
Change	-7,2%	-20,8%	-3,5%	-28,7%	-14,5%	n/a

Source: Integrae SIM

TABLE 3 – ACTUAL VS ESTIMATES FY24A ADJUSTED

€/mln	VoP	EBITDA Adj.	EBITDA Adj. %	EBITA Adj.	Net Income Adj.	NFP Adj.
FY24A	14,58	3,30	22,6%	2,00	1,80	(4,30)
FY24E	13,21	3,19	24,1%	2,05	1,68	(4,10)
Change	10,3%	3,5%	-1,5%	-2,2%	7,1%	n/a

Source: Integrae SIM

TABLE 4 – ACTUAL VS ESTIMATES FY24A PRO-FORMA

€/mln	VoP PF	EBITDA PF	EBITDA PF %	EBIT	Net Income	NFP Adj.
FY24A	21,40	4,30	20,1%	n/a	n/a	(4,30)
FY24E	13,21	3,19	24,1%	2,05	1,68	(4,10)
Change	62,0%	34,9%	-4,0%	n/a	n/a	n/a

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Luca Abatello, CEO e Presidente di Circle SpA, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Il 2024 è stato un anno fondamentale per l'evoluzione del Gruppo. È proseguita l'integrazione delle soluzioni e l'offerta di nuove proposte a livello di Gruppo alimentando la crescita organica e le sinergie interne. Ciò è stato possibile nonostante un contesto macroeconomico complesso e un ritardo sempre più significativo dell'avanzamento di alcuni progetti legati alla UE e al PNRR. Per questo motivo, abbiamo già accelerato la strategia e completato importanti acquisizioni coerenti con il piano “Connect 4 Agile Growth. Inoltre, stiamo continuando a focalizzarci sul settore Industrial & Distribution con il prodotto MILOS GSCV, anche in funzione delle numerose richieste ricevute che ci offrono la possibilità di sviluppare soluzioni verticalizzate in linea con i nostri obiettivi strategici, in particolare nei settori industriale del fresh food (la catena del freddo) e del siderurgico”.*

Al fine di poter dare una rappresentazione maggiormente aderente all'andamento reale del business, si ricorda che in data 27 dicembre 2024 eXyond, società controllata da Circle Group (partecipata da Circle SpA al 92,0% e Aitek SpA all'8,0%), ha acquisito un ramo d'azienda di proprietà di Telepass Innova SpA, società interamente controllata da Telepass SpA, per un corrispettivo pari a € 6,20 mln, comprendente le Linee di Business Infomobilità e Telematica, contribuendo a rafforzare l'offerta di Circle Group nei settori dei trasporti, della telematica e dell'infomobilità, integrando servizi avanzati di monitoraggio del traffico e soluzioni telematiche per aziende nei settori logistico, trasporti e assicurativo. Nello stesso mese, eXyond ha inoltre acquisito una partecipazione pari al 54,54% del capitale di Circle Garage, PMI innovativa focalizzata sullo sviluppo di soluzioni tecnologiche per l'analisi dei dati, il software development

e la realizzazione di applicazioni su infrastrutture cloud. L'operazione ha rafforzato in modo sostanziale le competenze digitali e tecnologiche del Gruppo, consolidando il posizionamento di eXyond quale abilitatore di soluzioni ad alto contenuto innovativo nell'ambito della digitalizzazione dei processi industriali e logistici.

Per consentire un confronto più coerente, le tabelle sopra riportano sia i risultati economici del 2024 pro-forma, che comprendono le linee di business Infomobilità e Telematica acquisite da Telepass Innova e quelli di Circle Garage (consolidati solo patrimonialmente al 31.12.2024), che i risultati rettificati per costi non ricorrenti sostenuti pari a circa € 0,30 mln (che avranno manifestazione a livello di ricavi e margini nel corso del 2025).

Si denota come il contesto macroeconomico internazionale, oltre il perdurare di una politica estremamente tesa e l'indebolimento degli scambi commerciali a livello internazionale, abbia inciso negativamente sul settore logistico, rallentando alcuni progetti e contribuendo alla contrazione della produzione industriale del 2024, che secondo l'Istat ammonta al -3,5% rispetto al 2023.

Nello specifico, nel FY24A il Valore della Produzione di Circle si attesta a € 14,58 mln, rispetto a un valore pari a € 13,21 mln registrato a fine 2023 e a € 15,70 mln stimati nel nostro precedente report. La Società comunica come il dato del FY24A risulti influenzato dalle sinergie con Partners & Alliances che sono state acquisite nel corso dell'anno ma non consolidate a livello economico (per € 0,60 mln Alliance Telepass Innova, ora eXyond) e dal rinvio dell'acquisizione di Accudire per € 0,70 mln.

