

EQUITY RESEARCH

UPDATE

Produzione | 17.10.2025, h. 18:30
Pubblicazione | 20.10.2025, h. 07:00

Circle

Euronext Growth Milan | Engineering | Italy

Rating

 **BUY**

unchanged

Target Price

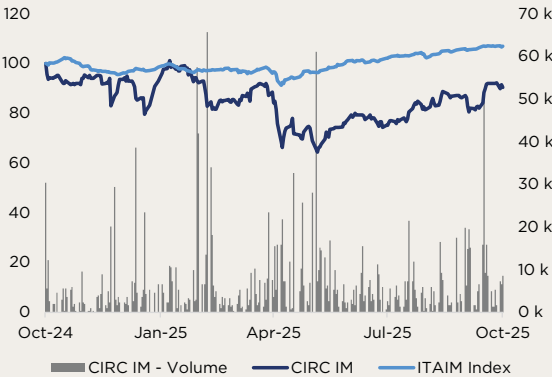
€ 10,50

prev. 10,00

Key Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	3,5x	1,8x	1,6x	1,3x
EV/EBITDA	12,3x	6,8x	5,7x	4,8x
EV/EBIT	22,0x	14,8x	10,7x	8,0x
P/E	28,3x	20,1x	15,3x	11,4x
NFP/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a

Key Financials (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	10,7	20,0	23,5	28,0
Value of Production	14,6	25,0	27,5	31,8
EBITDA	3,0	5,4	6,5	7,8
EBIT	1,7	2,5	3,5	4,6
Net Income	1,5	2,1	2,7	3,6
EBITDA Margin	20,7%	21,6%	23,6%	24,4%
EBIT Margin	11,5%	10,0%	12,5%	14,5%
Net income Margin	10,0%	8,2%	9,8%	11,3%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 8,62
Target price	€ 10,50
Upside/(Downside) potential	21,8%
Ticker	CIRC IM
Market Cap (€/mln)	€ 41,22
EV (€/mln)	€ 36,92
Free Float	31,72%
Share Outstanding	4.781.865
52-week high	€ 9,00
52-week low	€ 5,42
Average Daily Volumes (3 months)	7.340

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

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	12,2%	29,4%	27,1%	7,7%
to FTSE Italia Growth	12,0%	25,3%	13,5%	2,9%
to Euronext STAR Milan	11,3%	25,3%	9,4%	2,3%
to FTSE All-Share	12,6%	23,0%	9,5%	-14,4%
to EUROSTOXX	7,9%	23,6%	14,2%	-6,5%
to MSCI World Index	11,2%	23,1%	3,5%	-6,0%

Source: FactSet

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Current ratio	1,5x	1,7x	2,0x	2,3x
ROIC	11,6%	15,3%	21,2%	31,9%
ROE	10,0%	13,7%	16,4%	18,7%
ROA	5,9%	7,6%	9,5%	11,3%

