

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Circle

Euronext Growth Milan | Engineering | Italy

Produzione 07/10/2024, h. 18:30

Pubblicazione 08/10/2024, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 10,50

prev. € 10,50

Risk



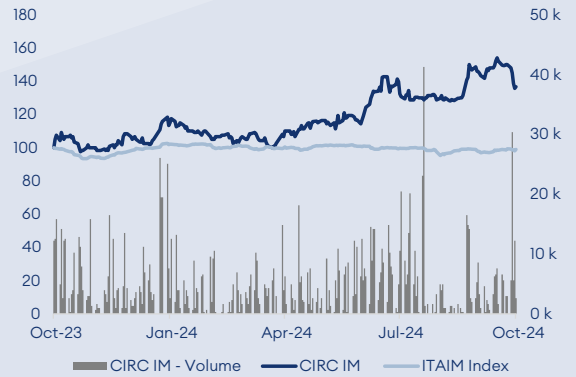
Medium

Upside potential

28,4%

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	€ 8,18
Target price	€ 10,50
Upside/(Downside) potential	28,4%
Ticker	CIRC IM
Market Cap (€/mln)	€ 37,77
EV (€/mln)	€ 33,67
Free Float	36,76%
Share Outstanding	4.616.865
52-week high	€ 9,30
52-week low	€ 5,65
Average daily volumes (3 months)	5.855

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Edoardo Luigi Pezzella | edoardo.pezzella@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-6,4%	3,0%	23,9%	36,3%
to FTSE Italia Growth	-7,7%	3,8%	25,4%	37,4%
to Euronext STAR Milan	-6,7%	7,9%	28,1%	24,7%
to FTSE All-Share	-6,2%	4,6%	26,5%	14,2%
to EUROSTOXX	-8,9%	3,4%	25,9%	15,1%
to MSCI World Index	-10,0%	0,1%	15,3%	6,3%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	10,6 x	8,9 x	6,5 x	5,2 x
EV/EBIT	16,5 x	14,3 x	9,5 x	7,4 x
P/E	22,5 x	22,2 x	14,8 x	11,6 x

1H24A Results

Il valore della produzione si attesta a € 7,27 mln, rispetto a un valore pari a € 7,16 mln registrato per l'1H23A (€ 6,62 mln nell'1H23A*), segnando un incremento pari al 1,5% (+9,8% vs 1H23A*). L'EBITDA, pari a € 1,75 mln, registra un decremento pari al 10,7% rispetto ai € 1,96 mln relativi al primo semestre dello scorso esercizio e un incremento del 11,7% se confrontato con il dato normalizzato dell'1H23A* (€ 1,57 mln). L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,46 mln, si attesta a € 1,29 mln (€ 1,51 mln nel 1H23A e € 0,97 mln nell'1H23A*). Il Net Income si attesta a € 1,03 mln, a fronte di € 1,13 mln registrati nel 1H23A, segnando una decrescita pari al 8,3% (+43,3% vs 1H23A*).

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per l'1H24A, confermiamo integralmente 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 € 49,7 mln. L'equity value di Circle utilizzando i market multiples risulta essere pari € 47,3 mln (incluso 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), Extended Port Communny System, 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 permette 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.

1H24A Results

TABLE 2 – 1H24A VS 1H23A

(€/mln)	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP Adj.
1H24A	7,27	1,75	24,1%	1,29	1,03	(7,60)
1H23A	7,16	1,96	27,4%	1,51	1,13	(4,10)**
<i>Change</i>	1,5%	-10,7%	-3,3%	-14,2%	-8,3%	n/a

Source: Integrae SIM

**NFP Adj. as of 31/12/2023

TABLE 3 – 1H24A VS 1H23A**

(€/mln)	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP Adj.
1H24A	7,27	1,75	24,1%	1,29	1,03	(7,60)
1H23A*	6,62	1,57	23,7%	0,97	0,72	(4,10)**
<i>Change</i>	9,8%	11,7%	0,4%	33,7%	43,3%	n/a

