

**RACCOMANDAZIONE**  
**BUY (da BUY)**
**Target Price**  
**€1,9 (da €1,9)**
**Prezzo al 11/04/2025**  
**1,23 € (price at market close)**

# Execus S.p.A.

**Settore: Social Selling**  
**Codice negoziazione Bloomberg: EXEC IM**  
**Mercato: Euronext Growth Milan**

<b>Capitalizzazione di Borsa:</b>	8.390.798 €
<b>Numero di azioni:</b>	6.769.787 <sup>1</sup>
<b>Patrimonio netto<sup>2</sup> al 31.12.2024:</b>	4.567.783 €
<b>Outstanding warrants (1:2):</b>	558.000

<sup>1</sup> Al netto delle azioni proprie

<sup>2</sup> Patrimonio netto di Gruppo

**Data ed ora**  
**di produzione:**
**14.04.2025 ore 14:00**
**Data ed ora**  
**di prima diffusione:**
**14.04.2025 ore 15:15**
**Ufficio Ricerca**  
**ed Analisi**

Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)

Tel. +39 0669933.440

Stefania Vergati

Tel. +39 0669933.228

Donatella Dragas

Tel. +39 0669933.292

Michele Cursi

Tel. +39 0669933.413

E-mail: [ufficio.studi@finnat.it](mailto:ufficio.studi@finnat.it)

▪ Execus S.p.A. è la capogruppo dell'omonimo Gruppo (composto dalla stessa Execus S.p.A, Adasta Media S.r.l., Differens S.r.l. e ZCA Digital S.r.l.) attivo nel settore Martech

▪ L'obiettivo della società è quello di diventare una piattaforma *martech*, leader in Italia e in Europa, verticale sulle soluzioni di gestione e generazione di *lead* in ambito B2B e B2C per le reti di vendita delle aziende e per i liberi professionisti

▪ Al fine di perseguire i propri obiettivi, Execus sta mettendo in atto una strategia di crescita sia organica, attraverso il rafforzamento della rete di vendita diretta, che inorganica mediante operazioni di M&A.

▪ Con riferimento alla campagna di M&A, negli ultimi mesi il Gruppo ha reso noto: i) il *closing* dell'operazione di acquisizione delle quote di maggioranza della società ZCA Digital S.r.l. (gestisce e sviluppa soluzioni tecnologiche B2B) e ii) la sottoscrizione di un lettera d'intenti avente ad oggetto l'acquisizione di una quota di controllo della società Vanilla Marketing S.r.l. (agenzia di marketing digitale B2B). A dicembre 2023 Execus aveva perfezionato le operazioni di acquisizione delle quote di maggioranza delle società Adasta S.r.l. e Differens S.r.l.

▪ I risultati consolidati al 31.12.2024 mostrano un valore della produzione pari a €5,2 milioni, superiore dell'11,1% rispetto alle nostre stime e in crescita del 127,1% rispetto a dicembre 2023. Tale risultato è riconducibile al diverso perimetro di consolidamento che ora include le società Adasta e Differens, le quali hanno generato il 65% dei ricavi del Gruppo, determinando un ridimensionamento dei ricavi imputabili alla Capogruppo Execus. Quest'ultima ha, infatti, risentito del rallentamento delle vendite indirette (-72%) che è stato solo in parte mitigato dalla crescita dei ricavi generati dalla rete di vendita diretta (+20%). L'ebitda si è così attestato, in linea con le nostre attese, a €293 migliaia, in calo del 52,3% rispetto al 2023 a causa dei maggiori costi operativi derivanti dalla campagna di acquisizioni. Il risultato netto di gruppo è risultato in perdita per €549 migliaia da un utile di €50 migliaia al 31 dicembre 2023.