I ricavi derivanti dai prodotti software proprietari, proposti anche in modalità SaaS (Software As A Service) su piattaforma cloud, risultano in linea con quelli registrati nel FY23A, pari a € 3,20 mln. Si segnala, inoltre, come i servizi federativi Milos®, pari a circa € 0,90 mln, hanno registrato un incremento di circa il 20,0% rispetto al 2023 (€ 0,75 mln). Con riferimento al Valore della Produzione pro-forma, questo si attesta a € 21,40 mln, registrando un incremento del 62,0% rispetto al dato al 31 dicembre 2023. Tale crescita è attribuibile principalmente all'incremento dei ricavi derivanti dai prodotti software proprietari pro-forma, pari a € 6,10 mln, in significativo aumento (+92,0%) rispetto ai € 3,20 mln del FY23A.

L'EBITDA si attesta a € 3,01 mln, registrando nel FY24A un lieve calo del 5,5% rispetto ai € 3,19 mln dell'esercizio precedente. Anche l'EBITDA Margin, pari al 20,7%, risulta in contrazione di circa 3,5 punti percentuali rispetto al dato del FY23A pari al 24,1%. Al contrario, l'EBITDA pro-forma (€ 4,30 mln) e l'EBITDA Adjusted (€ 3,30 mln) mostrano una crescita rispettivamente del 34,9% e del 3,5% rispetto ai valori registrati 31 dicembre 2023.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,34 mln, si attesta a € 1,68 mln (€ 2,05 mln nel FY23A), rispetto a nostre stime pari a € 2,10 mln. L'EBIT Margin ammonta al 11,5%, rispetto ad un dato al FY23A del 15,5%. Non considerando i costi non ricorrenti sostenuti nel corso dell'anno, invece, l'EBIT Adjusted risulta pari a € 2,00 mln. Il Net Income si attesta a € 1,45 mln, registrando una decrescita, pari al 13,5% rispetto a € 1,68 mln del FY23A. Tuttavia, escludendo gli oneri non ricorrenti, il Net Income Adjusted evidenzia un incremento del 7,1% circa rispetto lo scorso anno.

Con riferimento all'EBIT e al Net Income pro-forma, la Società precisa che, a seguito dell'acquisizione di un ramo d'azienda, non è possibile effettuare un confronto omogeneo né una corretta aggregazione delle relative componenti finanziarie e fiscali.

A livello patrimoniale, si segnala un miglioramento della NFP, che raggiunge i € 1,96 mln cash positive, rispetto ai € 1,65 mln cash positive al 31 dicembre 2023. L'andamento della NFP riflette, da un lato, l'effetto positivo degli aumenti di capitale per complessivi € 5,10 mln sottoscritti da Eiffel e Algebris Investments Limited e dall'altro dagli investimenti destinati allo sviluppo di nuovi prodotti per circa € 1,30 mln, nonché dell'esborso complessivo di € 3,40 mln per l'acquisizione di Circle Garage e del ramo d'azienda di proprietà di Telepass Innova SpA, oltre che da costi non ricorrenti pari a circa € 0,30 mln. 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 € 4,30 mln nel FY24A (rispetto a € 4,10 mln cash positive pari nel FY23A).

Infine, Il backlog pluriennale del Gruppo, calcolato sulla base di dati gestionali e con visibilità fino al 2026, comprensivo di Telepass Innova e Circle Garage, ha raggiunto, al 31 dicembre 2024, un valore pari a € 28,50 mln, in significativo aumento rispetto ai € 13,60 mln registrati al 31 dicembre 2023, evidenziando una crescita del 109,0%.

Per quanto riguarda l'evoluzione futura, l'introduzione dell'e-CMR e dell'eFTI rappresenta un importante passo avanti nella digitalizzazione della logistica, migliorando efficienza, sicurezza e trasparenza nei trasporti. Questi strumenti faciliteranno l'integrazione dei controlli digitali nella catena logistica multimodale, riducendo tempi e costi. Allo stesso tempo, l'avvio della ZES UNICA e il rifinanziamento delle ZLS offrono nuove opportunità per lo sviluppo territoriale. In questo scenario, Circle, anche tramite eXyond, MagellanCircle e la nuova Newco PCS, sta potenziando soluzioni innovative, puntando su un ecosistema logistico connesso, interoperabile e sostenibile, monitorando costantemente gli indicatori economici per adattare le proprie strategie.