Source: Integrae SIM

**NFP Adj. as of 31/12/2023

*Normalized data

Tramite comunicato stampa, Luca Abatello, CEO e Presidente di Circle SpA, commentando i risultati semestrali, dichiara: *“Come anticipato in sede di highlights, siamo soddisfatti dei risultati ottenuti in un semestre caratterizzato da uno scenario macro economico molto complesso. Grazie a Milos® Federative Services, cuore pulsante della nostra innovazione, in crescita del 28% rispetto allo scorso anno, abbiamo proseguito il trend positivo affrontando le sfide sempre più difficili poste da un clima geopolitico articolato. Le approvazioni legate al PNRR sono state rilasciate nel corso del 2024 e, le ultime, a settembre, quindi con un impatto limitato nel semestre. A giugno abbiamo presentato il piano Connect 4 Agile Growth 2027, che si concentra su tre macro-pilastri: nodi intermodali “intelligenti” e automatizzati (porti, interporti, terminal, nodi logistici, aeroporti, ecc.), industrie e spedizionieri proattivi e predittivi con documenti di trasporto completamente dematerializzati (quindi comprendenti, in primis, l’e-CMR), corridoi logistici internazionali e procedure doganali innovative, il tutto spinto da un obiettivo orizzontale rappresentato dalla transizione verde ed energetica. Tutti i filoni stanno procedendo come da piano, raggiungendo i risultati attesi, anzi accelerando ulteriormente gli investimenti per rilasciare al mercato, in anticipo “normativo” e con un vantaggio competitivo per Circle Group e per i propri partner e clienti, i nuovi servizi federativi”.*

Durante il primo semestre 2024, Circle ha lanciato importanti innovazioni, tra cui una nuova versione di Milos® Global Supply Chain Visibility for Manufacturing & Distribution con l'integrazione di e-CMR e la gestione doganale attraverso il lancio di Next Customs, oltre al

consolidamento di Milos® Intelligence basato su *machine learning*. Sono stati completati anche progetti chiave come il modello “Airport Community System” per Malpensa e sono stati avviati nuovi progetti europei tramite la BU European Affairs Consultancy e Magellan Circle. Sebbene il semestre abbia visto costi straordinari e investimenti anticipati per le attività in corso, si prevede che questi produrranno benefici nell’ultimo trimestre del 2024 e negli anni successivi.

Al fine di poter dare una rappresentazione maggiormente aderente all’andamento reale del business, si ricorda che i dati relativi al 1H23A hanno mostrato un andamento eccezionale, influenzato dalla scadenza degli incentivi per la transizione 4.0, che ha determinato una forte concentrazione di progetti assegnati in quel periodo. Per consentire un confronto più coerente, la tabella sopra riporta anche i risultati del primo semestre 2023 normalizzati rispetto a questi effetti straordinari (1H23A**).

Il valore della produzione si attesta a € 7,27 mln, rispetto a un valore pari a € 7,16 mln registrato per l’1H23A (€ 6,62 mln nell’1H23A*), segnando un incremento pari al 1,5% (+9,8% vs 1H23A*). Tale incremento è stato reso possibile soprattutto grazie all’incremento dei ricavi derivanti dai prodotti software proprietari, proposti anche in modalità SaaS (*Software As A Service*) su piattaforma cloud, che sono aumentati del 1,0% rispetto al semestre scorso e del 27,0% se comparato con il semestre 1H23A*. Inoltre, i servizi federativi Milos® hanno registrato un aumento di circa il 28,0% (+37,0% vs 1H23A*).

Il Gruppo ha continuato a crescere anche grazie a diverse iniziative innovative avviate tra la fine del 2023 e il primo semestre del 2024, mirate a ottimizzare la gestione dei flussi logistici, intermodali e doganali. Queste iniziative hanno portato al rafforzamento della piattaforma Milos® Global Supply Chain Visibility 4.0 e allo sviluppo di progetti per la tracciabilità delle spedizioni e la gestione ferroviaria per importanti operatori italiani. Si denota che nel corso dei primi sei mesi del 2024, Circle ha siglato rilevanti contratti volti a semplificare e accelerare la gestione dei flussi logistici, operativi, doganali e multimodali in numerosi porti del Mediterraneo. Tra i vari settori, quello portuale risulta come il trend più significativo tra la fine del 2023 e il 2024, con risultati concreti attesi per la fine del 2024 e il primo semestre del 2025.

L’EBITDA, pari a € 1,75 mln, registra un decremento pari al 10,7% rispetto ai € 1,96 mln relativi al primo semestre dello scorso esercizio e un incremento del 11,7% se confrontato con il dato normalizzato dell’1H23A* (€ 1,57 mln). L’EBITDA *Margin*, pari al 24,1%, risulta inferiore rispetto al dato dell’1H23A pari al 27,4% ma superiore a quello registrato nell’1H23A* pari al 23,7%.

L’EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,46 mln, si attesta a € 1,29 mln (€ 1,51 mln nel 1H23A e € 0,97 mln nell’1H23A*). L’EBIT *Margin* risulta pari al 17,8%, rispetto al dato dell’1H23A del 21,1% (14,6% nell’1H23A*).