▪ In merito al periodo 2024-28, riteniamo che l'acquisizione di ZCA possa contribuire positivamente ai ricavi del Gruppo. Stimiamo una crescita media annua del valore della produzione del 27,5%, da €8,4 milioni attesi a consuntivo 2025 a €13,7 milioni stimati a fine 2028. Il margine operativo lordo dovrebbe beneficiare dell'incremento del fatturato e di una progressiva ottimizzazione della struttura dei costi, attestandosi a €786 migliaia a fine 2025 per raggiungere €2,3 milioni nel 2028 per un CAGR (24-28) pari al 68,3%. Riteniamo che la società possa raggiungere il *breakeven*, in termini di risultato netto di gruppo, nel 2025, conseguendo un utile netto pari a €83 migliaia, per giungere a €1,1 milioni a fine arco di piano.

**KEY FINANCIALS (k €)**

Anno al 31/12	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.254	4.621	8.265	10.699	12.988	13.626
Valore della produzione	2.289	5.199	8.361	10.798	13.089	13.727
EBITDA	615	293	786	1.267	2.044	2.353
EBIT	143	-418	146	607	1.364	1.718
Risultato netto di Gruppo	50	-549	83	383	875	1.105
PFN	566	1.309	2.190	3.084	4.473	6.041
Patrimonio netto	3.091	4.568	4.651	5.035	5.911	7.016

Fonte: Execus; Stime: Banca Finnat

## Attività e Strategie

### Attività del Gruppo

Execus S.p.A. è la capogruppo dell'omonimo Gruppo composto dalla stessa Execus S.p.A. e dalle società ZCA Digital S.r.l., Adasta Media s.r.l. e Differens s.r.l., attivo nel settore *MarTech* (*marketing technology*). Tale settore, negli ultimi anni, si è reso protagonista di una crescita significativa guidata dallo sviluppo di nuove soluzioni basate su algoritmi di intelligenza artificiale per l'automazione e l'efficientamento dei processi di *marketing*. In Italia, infatti, il settore ha raggiunto, nel 2024, un valore di mercato pari a €250 milioni ma che è destinato a crescere ulteriormente grazie ai numerosi investimenti che, sempre nel 2024, hanno superato gli €1,5 miliardi per un tasso di crescita annua pari a circa il 12%. A livello globale, gli investimenti nel settore sono stati stimati pari a \$148 miliardi nel 2024 mentre si prevede possano superare i \$215 miliardi entro il 2027 con un saggio di crescita medio annuo che è stato previsto al 13,3% dalla società di ricerca Forrester.

Execus S.p.A. è una PMI innovativa, una *martech company*, che opera nello sviluppo di soluzioni tecnologiche e digitali orientate alla crescita commerciale delle imprese italiane. Il Gruppo si posiziona come partner strategico per PMI e large corporate, supportandole nei processi di trasformazione digitale con un'offerta costruita per aumentare la capacità di generare, convertire e fidelizzare nuovi clienti.

Grazie a un approccio nativamente basato su intelligenza artificiale e automazione, Execus integra attività di *lead generation*, *lead management*, posizionamento organico (SEO), campagne pubblicitarie (ADV), *social selling* – con particolare focus su LinkedIn – e progettazione di ecosistemi digitali evoluti, come siti web ed *e-commerce*.

Oltre all'acquisizione di nuovi clienti, il Gruppo offre soluzioni per valorizzare la *customer base* esistente attraverso strumenti di *customer care* digitale, rilevazione della soddisfazione, gestione automatizzata delle interazioni e ottimizzazione degli incassi tramite soluzioni *smart*, progettate per semplificare e velocizzare il rapporto tra azienda e cliente nei momenti chiave della relazione commerciale.

L'offerta di servizi di Execus è disegnata per accompagnare le aziende lungo un *funnel* strutturato che parte dall'*awareness* e arriva all'impatto misurabile, con l'obiettivo di massimizzare il valore del cliente nel tempo, riducendo i costi di acquisizione e aumentando l'efficienza operativa.

Execus si presenta quindi come un *player* specializzato nella convergenza tra marketing, tecnologia e performance, in un mercato in forte evoluzione dove la digitalizzazione dei processi commerciali rappresenta un fattore competitivo sempre più determinante.

