

EQUITY RESEARCH

UPDATE

Produzione | 31.03.2026, h. 18:30
 Pubblicazione | 1.04.2026 h. 07:00

Circle

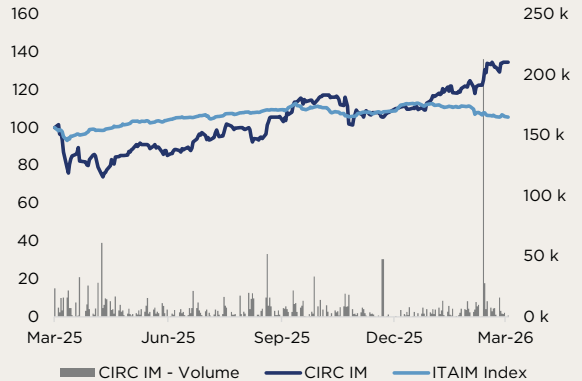
Euronext Growth Milan | Engineering | Italy

<p>Rating</p> <p>BUY</p> <p>unchanged</p>	<p>Target Price</p> <p>€ 11,60</p> <p>prev. 10,50</p>
--	--

Key Multiples	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EV/Sales	2,2x	1,9x	1,6x	1,4x
EV/EBITDA	7,2x	6,4x	5,5x	4,9x
EV/EBIT	15,3x	12,2x	9,3x	8,0x
P/E	21,1x	17,1x	13,4x	11,3x
NFP/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a

Key Financials (€/mln)	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Revenues	20,4	23,5	28,0	31,5
Value of Production	25,1	28,0	32,0	35,2
EBITDA	6,1	6,9	8,0	8,9
EBIT	2,9	3,6	4,7	5,5
Net Income	2,3	2,9	3,7	4,3
EBITDA Margin	24,2%	24,5%	25,0%	25,3%
EBIT Margin	11,4%	12,9%	14,7%	15,6%
Net income Margin	9,2%	10,2%	11,4%	12,2%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 10,20
Target price	€ 11,60
Upside/(Downside) potential	13,7%
Ticker	CIRC IM
Market Cap (€/mln)	€ 48,78
EV (€/mln)	€ 43,88
Free Float	28,34%
Share Outstanding	4.781.865
52-week high	€ 10,35
52-week low	€ 5,42
Average Daily Volumes (3 months)	8.386

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	7,8%	22,3%	28,1%	34,6%
to FTSE Italia Growth	-5,0%	-3,8%	-3,1%	5,6%
to Euronext STAR Milan	-12,1%	-14,1%	-11,2%	-2,7%
to FTSE All-Share	-7,7%	-3,3%	1,7%	12,4%
to EUROSTOXX	-9,3%	-3,9%	0,7%	4,5%
to MSCI World Index	-7,9%	-6,1%	-2,6%	13,7%

Source: FactSet

Main Ratios	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Current ratio	1,6x	1,8x	2,0x	2,3x
ROIC	17,8%	20,6%	25,4%	30,6%
ROE	15,6%	16,1%	18,1%	18,1%
ROA	8,9%	9,7%	11,2%	11,6%