Source: Integrae SIM

1H25A Results

Nel 1H25A il Gruppo ha registrato valore della produzione pari a € 11,78 mln, in crescita del 62,1% rispetto ai € 7,27 mln del 1H24A. L'EBITDA si attesta a € 2,66 mln, in crescita rispetto al € 1,75 mln del 1H24A, con un EBITDA margin del 22,6% (24,1% nel 1H24A). L'EBIT si attesta € 1,25 mln, rispetto ai € 1,29 mln del periodo di confronto, con un EBIT margin pari al 10,6% (in diminuzione rispetto all'EBIT margin riferito all'1H24A che si attestava al 17,8%, questo è dovuto dall'aumento degli ammortamenti pari a € 1,42 mln). Il Net Income si attesta a € 1,05 mln, in linea rispetto a € 1,03 mln del 1H24A. A livello patrimoniale, la NFP adjusted risulta cash positive per € 2,20 mln, in lieve peggioramento rispetto al dato di fine 2024 di una NFP Adjusted cash positive pari a € 4,30 mln.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H25A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY25E pari a € 25,00 mln ed un EBITDA pari a € 5,40 mln, corrispondente ad una marginalità del 21,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 34,50 mln (CAGR 24A-28E: 24,0%) nel FY28E, con EBITDA pari a € 8,70 mln (corrispondente ad una marginalità del 25,2%), in crescita rispetto a € 3,01 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 20,7%). Infine, stimiamo una NFP Adjusted per il FY25E cash positive pari a € 4,24 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 € 48,2 mln. L'equity value di Circle utilizzando i market multiples risulta essere pari € 52,2 mln. Ne risulta un equity value medio pari a circa € 50,2 mln. **Il target price è di € 10,50, 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	20,00	23,50	28,00	31,00
Other revenues	2,86	3,88	5,00	4,00	3,80	3,50
Value of Production	13,21	14,58	25,00	27,50	31,80	34,50
COGS	0,05	0,23	0,50	0,50	0,50	0,55
Services	4,17	4,81	8,00	8,75	10,10	10,85
Use of assets owned by others	0,41	0,47	1,00	1,05	1,10	1,10
Employees	5,10	5,83	9,80	10,35	11,95	12,85
Other operating costs	0,29	0,22	0,30	0,35	0,40	0,45
EBITDA	3,19	3,01	5,40	6,50	7,75	8,70
<i>EBITDA Margin</i>	<i>24,1%</i>	<i>20,7%</i>	<i>21,6%</i>	<i>23,6%</i>	<i>24,4%</i>	<i>25,2%</i>
D&A	1,14	1,34	2,90	3,05	3,15	3,30
EBIT	2,05	1,68	2,50	3,45	4,60	5,40
<i>EBIT Margin</i>	<i>15,5%</i>	<i>11,5%</i>	<i>10,0%</i>	<i>12,5%</i>	<i>14,5%</i>	<i>15,7%</i>
Financial management	(0,02)	0,02	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,05)
EBT	2,03	1,69	2,40	3,35	4,50	5,35
Taxes	0,35	0,24	0,35	0,65	0,90	1,10
Net Income	1,68	1,45	2,05	2,70	3,60	4,25
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Fixed Assets	4,13	10,78	10,75	10,00	8,90	7,50
Account receivable	5,92	7,07	11,00	12,80	14,40	15,90
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	7,00	8,35	9,20	10,15
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	5,30	5,75	5,85	6,55
Severance & other provisions	1,18	1,53	2,00	2,55	3,15	3,50
NET INVESTED CAPITAL	5,86	12,44	14,05	13,20	11,60	10,55
Share capital	0,27	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32
Reserves	8,01	14,97	15,92	17,97	20,67	24,27
Net Income	1,68	1,45	2,05	2,70	3,60	4,25
Equity	9,96	16,74	18,29	20,99	24,59	28,84
Cash & cash equivalents	2,08	3,40	2,49	5,19	9,39	14,19
Short term financial debt	0,43	1,43	0,60	0,30	0,20	0,10
M/L term financial debt	0,00	0,00	1,65	1,60	1,20	0,80
Net Financial Position	(1,65)	(1,96)	(0,24)	(3,29)	(7,99)	(13,29)
Other financial receivable	2,45	2,34	4,00	4,50	5,00	5,00
NFP Adjusted	(4,10)	(4,30)	(4,24)	(7,79)	(12,99)	(18,29)
SOURCES	5,86	12,44	14,05	13,20	11,60	10,55

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
EBIT	2,05	1,68	2,50	3,45	4,60	5,40
Taxes	0,35	0,24	0,35	0,65	0,90	1,10
NOPAT	1,70	1,44	2,15	2,80	3,70	4,30
D&A	1,14	1,34	2,90	3,05	3,15	3,30
Change in NWC	(0,23)	(0,29)	(2,11)	(0,45)	(0,10)	(0,70)
Change in receivable	(0,29)	(1,15)	(3,93)	(1,80)	(1,60)	(1,50)
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	3,41	5,95	7,35	7,25
Capex	(1,46)	(7,98)	(2,87)	(2,30)	(2,05)	(1,90)
FREE CASH FLOW	1,27	(5,14)	0,54	3,65	5,30	5,35
Financial management	(0,02)	0,02	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,05)
Change in Financial debt	(0,09)	1,01	0,82	(0,35)	(0,50)	(0,50)
Change Other financial receivable	(1,39)	0,11	(1,66)	(0,50)	(0,50)	0,00
Change in equity	(0,03)	5,33	(0,50)	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,26)	1,32	(0,90)	2,70	4,20	4,80

Source: Circle and Integrae SIM estimates

Company Overview

Fondata a Genova nel 2012, Circle S.p.A. è la PMI Innovativa a capo di Circle Group, realtà quotata su Euronext Growth Milan dal 2018 e specializzata nell'analisi e nello sviluppo di soluzioni per l'innovazione e la digitalizzazione dei settori portuale e della logistica intermodale, oltre che nella consulenza internazionale sui temi del Green Deal e della transizione energetica.