L'obiettivo della società è quello di diventare una piattaforma *martech*, leader in Italia e in Europa, verticale sulle soluzioni di gestione e generazione di *lead* in ambito B2B e B2C per le reti di vendita delle aziende e per i liberi professionisti

### La strategia di crescita

Al fine di perseguire i propri obiettivi, Execus ha messo in atto una strategia di crescita sia organica, attraverso il rafforzamento della rete di vendita diretta, che inorganica (c.d. crescita per linee esterne) mediante operazioni di M&A.

### Crescita organica – il rafforzamento della rete commerciale interna

Al fine di perseguire i propri obiettivi e alla luce del venir meno del principale contratto di distribuzione indiretta, Execus ha avviato una trasformazione strategica basata sulla transizione dalla distribuzione indiretta a un **modello full direct-to-market**, costruendo una rete commerciale proprietaria ad alta competenza.

Questo investimento, che ad oggi ha contribuito principalmente a un incremento dei costi operativi, dovrebbe permettere alla società di generare valore nel medio lungo termine grazie al: i) maggior **controllo del ciclo commerciale**, ii) aumento della **fidelizzazione dei clienti**, iii) miglioramento del **customer acquisition cost (CAC)**, iv) incremento della **competitività nel segmento B2B** (un modello diretto si adatta meglio al target B2B che richiede consulenza, relazione e continuità).

Il passaggio dal modello di distribuzione indiretta ad un modello basato su una rete commerciale interna diretta tuttavia richiede tempo per entrare a regime e risultare operativamente efficiente ma, una volta implementato, dovrebbe contribuire a ricavi e marginalità superiori.

Di seguito le principali *milestone* previste da Execus in merito alla strategia di crescita organica:

Fase	Elemento chiave	Impatto a breve	Impatto a medio-lungo
2023-24	Investimento nella rete diretta	↑ Costi, ↓ EBITDA	Setup e training
2025	Primo ROI positivo	Breakeven operativo	Inizio consolidamento
2026-28	Rete diretta matura	↑ Ricavi diretti	↑ Margini, ↑ CLV, ↓ CAC
2028+	Go-to-market proprietario	Nessuna dipendenza da partner	Leadership in segmento PMI/Large B2B

Fonte: Execus

### Crescita per linee esterne

A dicembre 2023 Execus ha perfezionato le operazioni di acquisizione delle quote di maggioranza delle società Adasta s.r.l. e Differens s.r.l. mentre negli ultimi mesi il Gruppo ha reso noto: i) il *closing* dell'operazione di acquisizione delle quote di maggioranza della società ZCA Digital S.r.l. (gestisce e sviluppa soluzioni tecnologiche B2B) e ii) la sottoscrizione di un lettera d'intenti avente ad oggetto l'acquisizione di una quota di controllo della società Vanilla Marketing S.r.l. (agenzia di marketing digitale B2B).

In tale contesto, al fine di reperire le risorse necessarie per promuovere la **campagna di M&A**, in data 8 luglio 2024 la società ha concluso, attraverso una procedura di **accelerated book building** (riservata ai soli investitori istituzionali), un aumento di capitale sociale a pagamento per un controvalore complessivo di €1.798.720 (inclusivo di sovrapprezzo) con la contestuale emissione n. 1.022.000 nuove azioni ordinarie. Il collocamento delle azioni è stato effettuato ad un prezzo di €1,76 per azione (inclusivo di sovrapprezzo).

Il suddetto aumento di capitale è stato approvato nell'ambito di una più ampia delega già conferita al CdA che prevede la facoltà (entro cinque anni dalla data della delibera stessa) di aumentare a pagamento (una o più volte) il capitale sociale per massimi €10 milioni mediante emissione di nuove azioni.

#### L'acquisizione di ZCA Digital S.r.l.

In data 20 dicembre 2024 Execus ha comunicato di aver sottoscritto una lettera d'intenti (LOI), con natura vincolante, avente ad oggetto l'acquisizione, da parte della stessa Execus, di una quota di controllo della società ZCA Digital S.r.l. (ZCA).