Source: Integrae SIM

FY25A Results

Nel FY25A il Valore della Produzione di Circle si attesta a € 25,11 mln, rispetto a un valore pari a € 14,58 mln registrato a fine 2024 e a € 25,00 mln stimati nel nostro precedente report. L'EBITDA si attesta a € 6,07 mln, in significativa crescita rispetto a € 3,01 mln del FY24A (+101,6%) e superiore rispetto alle nostre precedenti stime FY25E pari a € 5,40 mln. L'EBITDA Margin risulta pari al 24,2%, in miglioramento rispetto al 20,7% registrato nel FY24A e al di sopra delle attese precedenti (21,6%). L'EBIT del FY25A si attesta a € 2,86 mln, in crescita rispetto a € 1,68 mln del FY24A (+71,0%). Il Net Income raggiunge € 2,31 mln, in aumento rispetto a € 1,45 mln dell'esercizio precedente (+59,1%). A livello patrimoniale, la NFP del FY25A si conferma cash positive per € 2,65 mln, in miglioramento rispetto a € 2,21 mln del FY24A.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY25A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo Valore della Produzione FY26E pari a € 28,00 mln ed un EBITDA pari a € 6,85 mln, corrispondente ad una marginalità del 24,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il Valore della Produzione possa aumentare fino a € 38,70 mln (CAGR 25A-29E: 11,4%) nel FY29E, con EBITDA pari a € 10,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 25,8%), rispetto a € 6,07 mln del FY25A (corrispondente ad un EBITDA margin del 24,2%). Infine, stimiamo una NFP Adjusted per il FY26E *cash positive* pari a € 8,07 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 € 57,8 mln. L'equity value di Circle utilizzando i market multiples risulta essere pari € 53,1 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 55,5 mln. **Il target price è di € 11,60, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E
Revenues	10,69	20,36	23,50	28,00	31,50	35,20
Other revenues	3,88	4,75	4,50	4,00	3,70	3,50
Value of Production	14,58	25,11	28,00	32,00	35,20	38,70
COGS	0,23	0,34	0,40	0,50	0,55	0,60
Services	4,81	7,68	8,55	9,70	10,60	11,65
Use of assets owned by others	0,47	1,00	1,10	1,20	1,30	1,40
Employees	5,83	9,61	10,65	12,10	13,30	14,50
Other operating costs	0,22	0,42	0,45	0,50	0,55	0,55
EBITDA	3,01	6,07	6,85	8,00	8,90	10,00
<i>EBITDA Margin</i>	<i>20,7%</i>	<i>24,2%</i>	<i>24,5%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,3%</i>	<i>25,8%</i>
D&A	1,34	3,21	3,25	3,30	3,40	3,50
EBIT	1,68	2,86	3,60	4,70	5,50	6,50
<i>EBIT Margin</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,9%</i>	<i>14,7%</i>	<i>15,6%</i>	<i>16,8%</i>
Financial management	0,02	(0,08)	(0,10)	(0,10)	(0,05)	(0,05)
EBT	1,69	2,78	3,50	4,60	5,45	6,45
Taxes	0,24	0,47	0,65	0,95	1,15	1,40
Net Income	1,45	2,31	2,85	3,65	4,30	5,05
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)						
	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E
Fixed Assets	10,78	10,83	11,10	11,00	10,50	9,60
Account receivable	7,07	12,50	13,75	15,70	17,00	18,10
Inventory	0,30	0,17	0,30	0,35	0,40	0,40
Account payable	2,75	5,19	5,85	6,70	7,40	8,15
Operating Working Capital	4,62	7,48	8,20	9,35	10,00	10,35
Other receivable	3,86	2,46	3,00	2,80	2,60	2,50
Other payable	5,58	5,62	6,00	6,20	6,50	6,70
Net Working Capital	2,90	4,32	5,20	5,95	6,10	6,15
Severance & other provisions	1,53	1,71	2,00	2,20	2,40	2,60
NET INVESTED CAPITAL	12,15	13,44	14,30	14,75	14,20	13,15
Share capital	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32
Reserves	14,97	15,70	19,20	22,05	25,70	30,00
Net Income	1,45	2,31	2,85	3,65	4,30	5,05
Equity	16,74	18,34	22,37	26,02	30,32	35,37
Cash & cash equivalents	3,40	3,85	6,47	9,07	13,52	19,12
Short term financial debt	1,19	1,20	1,00	0,80	0,60	0,40
M/L term financial debt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Net Financial Position	(2,21)	(2,65)	(5,47)	(8,27)	(12,92)	(18,72)
Other financial receivable	2,39	2,25	2,60	3,00	3,20	3,50
NFP Adjusted	(4,60)	(4,90)	(8,07)	(11,27)	(16,12)	(22,22)
SOURCES	12,15	13,44	14,30	14,75	14,20	13,15