La Società comunica, inoltre, che in vista della conclusione del ciclo europeo avviato nel 2020, MagellanCircle risulta attualmente impegnata in una fase di ridefinizione strategica del proprio posizionamento. In particolare, l'attenzione è rivolta all'attuazione delle nuove direttrici europee, tra cui il Competitiveness Compass, le politiche dell'Industrial Green Deal e la strategia portuale, tenendo conto dei trend in rapida evoluzione e dell'emergere di ambiti di crescente rilevanza come Advocacy & Defence. Nel settore cargo aereo, invece, a causa di volumi ancora contenuti, si rendono necessari significativi investimenti anche nel primo semestre del 2025, al fine di completare l'offerta di servizi ed estendere i progetti in corso ai principali nodi aeroportuali nazionali e internazionali.

FY25E - FY28E Estimates

TABLE 5 - ESTIMATES UPDATES FY25E-28E

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Value of Production				
New	23,00	25,50	30,35	33,00
Old	20,55	25,30	30,35	n/a
Change	11,9%	0,8%	0,0%	n/a
EBITDA				
New	5,20	6,00	7,40	8,30
Old	5,20	6,45	7,95	n/a
Change	0,0%	-7,0%	-6,9%	n/a
EBITDA %				
New	22,6%	23,5%	24,4%	25,2%
Old	25,3%	25,5%	26,2%	n/a
Change	-2,7%	-2,0%	-1,8%	n/a
EBIT				
New	2,70	3,35	4,55	5,30
Old	3,55	4,55	5,90	n/a
Change	-23,9%	-26,4%	-22,9%	n/a
Net Income				
New	2,20	2,60	3,50	4,05
Old	2,55	3,25	4,25	n/a
Change	-13,7%	-20,0%	-17,6%	n/a
NFP Adjusted				
New	(5,24)	(8,74)	(13,74)	(18,94)
Old	(11,21)	(14,11)	(18,41)	n/a
Change	n/a	n/a	n/a	n/a

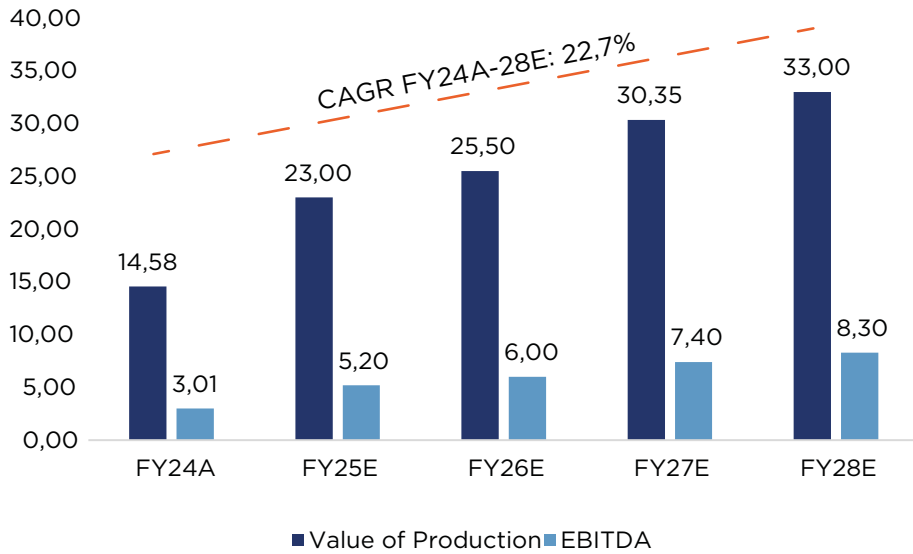
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo Valore della Produzione FY25E pari a € 23,00 mln ed un EBITDA pari a € 5,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 22,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il Valore della Produzione possa aumentare fino a € 33,00 mln (CAGR 24A-28E: 22,7%) nel FY28E, con EBITDA pari a € 8,30 mln (corrispondente ad una marginalità del 25,2%), rispetto a € 3,01 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 20,7%).