Fanno parte del Gruppo le software house Info.era, NEXT Freight, eXyond, Cargo Start, le società di consulenza Magellan Circle e Magellan Circle Italy, NEXT Customs, nonché la partecipata ACCUDIRE.

Nell'ambito dell'innovazione digitale, la piattaforma Milos® Intelligence integra tecnologie avanzate di AI, simulazione e Digital Twin per supportare i processi decisionali e la digitalizzazione dei sistemi, con soluzioni come l'Extended Port Community System, MasterSPED®, Milos® TOS, Milos® MTO, Milos® TFP, Milos® Global Supply Chain Visibility e StarTracking®. A completamento dell'offerta, i Servizi Federativi (cloud based) permettono una più efficiente migrazione verso modelli di business digitali.

Attraverso Magellan Circle e Magellan Circle Italy, il Gruppo è attivo a Bruxelles e in Europa in attività di advocacy presso le Istituzioni europee, supportando enti pubblici e aziende con servizi di Strategic Communication and Advocacy ed EU Funding Accelerator, con un focus su Green Deal e transizione energetica.

Con Cargo Start, specializzata in soluzioni tecnologiche per il cargo aereo, Circle ha rafforzato la propria offerta in un segmento strategico per il piano industriale Connect 4 Agile Growth. Con eXyond, il Gruppo è attivo nei servizi avanzati di infomobility

(InfoBluNewGen) e nelle soluzioni telematiche per i settori logistica, trasporti e assicurazioni (Kmaster).

Circle detiene inoltre il 22% della startup innovativa ACCUDIRE, che offre una piattaforma collaborativa per la gestione documentale lungo le supply chain globali, a partire dall'e-CMR ed e-DDT (lettera di vettura elettronica). Con NEXT Customs, il Gruppo sviluppa servizi digitali di ottimizzazione doganale, contribuendo all'armonizzazione dei processi in linea con le direttrici strategiche di Connect 4 Agile Growth.

1H25A Results

TABLE 2 - 1H25A VS 1H24A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP Adj.
1H25A	11,78	2,66	22,6%	1,25	1,05	(2,20)
1H24A	7,27	1,75	24,1%	1,29	1,03	(4,30)*
Change	62,1%	52,1%	-1,5%	-3,7%	1,7%	n/a

Source: Integrae SIM

*NFP al 31/12/2024

Tramite comunicato stampa, Luca Abatello, CEO e Presidente di Circle SpA, commentando i risultati semestrali, dichiara: *“Come anticipato negli highlights, siamo molto soddisfatti dei risultati raggiunti in un semestre caratterizzato da uno scenario macroeconomico complesso. Nonostante questo abbiamo superato significativamente le nostre aspettative (avevamo già ampiamente annunciato che il primo semestre sarebbe stato più debole del secondo) e possiamo anche migliorare le nostre attese sia per il 2025 sia per il 2026. Il primo semestre del 2025 ha rappresentato per noi una fase di intensissimo lavoro e forte integrazione delle acquisizioni di fine 2024 (eXyond e Circle Garage) e delle relative soluzioni. Le commesse legate al PNRR sono finalmente sbloccate (a fine semestre): un percorso, come anticipato, non privo di rallentamenti iniziali, ma che siamo riusciti a superare con determinazione, ponendo le basi per una crescita strutturata che nei prossimi mesi sarà ancor più consistente. Parallelamente, abbiamo arricchito la nostra offerta con nuovi moduli della suite MILOS® TFP che consentono dialoghi con nodi portuali, aeroportuali e intermodali, la prima eFTI platform europea con servizi federativi, la prima piattaforma di fleet management, KMaster®, integrata con le comunicazioni di entrata ed uscita dei truck dall'Europa (es. servizio Puesc in Polonia), fino ai nuovi moduli delle suite MILOS® TOS, MTO e MILOS® Intelligence, soluzioni innovative che rispondono alle esigenze concrete dei nostri clienti e hanno aperto prospettive molto interessanti anche per la partecipazione dei nostri clienti attuali e prospect al bando Login Business, un'opportunità per migliorare l'efficienza della logistica multimodale a livello nazionale, che ha visto molto interesse e che vedrà importantissime applicazioni già nel Q4 2025 e nel 2026. Infatti aspettiamo la pubblicazione del relativo decreto a giorni; nel contempo molte aziende dei trasporti e della logistica hanno accelerato i loro investimenti e fatto partire nuovi progetti”.*