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E
EBIT	1,68	2,86	3,60	4,70	5,50	6,50
Taxes	0,24	0,47	0,65	0,95	1,15	1,40
NOPAT	1,44	2,40	2,95	3,75	4,35	5,10
D&A	1,34	3,21	3,25	3,30	3,40	3,50
Change in NWC	0,00	(1,42)	(0,88)	(0,75)	(0,15)	(0,05)
<i>Change in receivable</i>	<i>(1,15)</i>	<i>(5,43)</i>	<i>(1,25)</i>	<i>(1,95)</i>	<i>(1,30)</i>	<i>(1,10)</i>
<i>Change in inventory</i>	<i>(0,26)</i>	<i>0,13</i>	<i>(0,13)</i>	<i>(0,05)</i>	<i>(0,05)</i>	<i>0,00</i>
<i>Change in payable</i>	<i>0,45</i>	<i>2,43</i>	<i>0,66</i>	<i>0,85</i>	<i>0,70</i>	<i>0,75</i>
<i>Change in others</i>	<i>0,97</i>	<i>1,45</i>	<i>(0,16)</i>	<i>0,40</i>	<i>0,50</i>	<i>0,30</i>
Change in provisions	0,36	0,18	0,29	0,20	0,20	0,20
OPERATING CASH FLOW	3,14	4,36	5,61	6,50	7,80	8,75
Capex	(7,98)	(3,25)	(3,52)	(3,20)	(2,90)	(2,60)
FREE CASH FLOW	(4,85)	1,10	2,09	3,30	4,90	6,15
Financial management	0,02	(0,08)	(0,10)	(0,10)	(0,05)	(0,05)
Change in Financial debt	0,76	0,02	(0,20)	(0,20)	(0,20)	(0,20)
Change Other financial receivable	0,06	0,14	(0,35)	(0,40)	(0,20)	(0,30)
Change in equity	5,33	(0,72)	1,19	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	1,32	0,46	2,62	2,60	4,45	5,60

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 ACCUDIARE.

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 22,0% 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.

FY25A Results

TABLE 2 - ACTUAL VS ESTIMATES FY25A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP Adj.
FY25A	25,11	6,07	24,2%	2,86	2,31	(4,90)
FY25E	25,00	5,40	21,6%	2,50	2,05	(4,24)
Change	0,4%	12,4%	2,6%	14,6%	12,9%	n/a

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Luca Abatello, CEO e Presidente di Circle SpA, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Il 2025 si chiude con risultati estremamente positivi, che confermano la bontà e solidità del nostro percorso di crescita e la capacità del Gruppo di superare i target prefissati, già rivisti al rialzo nel corso dell’anno, in piena coerenza con le direttrici del piano industriale ‘Connect 4 Agile Growth (C4AG)’.* Il conseguimento di un EBITDA di Euro 6,1 milioni e di un utile netto pari a Euro 2,3 milioni, unitamente al significativo miglioramento dei principali indicatori operativi, riflette l’efficacia della nostra strategia e la crescente domanda di soluzioni digitali per la logistica intermodale. In un contesto macroeconomico ancora molto complesso, abbiamo accelerato sullo sviluppo delle nostre piattaforme proprietarie e dei servizi federativi, rafforzando ulteriormente il posizionamento di Circle quale abilitatore tecnologico nei processi di digitalizzazione della supply chain a livello nazionale, europeo e mediterraneo, creando basi sempre più solide per una crescita sostenibile nel medio-lungo periodo, in linea con gli obiettivi del piano “C4AG”.”.