ZCA è una PMI innovativa che progetta, gestisce e sviluppa soluzioni tecnologiche B2B negli ambiti *customer care*, *cyber security* e *cloud* ed è nata dalla fusione delle società Sinergidea S.r.l. e Zero Carbon Audit S.r.l. perfezionatasi a dicembre 2024.

Di seguito riportiamo i dati su base *standalone* delle due società pre-fusione:

EUR/000	Sinergidea S.r.l.		Zero Carbon Audit S.r.l.	
	2022	2023	2022	2023
VdP	2.086	2.217	n.a.	257
EBITDA	41	46	n.a.	111
EBIT	-68	41	n.a.	49
EBT	-91	8	n.a.	49
Risultato netto	-98	2	n.a.	35
Patrimonio Netto	-58	-6	n.a.	85

Fonte: Bilancio di esercizio Sinergidea al 31.12.2023; Bilancio di esercizio di Zero Carbon Audit al 31.12.2023; Elaborazione Banca Finnat

Ad oggi il team di ZCA è composto da 40 dipendenti di cui 21 dipendenti e 19 professionisti che collaborano stabilmente con la Società.

Le sinergie attese dall'operazione riguardano:

- La distribuzione dei prodotti, già esistenti, di ZCA attraverso la rete di vendita, in espansione, di Execus, contribuendo **all'incremento dei ricavi** attesi del Gruppo
- la **condivisione di competenze** tecniche e digitali;
- lo **sviluppo di nuovi prodotti** coerenti con il posizionamento *martech* del Gruppo

#### Struttura dell'operazione ZCA

In data 31 gennaio 2025 il Consiglio di Amministrazione di Execus ha deliberato, a servizio dell'operazione di acquisizione, un aumento di capitale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, riservato ai soci di ZCA per un controvalore (inclusivo di sovrapprezzo) di massimi €2,295 milioni suddiviso in due *tranches*:

- **Prima tranche:** aumento di capitale sociale a pagamento, inscindibile, del controvalore di €600 migliaia (inclusivo di sovrapprezzo), da eseguirsi entro il 31 marzo 2025 mediante l'emissione di n. 419.580 nuove azioni ordinarie al prezzo di sottoscrizione di €1,43 per azione (inclusivo di sovrapprezzo) e da liberarsi mediante conferimento in natura del 51% delle partecipazioni in ZCA;
- **Seconda tranche:** aumento di capitale sociale a pagamento, scindibile, per massimi €1,695 milioni (inclusivo di sovrapprezzo) da sottoscrivere entro il 30 settembre 2026 e da eseguirsi attraverso l'emissione di nuove azioni ordinarie ad un prezzo unitario di sottoscrizione pari alla media del prezzo delle azioni Execus degli ultimi sei mesi precedenti tale data. Tale aumento di capitale sarà da liberarsi in denaro mediante la compensazione del credito vantato dai Soci ZCA nei confronti di Execus il cui importo dipenderà dalla previsione di

aggiustamento prezzo concordata dalle parti in merito alla partecipazione in ZCA (Ebitda e PFN ZCA al 31.12.2025). Di conseguenza, al momento, non è possibile stimare né l'importo finale dell'aumento di capitale né, tantomeno, il numero di azioni che verranno emesse.

Il *closing* della prima *tranche* è avvenuto in data 31.01.2025 con la stipula dell'atto di conferimento in natura della partecipazione pari al 51% del capitale di ZCA Digital S.r.l. e con la conseguente emissione di n.419.580 nuove azioni.

#### L'acquisizione di Vanilla Marketing S.r.l.

In data 27 febbraio 2025 Execus ha sottoscritto una LOI, con natura vincolante, avente ad oggetto l'acquisizione, da parte della stessa Execus, di una quota di controllo della società Vanilla Marketing S.r.l. (VM).

VM è un'agenzia di marketing digitale B2B specializzata in soluzioni di marketing emozionale e produzione di contenuti ad alto impatto finalizzati a massimizzare il valore percepito dei *brand*. L'organico è attualmente composto da 10 risorse.