Nel primo semestre 2025 il Gruppo ha svolto un'intensa attività progettuale, accompagnata dal consolidamento delle acquisizioni completate a fine 2024. In questo contesto, si è assistito allo sblocco delle commesse legate al PNRR e al lancio

di soluzioni innovative: dai moduli della suite Milos® TFP, pensati per l'interconnessione con nodi portuali, aeroportuali e intermodali, alla prima eFTI platform europea con servizi federativi, fino a KMaster®, la piattaforma di fleet management integrata con le comunicazioni di ingresso e uscita dei truck dall'Europa. A ciò si aggiunge il rilascio di nuovi moduli delle suite Milos® TOS, MTO e Intelligence. Il Gruppo inoltre ha siglato contratti strategici per la fornitura di Port Community System Services in diversi porti del Mediterraneo e con primari operatori intermodali (MTO e 3PL), rafforzando il ruolo sempre più centrale dei Servizi Federativi. Allo stesso tempo, la piattaforma MasterSPED®, arricchita con le nuove procedure doganali digitali (Aida 2.0 e roadmap ICS2), ha registrato un'ulteriore crescita della domanda.

A livello internazionale, il Gruppo ha rafforzato la propria strategia di crescita all'estero, concentrandosi in particolare su Turchia, Egitto, Grecia ed Europa Centrale, e ha avviato nuove collaborazioni grazie al bando vinto con l'Agenzia Europea per la Sicurezza Marittima (EMSA), finalizzato allo sviluppo della piattaforma One Stop Maritime Shop destinata a Paesi quali Algeria, Marocco, Tunisia, Giordania, Libia, Moldavia, Georgia e Ucraina. Parallelamente, sono in corso iniziative di partnership con realtà del Golfo, Medio Oriente, India e Africa, con l'obiettivo di mettere a disposizione competenze nei settori dei trasporti e dell'energia. Nel corso dei primi sei mesi dell'anno è stata portata a termine la seconda fase di supporto al Ministero dei Trasporti portoghese per l'implementazione del regolamento eFTI, mentre è stato avviato un percorso analogo in Grecia, anche attraverso la partnership con Online Data, oltre che in Slovenia, Cipro e Repubblica Ceca. Contestualmente, è stato concluso il progetto per l'European Maritime Safety Agency (EMSA) volto all'estensione del Regolamento European Maritime Single Window Environment a Paesi extra-UE.

Il valore della produzione del 1H25A si attesta a € 11,78 mln, in crescita del +62,1% rispetto ai € 7,27 mln registrati nello stesso periodo del 2024. Tale incremento è stato trainato anche grazie all'incremento dei ricavi derivanti dai prodotti software proprietari, proposti anche in modalità SaaS (Software As A Service) su piattaforma cloud, che hanno segnato un +105,0%, e dai Servizi Federativi Milos®, cresciuti dell'80,0% rispetto al 1H24A. Inoltre, i risultati del primo semestre 2025, riflettono sia la crescita organica sia l'integrazione delle soluzioni e l'ampliamento dell'offerta a livello di Gruppo (eXyond, Circle Garage, KMaster, Infoblu NewGen), avviati a fine 2024. Tali fattori hanno sostenuto la performance nonostante un contesto macroeconomico complesso, caratterizzato da ritardi nelle commesse legate a iniziative europee e al PNRR, oltre che dal rinvio (non dalla cancellazione) di alcuni investimenti da parte dei clienti, a causa dell'incertezza legata ai dazi.

L'EBITDA del 1H25A si attesta a € 2,66 mln, in crescita rispetto ai € 1,75 mln del 1H24A (+52,1%). L'EBITDA margin si attesta al 22,6%, rispetto al 24,1% registrato nello stesso periodo dell'anno precedente. La crescita dell'EBITDA, ottenuta in un contesto non privo di complessità, riflette la solidità del modello di business e la capacità del Gruppo di valorizzare le proprie soluzioni innovative, come evidenziato dall'ampliamento dell'offerta digitale e dal rafforzamento dei servizi federativi.