Al fine di delineare in modo più puntuale l’evoluzione del business, si evidenzia come, nel corso dell’ultimo anno, il Gruppo abbia proseguito il proprio percorso di crescita e rafforzamento strategico, pur in presenza di un contesto macroeconomico caratterizzato da alcune complessità. In tale scenario, la Società ha continuato a valorizzare le sinergie interne e l’integrazione dell’offerta, come dimostrato dal continuo sviluppo e ampliamento delle piattaforme proprietarie, in particolare della suite MILOS® e delle soluzioni di Extended Port Community System, nonché dall’avanzamento di progetti legati alla digitalizzazione e interoperabilità della logistica intermodale. Parallelamente, il Gruppo ha rafforzato il proprio posizionamento attraverso una intensa attività commerciale, testimoniata dalla firma di numerosi contratti e accordi strategici con operatori portuali, intermodali e infrastrutturali, oltre che dalla partecipazione a progetti europei e iniziative legate alla transizione digitale e sostenibile.

Tale dinamica si è accompagnata anche al consolidamento delle attività sviluppate tramite eXyond, a seguito dell’integrazione del ramo d’azienda acquisito da Telepass Innova, e al rafforzamento dell’ecosistema innovativo del Gruppo, anche attraverso l’incremento della partecipazione in ACCUDIRE. L’insieme di queste iniziative si riflette nel significativo incremento del backlog pluriennale, che evidenzia una maggiore visibilità sui ricavi futuri e conferma la solidità del percorso industriale intrapreso dal Gruppo.

Nel corso dell’esercizio, il contesto macroeconomico europeo e nazionale ha mostrato segnali di graduale stabilizzazione, con una dinamica di crescita moderata sostenuta dal progressivo rientro delle pressioni inflattive e da una ripresa selettiva degli investimenti. In Italia, l’attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (“PNRR”)

ha continuato a rappresentare un importante *driver* di sviluppo, contribuendo a sostenere la domanda, in particolare nei comparti infrastrutturali e nei processi di digitalizzazione, con effetti positivi sul rafforzamento della competitività del sistema economico. In tale scenario, il settore della logistica e dei trasporti ha evidenziato una crescente spinta verso la digitalizzazione e l'interoperabilità dei sistemi, sostenuta sia dal quadro normativo europeo e nazionale sia dagli investimenti connessi al PNRR per l'innovazione dei nodi logistici e portuali. Inoltre, l'adozione di soluzioni digitali per la gestione dei flussi informativi e documentali si è confermata un elemento chiave per il miglioramento dell'efficienza operativa e dell'integrazione della *supply chain*.

Nel FY25A il Valore della Produzione si attesta a € 25,11 mln, in significativa crescita (+72,3%) rispetto a € 14,58 mln del FY24A e sostanzialmente in linea sia con le nostre precedenti stime pari a € 25,00 mln sia con la *guidance* comunicata nel piano industriale "Connect 4 Agile Growth", che prevedeva un intervallo compreso tra € 24,00 mln e € 26,40 mln. Tale andamento riflette il contributo delle iniziative di crescita intraprese dal Gruppo e il progressivo consolidamento delle attività sviluppate nel periodo.

I ricavi si attestano a € 20,36 mln, in marcata crescita rispetto a € 10,69 mln del FY24A (+90,4%) e di poco superiori rispetto alle nostre precedenti stime FY25E pari a € 20,00 mln. Tale andamento è stato trainato in particolare dalla forte espansione dei ricavi derivanti dai prodotti *software* proprietari, offerti anche in modalità SaaS, che hanno raggiunto € 7,50 mln, più che raddoppiando rispetto a € 3,30 mln del FY24A (+131,0%). Parallelamente, si evidenzia il significativo contributo dei Servizi Federativi Milos®, che si attestano a € 2,30 mln, in crescita del 156,0% rispetto a € 0,90 mln dell'esercizio precedente, a conferma del crescente interesse del mercato verso modelli interoperabili e federativi.

L'EBITDA si attesta a € 6,07 mln, in significativa crescita rispetto a € 3,01 mln del FY24A (+101,6%) e superiore rispetto alle nostre precedenti stime FY25E pari a € 5,40 mln. L'EBITDA Margin risulta pari al 24,2%, in miglioramento rispetto al 20,7% registrato nel FY24A e al di sopra delle attese precedenti (21,6%). Tale dinamica è stata ulteriormente sostenuta dal crescente peso delle componenti a più elevata marginalità, in particolare *software* proprietario e Servizi Federativi, che hanno progressivamente assunto un ruolo centrale nel *mix* di ricavi, configurando una composizione destinata a mantenersi anche nei prossimi esercizi e a supportare livelli di marginalità coerenti con l'attuale struttura del *business*.