Il Net Income si attesta a € 1,03 mln, a fronte di € 1,13 mln registrati nel 1H23A, segnando una decrescita pari al 8,3% (+43,3% vs 1H23A*).

A livello patrimoniale si segnala un miglioramento della NFP, che raggiunge i € 5,15 mln *cash positive*, rispetto ai € 1,65 mln *cash positive* al 31 dicembre 2023, prevalentemente per effetto dell'aumento di capitale di € 3,60 mln deliberato in data 27 giugno 2024. 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 € 7,60 mln nel 1H24A (*cash positive* pari a € 4,10 mln nel FY23A) risulta invece impattata, oltre che dall'aumento di capitale sottoscritto, dal flusso di incassi dei progetti EU (oltre € 1,00 mln) che ha pareggiato la generazione di crediti dei nuovi progetti maturati.

Con riferimento agli investimenti sull'evoluzione prodotti effettuati nel corso dei primi sei mesi, essi ammontano a circa € 0,50 mln (circa € 0,20 mln del 1H23A) concentrati principalmente a livello immateriale. Nello specifico, gli investimenti sono stati indirizzati verso l'aggiornamento dei servizi offerti dalle suite Milos® MTO, TOS, Intelligence, Global Supply Chain Visibility, TFP e MasterSped®, oltre allo sviluppo di nuove soluzioni innovative federative, come la Green Dashboard e le suite per il settore aereo e aeroportuale (ACS) di Cargo-Start.

Per quanto riguarda l'evoluzione futura, l'entrata in vigore di nuove normative come il Regolamento 1056 (eFTI) il 21 agosto e l'e-CMR il 26/09/2024 nonché SmartCity a Malpensa il 1/10/2024 dovrebbe accelerare la dematerializzazione dei documenti di trasporto e quindi spingere le richieste relative ai correlati servizi federativi. ZES UNICA e Transizione 5.0 stanno andando a regime con moltissimo ritardo e quindi inizieranno a dare frutti solo dal Q4 e nel 2025. Nel contempo il Gruppo prosegue con il suo piano di crescita, puntando ad espandersi sia nei settori innovativi che a livello internazionale. Inoltre, l'adozione di servizi federativi e cloud-based continua a crescere, con una particolare attenzione alla logistica intermodale e aerea, in risposta alla situazione internazionale e alle opportunità del PNRR.

Infine, in linea con il Piano "Connect 4 Agile Growth", il Gruppo continua a perseguire opportunità di crescita esterna valutando potenziali acquisizioni per rafforzarsi a livello internazionale e nei settori più innovativi. Come riportato nel comunicato stampa, dati gli approfondimenti in relazione ad una target individuata, Circle prevede finalizzare la prossima acquisizione nei prossimi mesi.

FY24E – FY27E Estimates

TABLE 4 – ESTIMATES UPDATES FY24E-27E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production				
New	15,70	20,55	25,30	30,35
Old	15,70	20,55	25,30	30,35
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA				
New	3,80	5,20	6,45	7,95
Old	3,80	5,20	6,45	7,95
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA %				
New	24,2%	25,3%	25,5%	26,2%
Old	24,2%	25,3%	25,5%	26,2%
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT				
New	2,35	3,55	4,55	5,90
Old	2,35	3,55	4,55	5,90
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Net Income				
New	1,70	2,55	3,25	4,25
Old	1,70	2,55	3,25	4,25
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NFP Adjusted				
New	(9,51)	(11,21)	(14,11)	(18,41)
Old	(9,51)	(11,21)	(14,11)	(18,41)
Change	n/a	n/a	n/a	n/a

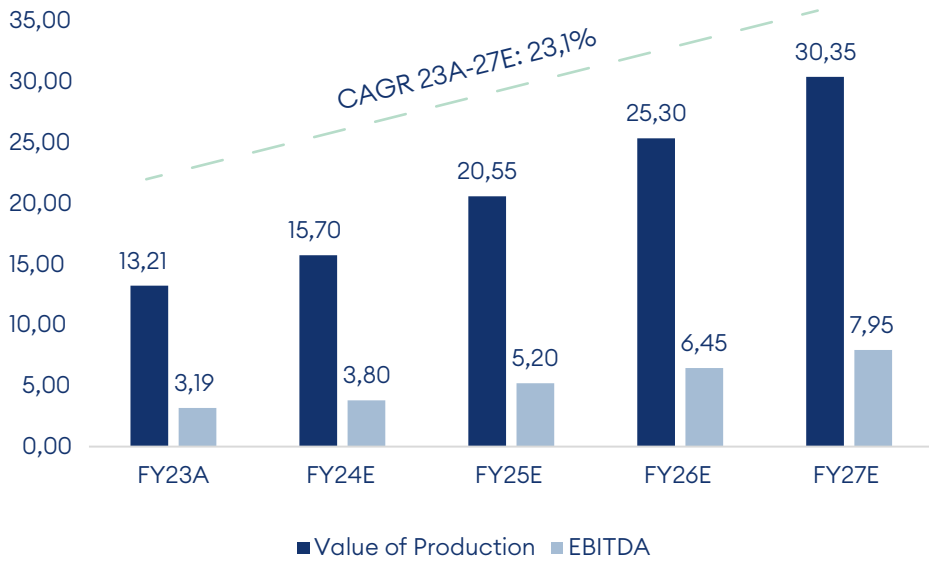
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per l'1H24A, confermiamo integralmente 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%).