Dopo ammortamenti per circa € 1,42 mln, l'EBIT del 1H25A si attesta a € 1,25 mln, sostanzialmente in linea con i € 1,29 mln del 1H24. L'aumento degli ammortamenti riflette sia gli investimenti di prodotto effettuati nel corso del 2025 sia il consolidamento di eXyond e Circle Garage; in particolare, il business eXyond comporta anche ammortamenti materiali legati al comodato d'uso delle On Board Unit (OBU) di KMaster, integrate con i servizi federativi e con l'apparato K1 di Telepass, con un target

potenziale di circa 1 milione di mezzi in Europa. Al netto di tali effetti, l'EBIT adjusted si attesta a € 1,50 mln, in crescita del 15,0% rispetto al 1H24.

Il Net Income del 1H25A è pari a € 1,05 mln, in leggero aumento (+1,7%) rispetto a € 1,03 mln del 1H24, nonostante il maggior impatto degli ammortamenti materiali legati agli investimenti e al consolidamento di eXyond e Circle Garage già evidenziati in precedenza.

A livello patrimoniale si segnala che nel corso del 2025 è stato perfezionato un nuovo finanziamento a medio/lungo termine da € 1,00 mln con Unicredit a supporto di eXyond, cui si aggiunge il trasferimento del precedente finanziamento da € 1,00 mln originariamente acceso da Circle a fine 2024 per l'acquisizione del ramo d'azienda da Telepass Innova. L'operazione consente di ottimizzare l'equilibrio tra fonti finanziarie e di beneficiare di una maggiore efficienza fiscale rispetto agli aumenti di capitale effettuati nel 2024.

Al 30 giugno 2025 la NFP adjusted (inclusiva dei crediti UE esigibili entro l'esercizio, ma strutturalmente posticipati per regole comunitarie) si attesta a € 2,20 mln cash positive (€ 4,30 mln cash positive registrati a fine 2024). La NFP è pari a € 0,80 mln rispetto a € 2,00 mln cash positive al 31 dicembre 2024, principalmente per effetto del secondo step di pagamento relativo alle acquisizioni di eXyond (€ 2,27 mln) e Circle Garage, dell'aumento di capitale e del prestito soci a favore di Accudire, oltre che degli investimenti in prodotti e del programma di buyback in corso.

Con riferimento agli investimenti, nel 1H25A sono stati sostenuti circa € 1,00 mln, in aumento rispetto ai € 0,50 mln del 1H24A, e hanno riguardato principalmente l'evoluzione dei servizi delle suite Milos® (MTO, TOS, Intelligence, Global Supply Chain Visibility, TFP e MasterSped®), lo sviluppo della piattaforma KMaster, l'ampliamento dei Servizi Federativi innovativi, l'introduzione della Green Dashboard, la suite aeroportuale ACS di CargoStart e i nuovi servizi di infomobilità InfobluNewGen.

Per l'evoluzione futura, un ruolo centrale sarà svolto dal bando PNRR Login Business, che dopo tre anni di attesa mette a disposizione circa € 157,00 mln e sblocca oltre € 200,00 mln di investimenti per il settore. Nei prossimi mesi il focus sarà sul consolidamento e sull'ampliamento dei servizi ai clienti, anche alla luce del picco di richieste registrato durante l'estate, favorito dalle evoluzioni di prodotto, dagli eventi di settore, dalle collaborazioni associative e dal bando stesso. A questo scenario si affianca l'entrata in vigore dell'e-CMR (settembre 2024) e l'attuazione dell'eFTI (gennaio-luglio 2025), che stanno accelerando la digitalizzazione e l'integrazione dei controlli lungo la catena logistica multimodale, con impatti positivi in termini di efficienza e riduzione dei costi. Ulteriori opportunità arriveranno dalla ZES UNICA, dal rilancio delle Zone Logistiche Semplificate e dalla semplificazione prevista con Transizione 5.0. Parallelamente, il Gruppo, anche grazie all'integrazione di eXyond e Circle Garage, sta rafforzando soluzioni innovative a livello europeo (come Puesc in Polonia e il lancio di RO e-Transport in Romania), mentre Magellan Circle è sempre più focalizzata su energia, ambiente e military mobility, delineando un ecosistema logistico connesso, interoperabile e sostenibile. In quest'ottica, Circle comunica come si stiano valutando possibili alleanze e operazioni di M&A nel 2026, mantenendo al contempo un monitoraggio costante sul contesto macroeconomico e geopolitico per adeguare le strategie e cogliere nuove opportunità.