A livello di risultato operativo, l'EBIT del FY25A si attesta a € 2,86 mln, in crescita rispetto a € 1,68 mln del FY24A (+71,0%) e superiore rispetto alle nostre precedenti stime FY25E pari a € 2,50 mln. L'EBIT Margin si posiziona all'11,4%, sostanzialmente in linea rispetto all'11,5% del FY24A. Il Net Income raggiunge € 2,31 mln, in aumento rispetto a € 1,45 mln dell'esercizio precedente (+59,1%) e leggermente superiore rispetto alle attese (€ 2,05 mln).

A livello patrimoniale, la NFP del FY25A si conferma *cash positive* per € 2,65 mln, in miglioramento rispetto a € 2,21 mln del FY24A, mentre la NFP Adjusted, inclusiva dei crediti verso l'Unione Europea, strutturalmente posticipati per regole comunitarie, si attesta a € 4,90 mln cash positive rispetto a € 4,60 mln dell'esercizio precedente.

Infine, il *backlog* pluriennale del Gruppo, elaborato su base gestionale e con visibilità al 2027, si attesta a € 34,10 mln al 31 dicembre 2025, in crescita rispetto a € 28,50 mln registrati al 31 dicembre 2024 (+19,6%). L'ulteriore rafforzamento osservato nel corso dell'ultimo trimestre conferma la solidità della pipeline commerciale e garantisce una buona visibilità sui ricavi futuri.

Per quanto riguarda l'evoluzione futura, il Gruppo prevede un'ulteriore fase di crescita, sostenuta dall'evoluzione normativa europea, dall'avanzamento delle iniziative legate al PNRR e dal continuo sviluppo della digitalizzazione della logistica. In tale contesto, la Società continuerà a investire nelle proprie piattaforme proprietarie e nei Servizi Federativi, rafforzando l'integrazione tra i diversi attori della *supply chain* e aumentando il contenuto tecnologico dell'offerta.

Le evidenze dei primi mesi del 2026, caratterizzate dalla firma di nuovi contratti, *partnership* strategiche e dall'avvio di progetti di rilievo anche a livello europeo, confermano il buon *momentum* commerciale e la capacità del Gruppo di intercettare opportunità di crescita in diversi segmenti della logistica intermodale. In questo scenario, il Gruppo appare ben posizionato per valorizzare una pipeline solida e un backlog in espansione, elementi che supportano una traiettoria di sviluppo strutturata e rafforzano ulteriormente la visibilità sui ricavi futuri.

Il Gruppo appare quindi ben posizionato per proseguire il proprio percorso di crescita, valorizzando una *pipeline* commerciale solida e un *backlog* in espansione, elementi che, unitamente alla coerenza delle iniziative strategiche intraprese, supportano una traiettoria di sviluppo sostenibile e rafforzano ulteriormente il posizionamento competitivo nel medio-lungo periodo.

FY26E - FY29E Estimates

TABLE 3 - ESTIMATES UPDATES FY26E-29E

€/mln	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E
Value of Production				
New	28,00	32,00	35,20	38,70
Old	27,50	31,80	34,50	n/a
<i>Change</i>	<i>1,8%</i>	<i>0,6%</i>	<i>2,0%</i>	<i>n/a</i>
EBITDA				
New	6,85	8,00	8,90	10,00
Old	6,50	7,75	8,70	n/a
<i>Change</i>	<i>5,4%</i>	<i>3,2%</i>	<i>2,3%</i>	<i>n/a</i>
EBITDA %				
New	24,5%	25,0%	25,3%	25,8%
Old	23,6%	24,4%	25,2%	n/a
<i>Change</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,1%</i>	<i>n/a</i>
EBIT				
New	3,60	4,70	5,50	6,50
Old	3,45	4,60	5,40	n/a
<i>Change</i>	<i>4,3%</i>	<i>2,2%</i>	<i>1,9%</i>	<i>n/a</i>
Net Income				
New	2,85	3,65	4,30	5,05
Old	2,70	3,60	4,25	n/a
<i>Change</i>	<i>5,6%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,2%</i>	<i>n/a</i>
NFP Adjusted				
New	(8,07)	(11,27)	(16,12)	(22,22)
Old	(7,79)	(12,99)	(18,29)	n/a
<i>Change</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>