Di seguito i principali indicatori economici di VM:

EUR/000	2022	2023
VdP	311	323
EBITDA	18	14
EBIT	8	5
EBT	6	4
Risultato netto	1	1
Patrimonio Netto	28	29

Fonte: Bilancio di esercizio Vanilla Marketing al 31.12.2023; Elaborazione: Banca Finnat

La LOI ha delineato i termini essenziali per l'acquisizione del 51% del capitale sociale di VM che dovrebbe avvenire mediante:

- un **aumento di capitale** sociale di Execus riservato ai soci VM (Carlotta Carucci e Azzurra Fischetti) **mediante l'emissione di nuove azioni** della stessa Execus valorizzate ad un prezzo unitario che tenga in considerazione i valori di mercato dei sei mesi precedenti la data di sottoscrizione e i *target price* forniti dagli analisti. In ogni caso il prezzo unitario delle azioni di nuova emissione non potrà essere inferiore a €1,50 per azione. Tale aumento di capitale sarà **da liberarsi in natura attraverso il conferimento di una partecipazione del 17,85% del capitale sociale di VM**.
- **La cessione** in favore di Execus, da parte della Dott.ssa Carlotta Carucci, **di una ulteriore partecipazione pari al 33,15% del capitale sociale di VM**, a fronte di un corrispettivo **in denaro** da versare entro 60 giorni dalla data del *closing* (alla sottoscrizione dell'aumento di capitale di cui prima). La cessione delle partecipazioni dovrà avvenire contestualmente alla sottoscrizione dell'aumento di capitale.

La valorizzazione di VM sarà effettuata sulla base dei dati di VM al 31.12.2024 e sulla base del *pricing mechanism* concordato tra le parti (5x Ebitda 2024 - PFN 2024).

Le sinergie attese dall'operazione riguardano:

- l'acquisizione di nuove **competenze** tecniche
- **l'ampliamento dell'offerta** di servizi ad alto valore aggiunto
- **Incremento dei ricavi attesi**

### La nuova struttura del Gruppo

A seguito dell'acquisizione del 51% di ZCA Digital S.r.l il Gruppo Execus si presenta come segue:



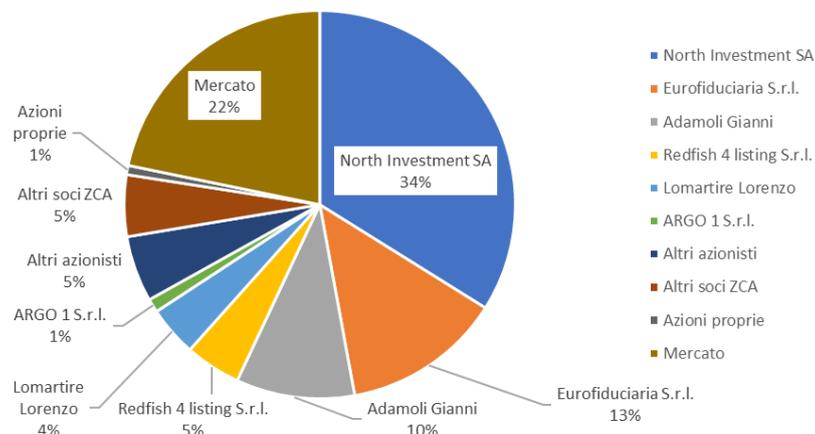
Fonte: Execus; Elaborazione: Banca Finnat

All'interno della struttura del Gruppo non è più presente la controllata svizzera Execus SA. Quest'ultima, infatti, è stata messa in liquidazione a Dicembre 2024.