Infine, il progetto Connect 4 Agile Growth rappresenta la cornice strategica attraverso cui Circle sta consolidando il proprio percorso di crescita. Da un lato, con l'acquisizione di Cargo Start e l'integrazione di eXyond, Accudire e NEXT Customs, il Gruppo ha

ampliato l'offerta in segmenti ad alto potenziale come il cargo aereo, l'infomobility, le soluzioni telematiche e i servizi digitali doganali, rafforzando la capacità di copertura lungo l'intera supply chain globale. Dall'altro, sul fronte interno, Circle ha sviluppato iniziative dedicate alle persone, come il progetto "Conciliamo" e l'estensione dello smart working, promuovendo work-life balance, flexible benefit e percorsi formativi personalizzati. Tali attività si inseriscono nella cosiddetta "Piramide del Valore", che mette al centro coinvolgimento, valorizzazione delle competenze e intelligenza collettiva. In questo modo, il piano Connect 4 Agile Growth si configura non solo come leva industriale, ma anche come modello di sviluppo sostenibile e inclusivo, orientato al lungo termine.

FY25E - FY28E Estimates

TABLE 3 - ESTIMATES UPDATES FY25E-28E

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Value of Production				
New	25,00	27,50	31,80	34,50
Old	23,00	25,50	30,35	33,00
Change	8,7%	7,8%	4,8%	4,5%
EBITDA				
New	5,40	6,50	7,75	8,70
Old	5,20	6,00	7,40	8,30
Change	3,8%	8,3%	4,7%	4,8%
EBITDA %				
New	21,6%	23,6%	24,4%	25,2%
Old	22,6%	23,5%	24,4%	25,2%
Change	-1,0%	0,1%	0,0%	0,1%
EBIT				
New	2,50	3,45	4,60	5,40
Old	2,70	3,35	4,55	5,30
Change	-7,4%	3,0%	1,1%	1,9%
Net Income				
New	2,05	2,70	3,60	4,25
Old	2,20	2,60	3,50	4,05
Change	-6,8%	3,8%	2,9%	4,9%
NFP Adjusted				
New	(4,24)	(7,79)	(12,99)	(18,29)
Old	(5,24)	(8,74)	(13,74)	(18,94)
Change	n/a	n/a	n/a	n/a

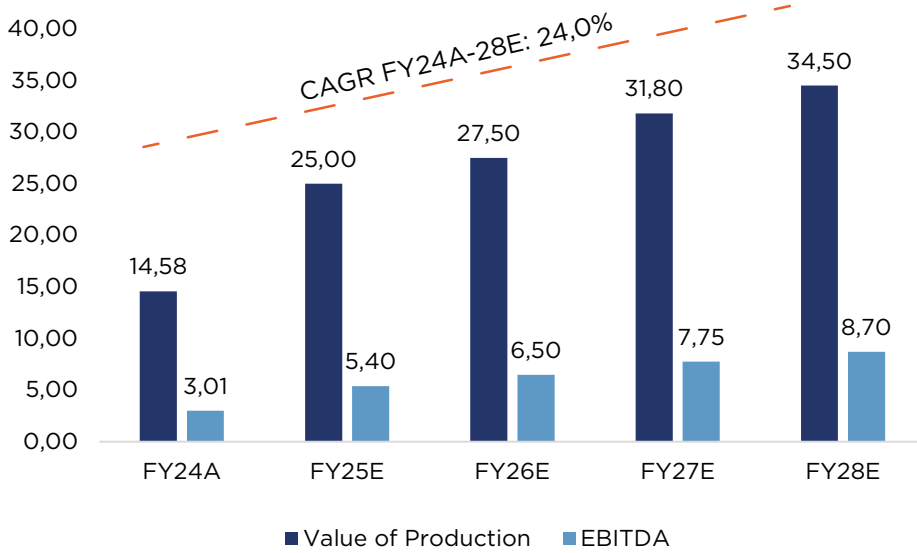
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H25A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY25E pari a € 25,00 mln ed un EBITDA pari a € 5,40 mln, corrispondente ad una marginalità del 21,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 34,50 mln (CAGR 24A-28E: 24,0%) nel FY28E, con EBITDA pari a € 8,70 mln (corrispondente ad una marginalità del 25,2%), in crescita rispetto a € 3,01 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 20,7%).