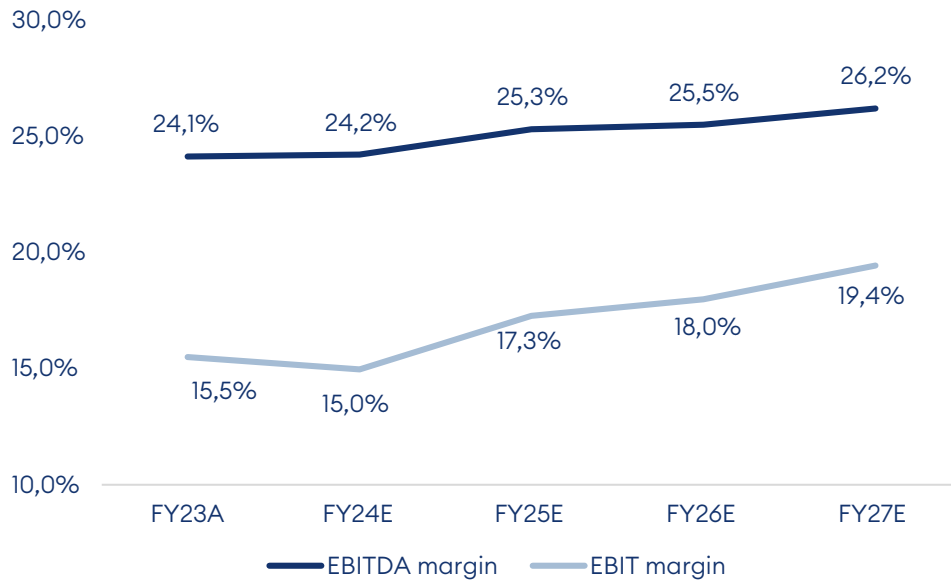
Per quanto riguarda gli investimenti stimati, ci aspettiamo Capex 2024E-2027E pari a circa € 5,42 mln; infine, stimiamo una NFP *Adjusted* (comprensiva dei crediti esigibili verso l'Unione Europea, strutturalmente posticipati per regole comunitarie) per il FY24E *cash positive* pari a € 9,51 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY23A-27E



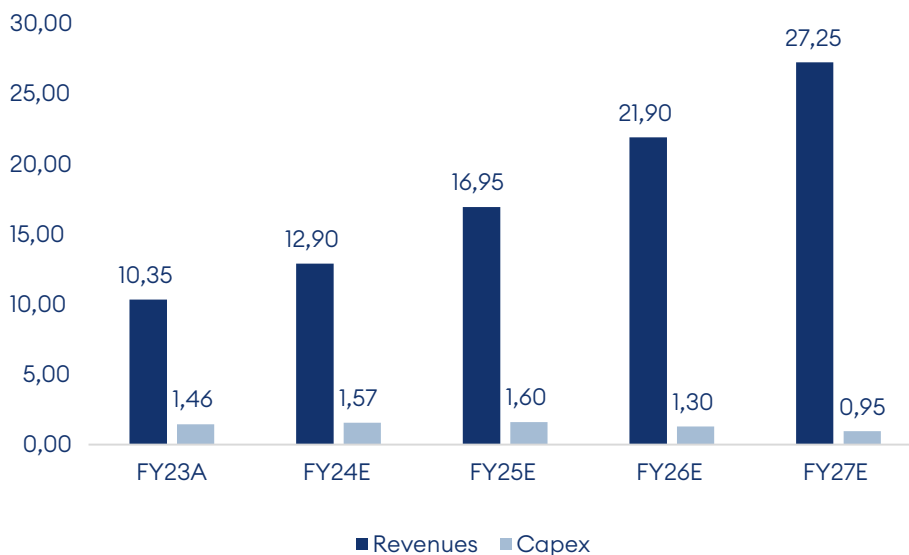
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY23A-27E