### Azionariato

A seguito dell'*accelerated book building* avvenuto in data 8 luglio 2024 e del primo aumento di capitale per €600 migliaia avvenuto in data 31 gennaio 2025 e funzionale al *closing* dell'operazione di acquisizione del 51% di ZCA, il capitale sociale è ora pari a €240.278,42 suddiviso in n. 6.821.787 azioni ordinarie. Il 33,9% delle azioni risulta in capo a North Investment SA, società di diritto svizzero riconducibile a Loredana Santarelli (coniuge di Andrea Stecconi) mentre Gianni Adamoli ne detiene il 23,0%, sia in proprio (9,8%) sia tramite la fiduciaria Eurofiduciaria S.r.L. (13,2%). Red Fish 4 Listing S.r.L., partner strategico della società, detiene il 4,6% delle quote sociali mentre Lorenzo Lomartire, Presidente del Consiglio di Amministrazione, ne detiene il 4,2%. L'1,1% del capitale è detenuto da Argo 1 S.r.L.. Gli altri soci ZCA detengono il 5,1% delle azioni Execus mentre altri azionisti sono titolari del 7,0% del capitale. Il flottante sul mercato è pari al 21,8%.

La società detiene n. 52.000 azioni proprie (1%) derivanti da un programma di *buyback* a servizio dei piani triennali (2024-27) di *stock option* e *stock grant* approvati ad ottobre 2024.



Fonte: Execus; Elaborazione: Banca Finnat \*

\* Alla data dell'acquisizione di ZCA Lomartire Lorenzo, Andrea Rosini (incl. In "Altri azionisti") e Maria Grazia Abruzzese (incl. In "Altri azionisti") erano soci ZCA e già azionisti Execus



Gli *outstanding warrants* ("Execus S.p.A. 2023-2026"), emessi in sede di IPO, ammontano a n. 558.000. Per il loro esercizio, nel rapporto 1:2 (n. 1 azione di compendio per ogni n. 2 *warrants* esercitati), sono previsti tre periodi di riferimento:

- Primo periodo di esercizio: compreso tra il 3 e il 18 ottobre 2024 ad un prezzo di sottoscrizione di ciascun'azione di compendio pari a € 1,84
- Secondo periodo di esercizio: compreso tra il 2 e il 17 ottobre 2025 ad un prezzo di sottoscrizione di ciascun'azione di compendio pari a € 2,02
- Terzo periodo di esercizio: compreso tra il 1 e il 16 ottobre 2026 ad un prezzo di sottoscrizione di ciascun'azione di compendio pari a € 2,22.

A chiusura del primo periodo di esercizio non sono stati esercitati *warrants*.

## Risultati al 31.12.2024

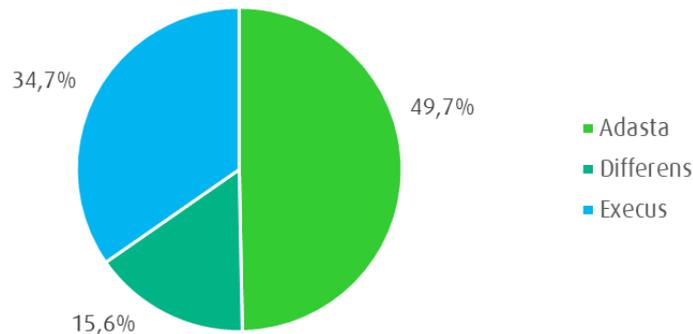
€/k	FY2023	FY2024	Var %	FY2024E*
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.254	4.621	104,99	4.500
Incr. di immobilizzazioni per lavori interni	0	59		0
Altri ricavi e proventi	35	519		180
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>2.289</b>	<b>5.199</b>	<b>127,12</b>	<b>4.680</b>
Materie prime	0	14		11
%	0,00	0,27		0,23
Servizi	1.195	2.981	149,43	3.250
%	52,22	57,35		69,44
Godimento beni di terzi	80	445	456,56	87
%	3,49	8,56		1,87
Var.ne materie prime, sussidiarie e di consumo	1	0		0
%	0,05	0,00		0,00
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>1.013</b>	<b>1.759</b>	<b>73,66</b>	<b>1.332</b>
%	44,24	33,83		28,45
Costo del lavoro	356	1.017	185,90	870
%	15,54	19,56		18,59
Oneri diversi di gestione	42	448	962,55	200
%	1,84	8,62		4,27
<b>EBITDA</b>	<b>615</b>	<b>293</b>	<b>-52,31</b>	<b>262</b>
%	26,86	5,64		5,59
D&A	472	711	50,63	523
<b>EBIT</b>	<b>143</b>	<b>-418</b>		<b>-261</b>
%	6,23	-8,04		-5,58
Proventi/(Oneri) finanziari	0	-84		-150
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	<b>143</b>	<b>-502</b>		<b>-411</b>
%	6,24	-9,66		-8,79
Imposte	93	-91		-112
Tax rate (%)	65,09	18,13		27,24
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>50</b>	<b>-411</b>		<b>-299</b>
%	2,18	-7,91		-6,39
Minorities	-	-138		0
<b>RISULTATO NETTO DI GRUPPO</b>	<b>50</b>	<b>-549</b>		<b>-299</b>
%	2,18	-10,56		-6,39
Cash Flow	522	162	-68,90	224
PFN	566	1.309		871
Patrimonio netto	3.091	4.568		3.071