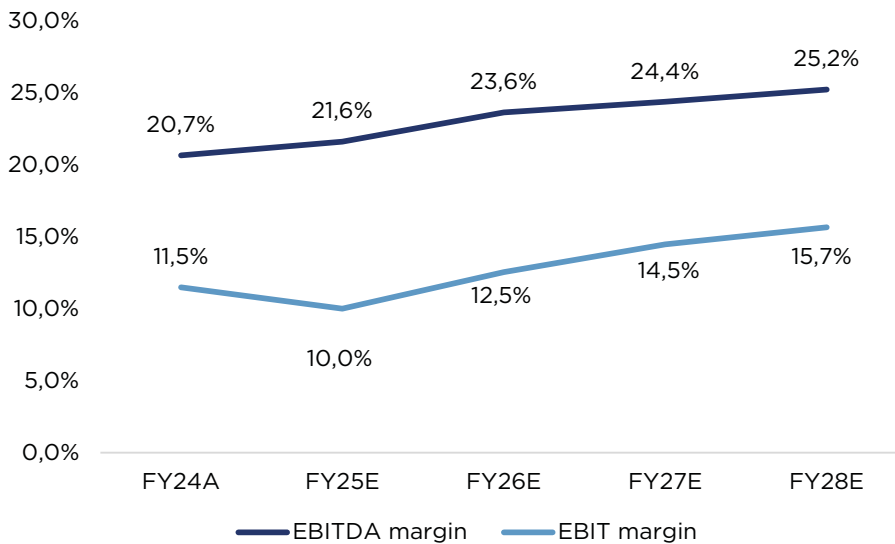
Per quanto riguarda gli investimenti stimati, ci aspettiamo Capex 2025E-2028E pari a circa € 9,12 mln; infine, stimiamo una NFP Adjusted per il FY25E cash positive pari a € 4,24 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY24A-28E



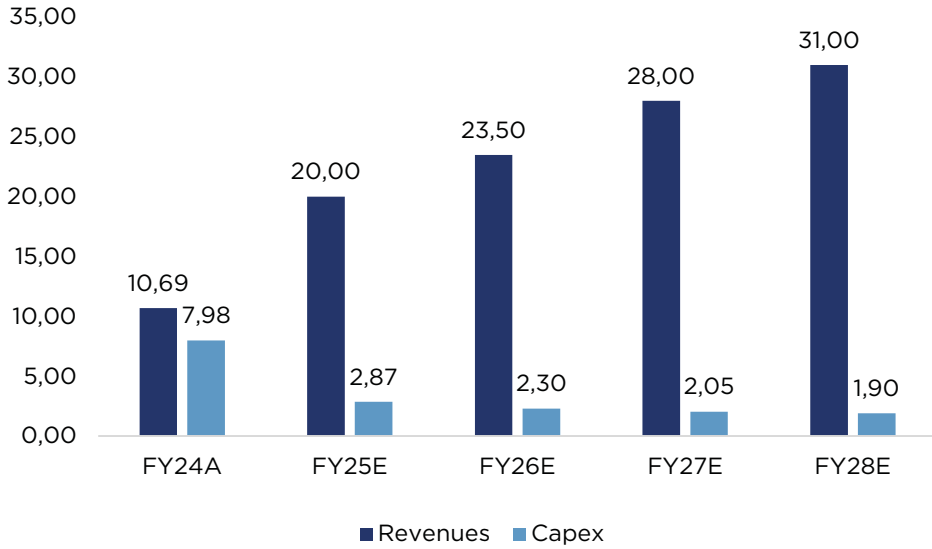
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY24A-28E