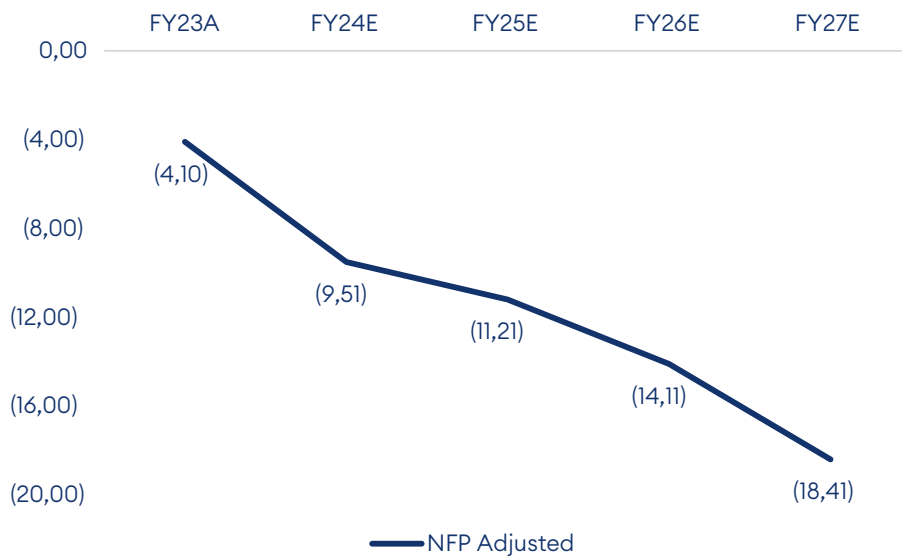
Source: Integrae SIM

CHART 3 – CAPEX FY23A-27E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – NFP ADJUSTED FY23A-27E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 5 – WACC

WACC				11,16%
D/E 5,26%	Risk Free Rate 2,74%	β Adjusted 1,0	α (specific risk) 2,50%	
K_d 1,00%	Market Premium 6,80%	β Relevered 0,9	K_e 11,71%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 11,16%.

TABLE 6 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	8,3	21%
TV actualized DCF	31,9	79%
Enterprise Value	40,2	100%
NFP Adjusted (FY24E)	(9,5)	
Equity Value	49,7	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di **€ 49,7 mln.**

TABLE 7 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%	12,7%
	3,0%	66,3	62,2	58,7	55,5	52,8	50,3	48,1
	2,5%	62,9	59,3	56,2	53,4	50,9	48,6	46,6
	2,0%	60,0	56,8	54,0	51,4	49,2	47,1	45,3
	1,5%	57,4	54,5	52,0	49,7	47,6	45,7	44,0
	1,0%	55,2	52,6	50,2	48,1	46,2	44,5	42,9
	0,5%	53,1	50,8	48,6	46,7	44,9	43,3	41,9
	0,0%	51,3	49,1	47,2	45,4	43,8	42,3	40,9

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 8 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
Capgemini SE	10,3 x	9,8 x	9,3 x	12,5 x	11,6 x	10,8 x
Reply S.p.A.	12,6 x	11,6 x	10,6 x	15,4 x	13,9 x	12,6 x
Computacenter Plc	7,4 x	6,9 x	6,5 x	9,5 x	8,8 x	8,3 x
Accenture Plc	17,5 x	16,8 x	15,8 x	21,7 x	21,2 x	19,6 x
PSI Software SE	n/a	9,2 x	7,4 x	n/a	14,5 x	10,7 x
Peer median	11,5 x	9,8 x	9,3 x	13,9 x	13,9 x	10,8 x

Source: FactSet

TABLE 9 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	43,5	50,8	59,9
EV/EBIT	32,7	49,5	49,0
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	32,7	38,1	44,9
EV/EBIT	24,5	37,1	36,8
Equity Value			
EV/EBITDA	42,2	49,3	59,0
EV/EBIT	34,1	48,3	50,9
Average	38,1	48,8	54,9

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 € 47,3 mln.**

Equity Value

TABLE 10 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	48,5
Equity Value DCF (€/mln)	49,7
Equity Value multiples (€/mln)	47,3
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. € 10,50). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 11 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	12,2 x	10,3 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 12 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	10,6 x	8,9 x	6,5 x	5,2 x
EV/EBIT	16,5 x	14,3 x	9,5 x	7,4 x
P/E	22,5 x	22,2 x	14,8 x	11,6 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, English and French, 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
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
12/07/2024	8,06	Buy	10,50	Medium	Update
17/09/2024	8,74	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 the 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

Equity Total Return (ETR) 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, EVE/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.*