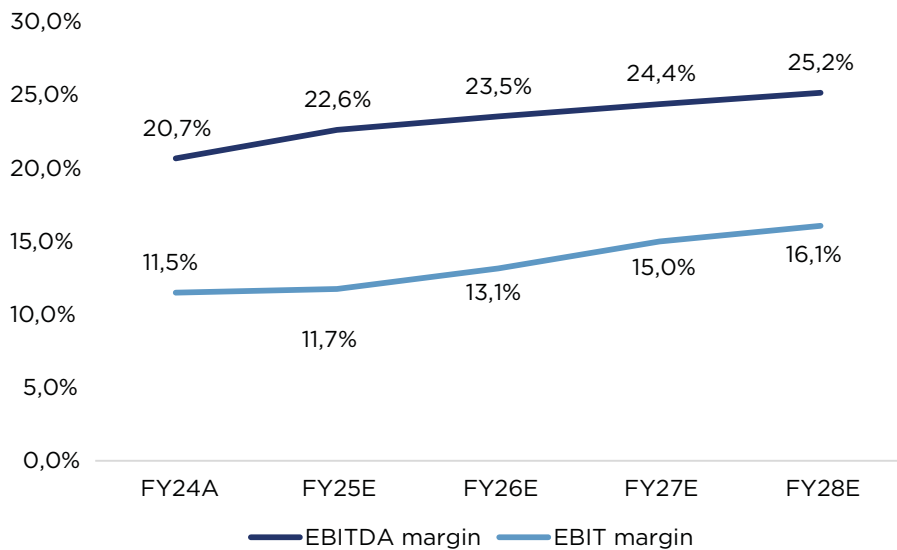
Per quanto riguarda gli investimenti stimati, ci aspettiamo Capex 2025E-2028E pari a circa € 7,72 mln; infine, stimiamo una NFP Adjusted (comprensiva dei crediti esigibili verso l'Unione Europea, strutturalmente posticipati per regole comunitarie) per il FY25E cash positive pari a € 5,24 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY24A-28E



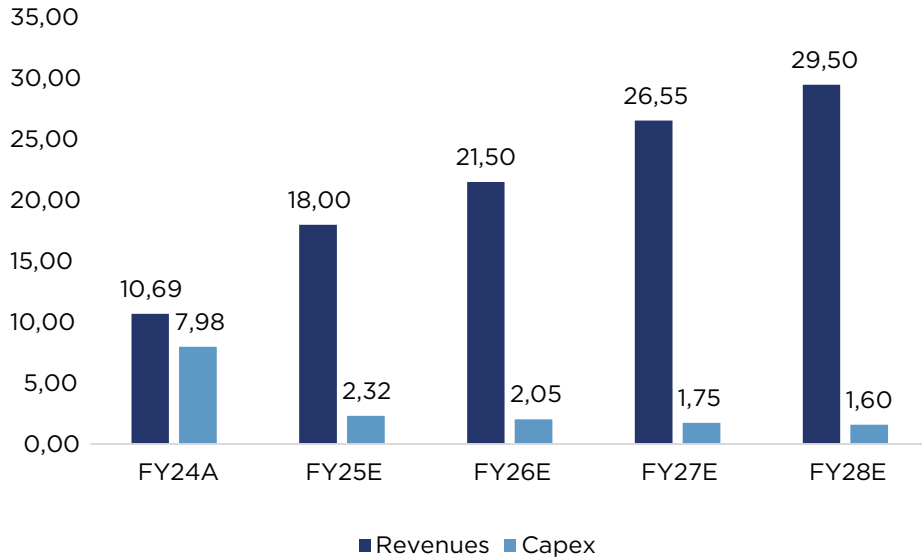
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY24A-28E