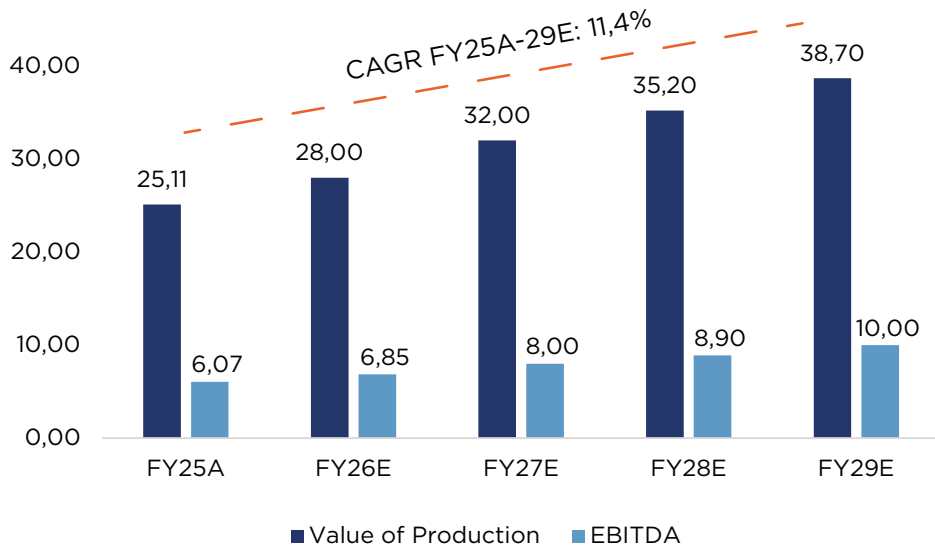
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY25A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo Valore della Produzione FY26E pari a € 28,00 mln ed un EBITDA pari a € 6,85 mln, corrispondente ad una marginalità del 24,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il Valore della Produzione possa aumentare fino a € 38,70 mln (CAGR 25A-29E: 11,4%) nel FY29E, con EBITDA pari a € 10,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 25,8%), rispetto a € 6,07 mln del FY25A (corrispondente ad un EBITDA margin del 24,2%).

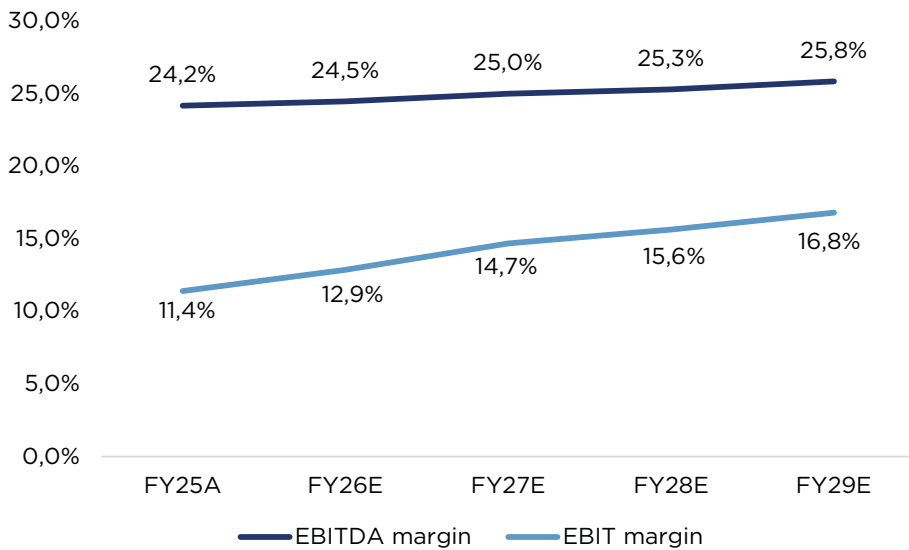
Per quanto riguarda gli investimenti stimati, ci aspettiamo Capex 2026E-2029E pari a circa € 12,22 mln; infine, stimiamo una NFP Adjusted (comprensiva dei crediti esigibili verso l'Unione Europea, strutturalmente posticipati per regole comunitarie) per il FY26E *cash positive* pari a € 8,07 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY25A-29E