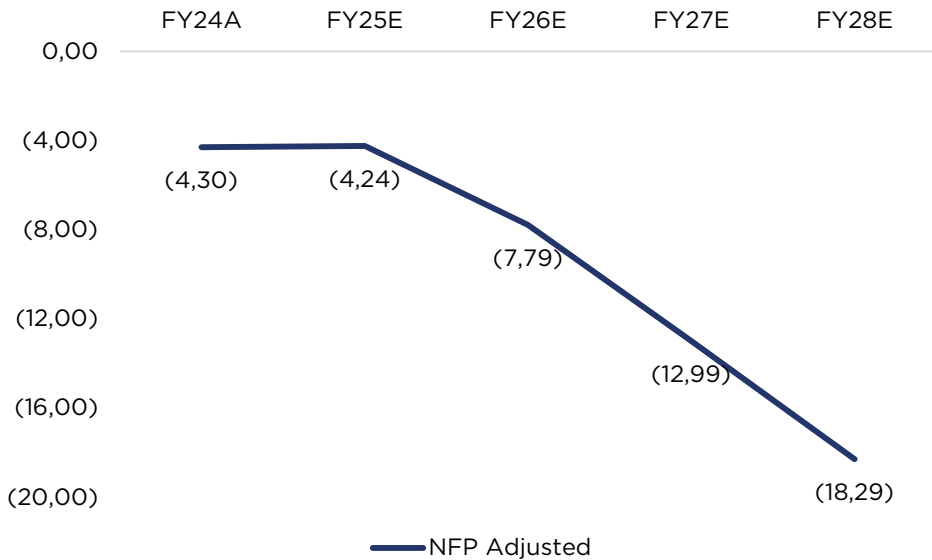
Source: Integrae SIM

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 4 - WACC

WACC			11,08%
D/E 11,11%	Risk Free Rate 2,55%	β Adjusted 0,9	α (specific risk) 2,50%
Kd 3,00%	Market premium 7,46%	β Relevered 0,9	Ke 12,07%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 11,08%.

TABLE 5 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO actualized	10,7	24%
TV actualized DCF	33,2	76%
Enterprise Value	43,9	100%
NFP Adjusted (FY24A)	(4,3)	
Equity Value	48,2	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 48,2 mln.**

TABLE 6 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
Growth Rate (g)		9,6%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%	12,1%	12,6%
	3,0%	65,7	61,4	57,6	54,4	51,5	48,9	46,6
	2,5%	62,1	58,3	55,0	52,1	49,4	47,1	45,0
	2,0%	59,1	55,7	52,7	50,0	47,6	45,5	43,5
	1,5%	56,4	53,3	50,6	48,2	46,0	44,0	42,2
	1,0%	54,0	51,2	48,8	46,6	44,5	42,7	41,1
	0,5%	51,8	49,3	47,1	45,1	43,2	41,5	40,0
	0,0%	49,9	47,6	45,6	43,7	42,0	40,4	39,0

Source: Integrae SIM

Market Multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Circle, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method. Il panel è composto da:

TABLE 7 - MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Capgemini SE	7,1 x	7,1 x	6,8 x	8,7 x	8,3 x	7,9 x
Reply S.p.A.	8,9 x	8,5 x	7,9 x	10,7 x	10,2 x	9,3 x
Computacenter Plc	8,3 x	7,6 x	7,2 x	10,9 x	9,9 x	9,3 x
Accenture Plc	12,3 x	10,6 x	10,0 x	15,0 x	12,9 x	12,1 x
PSI Software SE	37,0 x	20,9 x	15,9 x	97,5 x	37,2 x	24,6 x
Trimble Inc.	20,1 x	18,5 x	16,4 x	21,3 x	19,4 x	17,8 x
Wisetech Global Ltd.	61,8 x	31,4 x	24,3 x	78,4 x	41,0 x	31,0 x
Peer median	12,3 x	10,6 x	10,0 x	15,0 x	12,9 x	12,1 x

Source: FactSet

TABLE 8 - MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	66,7	69,1	77,5
EV/EBIT	37,4	44,5	55,5
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	50,0	51,8	58,2
EV/EBIT	28,0	33,4	41,6
Equity Value			
EV/EBITDA	54,2	59,6	71,2
EV/EBIT	32,3	41,2	54,6
Average	43,3	50,4	62,9

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 € 52,2 mln.**

Equity Value

TABLE 9 - EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	50,2
Equity Value DCF (€/mln)	48,2
Equity Value Multiples (€/mln)	52,2
Target Price (€)	10,50

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 50,2 mln.

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

TABLE 10 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	15,2 x	8,5 x	7,1 x	5,9 x
EV/EBIT	27,4 x	18,4 x	13,3 x	10,0 x
P/E	34,5 x	24,5 x	18,6 x	13,9 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	12,3 x	6,8 x	5,7 x	4,8 x
EV/EBIT	22,0 x	14,8 x	10,7 x	8,0 x
P/E	28,3 x	20,1 x	15,3 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, Alessia Di Florio and Giada Croci 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
13/11/2024	8,28	Buy	10,50	Medium	Breaking News
15/11/2024	8,00	Buy	10,50	Medium	Breaking News
24/04/2025	6,08	Buy	10,00	Medium	Update
19/05/2025	6,40	Buy	10,00	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 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, Integræe 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, Integræe 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) Integræe 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 Integræe 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, Integræe SIM played the role of global coordinator