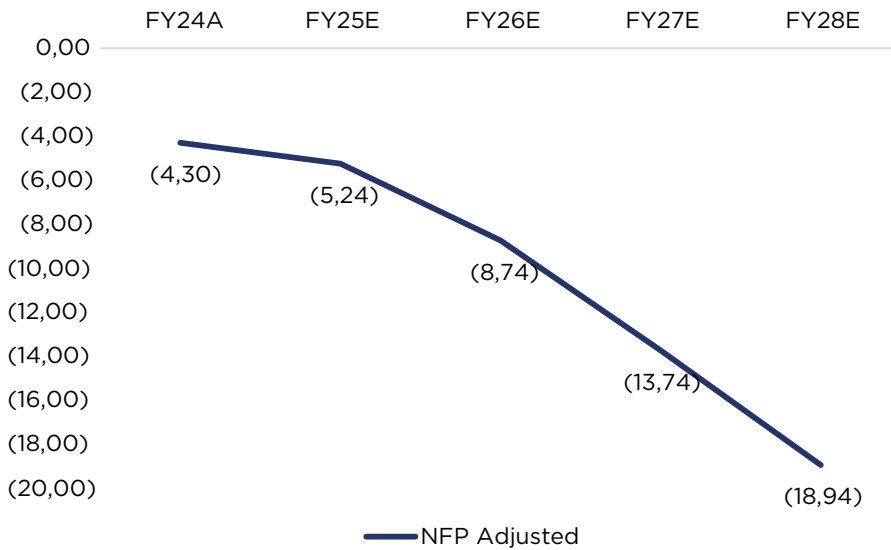
Source: Integrae SIM

CHART 3 - CAPEX FY24A-28E



Source: Integrae SIM

CHART 4 - NFP ADJUSTED FY24A-28E



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 6 - WACC

WACC			11,36%
D/E 11,11%	Risk Free Rate 2,81%	β Adjusted 1,0	α (specific risk) 2,50%
Kd 3,00%	Market premium 7,26%	β Relevered 1,0	Ke 12,38%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 11,36%.

TABLE 7 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO actualized	10,4	26%
TV actualized DCF	30,1	74%
Enterprise Value	40,5	100%
NFP Adjusted (FY24A)	(4,3)	
Equity Value	44,8	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 44,8 mln.**

TABLE 8 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
Growth Rate (g)		9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%	12,9%
	3,0%	60,5	56,6	53,2	50,2	47,6	45,2	43,1
	2,5%	57,4	53,9	50,9	48,2	45,8	43,6	41,7
	2,0%	54,7	51,6	48,9	46,4	44,2	42,2	40,4
	1,5%	52,3	49,5	47,0	44,8	42,8	40,9	39,3
	1,0%	50,2	47,7	45,4	43,4	41,5	39,8	38,2
	0,5%	48,4	46,0	43,9	42,0	40,3	38,7	37,3
	0,0%	46,7	44,5	42,6	40,8	39,2	37,7	36,4

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 9 - MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Capgemini SE	7,1 x	7,0 x	6,6 x	8,6 x	8,1 x	7,7 x
Reply S.p.A.	11,8 x	10,8 x	10,0 x	14,2 x	13,0 x	11,9 x
Computacenter Plc	6,5 x	6,1 x	6,3 x	8,5 x	7,9 x	7,2 x
Accenture Plc	13,8 x	13,1 x	12,2 x	16,9 x	15,9 x	14,7 x
PSI Software SE	16,9 x	12,3 x	9,5 x	39,5 x	21,6 x	14,5 x
Peer median	11,8 x	10,8 x	9,5 x	14,2 x	13,0 x	11,9 x

Source: FactSet

TABLE 10 - MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	61,2	65,1	70,2
EV/EBIT	38,3	43,5	54,0
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	45,9	48,8	52,7
EV/EBIT	28,8	32,6	40,5
Equity Value			
EV/EBITDA	51,1	57,6	66,4
EV/EBIT	34,0	41,4	54,2
Average	42,6	49,5	60,3

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 € 50,8 mln.**

Equity Value

TABLE 11 - EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	47,8
Equity Value DCF (€/mln)	44,8
Equity Value Multiples (€/mln)	50,8
Target Price (€)	10,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 47,8 mln.

Il target price è quindi di € 10,00 (prev. € 10,50). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 12 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	14,4 x	8,4 x	7,2 x	5,9 x
EV/EBIT	26,0 x	16,1 x	13,0 x	9,6 x
P/E	32,9 x	21,7 x	18,4 x	13,7 x

Source: Integrae SIM

TABLE 13 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	8,2 x	4,8 x	4,1 x	3,3 x
EV/EBIT	14,8 x	9,2 x	7,4 x	5,4 x
P/E	20,0 x	13,2 x	11,2 x	8,3 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 Alessia Di Florio 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
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
12/07/2024	8,06	Buy	10,50	Medium	Update
17/09/2024	8,74	Buy	10,50	Medium	Breaking News
08/10/2024	8,18	Buy	10,50	Medium	Update
13/11/2024	8,28	Buy	10,50	Medium	Breaking News
15/11/2024	8,00	Buy	10,50	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 SpA has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the Upside Potential (increase in value or return that he investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), 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 upside potential may temporarily fall outside the proposed range

Upside Potential (for different risk categories)

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	Upside $\geq$ 7.5%	Upside $\geq$ 10%	Upside $\geq$ 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT 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