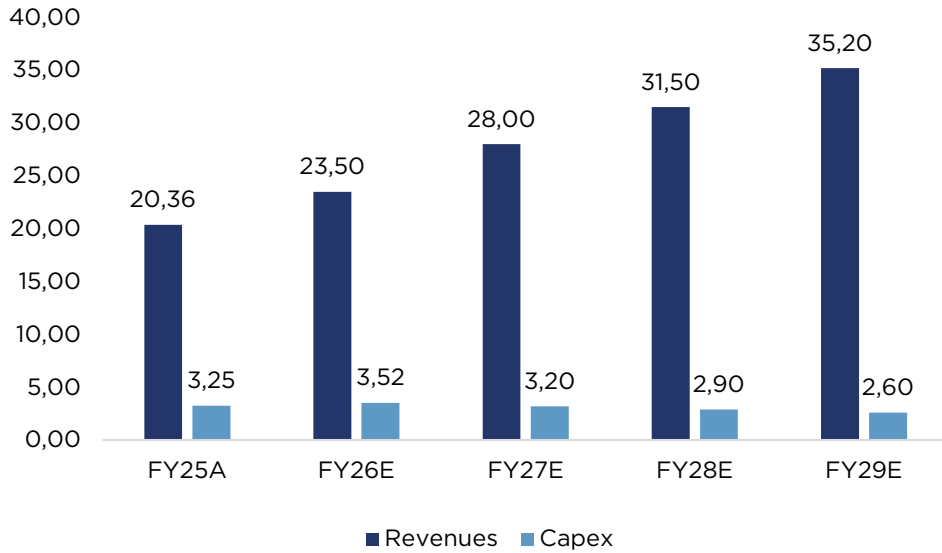
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY25A-29E



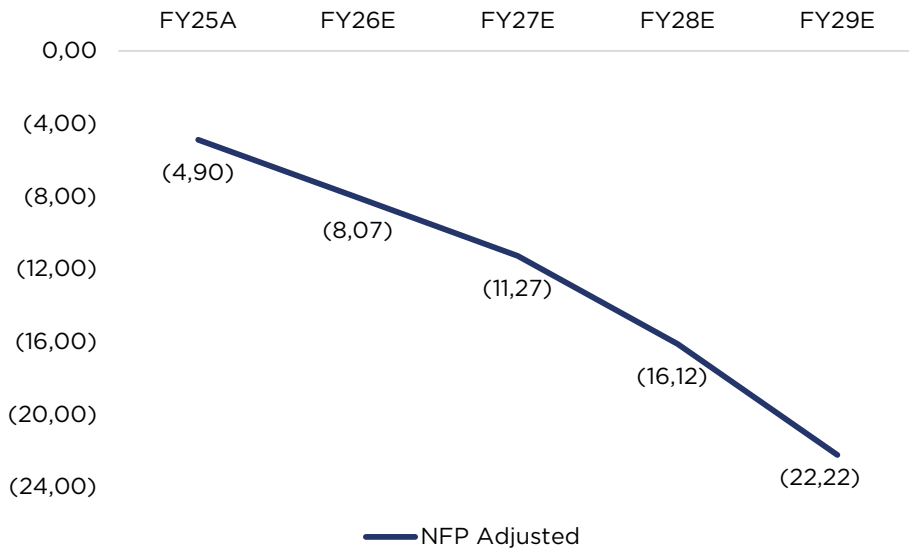
Source: Integrae SIM

CHART 3 - CAPEX FY25A-29E



Source: Integrae SIM

CHART 4 - NFP ADJUSTED FY25A-29E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 - WACC

WACC			10,20%
D/E 11,11%	Risk Free Rate 2,51%	β Adjusted 0,9	α (specific risk) 2,50%
Kd 3,00%	Market premium 6,69%	β Relevered 0,9	Ke 11,09%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 10,20%.

TABLE 5 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO actualized	11,6	22%
TV actualized DCF	41,3	78%
Enterprise Value	52,9	100%
NFP Adjusted (FY25A)	(4,9)	
Equity Value	57,8	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 57,8 mln.**

TABLE 6 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	
Growth Rate (g)	3,0%	83,2	76,7	71,2	66,4	62,3	58,6	55,4
	2,5%	77,9	72,2	67,4	63,2	59,5	56,2	53,3
	2,0%	73,3	68,4	64,1	60,3	57,0	54,0	51,4
	1,5%	69,4	65,0	61,2	57,8	54,8	52,1	49,6
	1,0%	66,0	62,1	58,6	55,6	52,8	50,3	48,1
	0,5%	63,0	59,5	56,4	53,5	51,0	48,7	46,7
	0,0%	60,3	57,2	54,3	51,7	49,4	47,3	45,3

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		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
Capgemini SE	6,2 x	5,8 x	5,6 x	7,2 x	6,8 x	6,5 x
Reply S.p.A.	5,1 x	4,8 x	4,6 x	6,1 x	5,7 x	5,4 x
Computacenter Plc	6,8 x	6,4 x	5,8 x	8,9 x	8,3 x	7,7 x
Accenture Plc Class A	8,8 x	8,3 x	7,7 x	10,5 x	9,9 x	9,2 x
PSI Software SE	24,5 x	18,3 x	11,1 x	45,5 x	28,4 x	15,8 x
Trimble Inc.	15,3 x	13,7 x	13,7 x	15,6 x	14,0 x	13,1 x
Wisetech Global Ltd.	19,3 x	14,6 x	11,9 x	27,7 x	19,7 x	15,5 x
Peer median	8,8 x	8,3 x	7,7 x	10,5 x	9,9 x	9,2 x

Source: FactSet

TABLE 8 - MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY26E	FY27E	FY28E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	60,4	66,1	68,9
EV/EBIT	38,0	46,4	50,6
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	45,3	49,6	51,7
EV/EBIT	28,5	34,8	38,0
Equity Value			
EV/EBITDA	53,4	60,9	67,8
EV/EBIT	36,5	46,1	54,1
Average	45,0	53,5	61,0

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 € 53,1 mln.**

Equity Value

TABLE 9 - EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	55,5
Equity Value DCF (€/mln)	57,8
Equity Value Multiples (€/mln)	53,1
Target Price (€)	11,60

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 55,5 mln.

Il target price è quindi di € 11,60 (prev. € 10,50). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 10 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EV/EBITDA	8,3 x	7,4 x	6,3 x	5,7 x
EV/EBIT	17,7 x	14,0 x	10,8 x	9,2 x
P/E	24,0 x	19,5 x	15,2 x	12,9 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EV/EBITDA	7,2x	6,4x	5,5x	4,9x
EV/EBIT	15,3x	12,2x	9,3x	8,0x
P/E	21,1x	17,1x	13,4x	11,3x

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
19/05/2025	6,40	Buy	10,00	Medium	Breaking News
20/10/2025	8,62	Buy	10,50	Medium	Update
19/11/2025	8,80	Buy	10,50	Medium	Breaking News
28/01/2026	8,86	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