Fonte: Execus; (\*) Stime Banca Finnat al 14.02.2025

I risultati consolidati al 31 dicembre 2024 hanno registrato ricavi netti pari a €4,6 milioni, in aumento del 105% sul 2023, in linea con il valore da noi previsto (€4,5 milioni). Tale crescita è imputabile al diverso perimetro di consolidamento in virtù delle acquisizioni delle società Adasta e Differens, avvenute a dicembre 2023.

Analizzando il *breakdown* dei ricavi è, infatti, facile notare come le due società neoacquisite abbiano rappresentato il 66% delle fonti di ricavo.

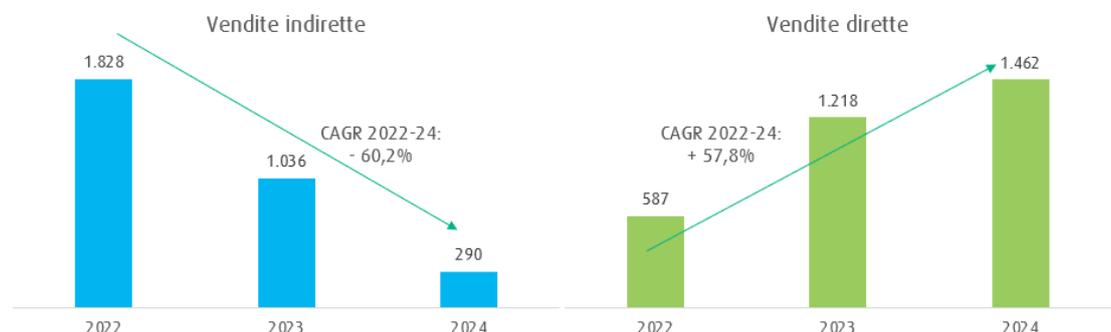
Breakdown dei ricavi consolidati



Fonte: Execus; Elaborazione Banca Finnat

Prendendo in esame l'andamento della sola Execus si evidenzia, invece, un decremento dei ricavi, anno su anno, del 22%, da €2,2 milioni a €1,7 milioni. Tale diminuzione è riconducibile ad un trend negativo delle vendite indirette (CAGR 2022-24 pari a -60,2%), risultate in calo del 72% rispetto a dicembre 2023 a causa del graduale ridimensionamento di un contratto di distribuzione che, dal 2022, rappresentava la principale fonte di tali ricavi e che è stato definitivamente disdettato il 28.02.2025 (cesserà i propri effetti dal 01.07.2025).

Tuttavia, il *trend* decrescente delle vendite indirette è stato parzialmente mitigato dalle azioni messe in campo da Execus a sostegno della propria rete di vendita diretta tra le quali l'assunzione di nuove risorse senior e di 4 dirigenti esperti nel coordinamento di reti B2B. Infatti, tale comparto, in virtù delle scelte strategiche aziendali, ha fatto registrare un andamento opposto (CAGR 2022-24 pari a +57,8%) rispetto alle vendite indirette conseguendo, tra il 2023 e il 2024, un tasso annuo di crescita del 20%.



Fonte: Execus; Elaborazione Banca Finnat

A seguito del significativo incremento dei ricavi delle vendite, il valore della produzione si è attestato a €5,2 milioni (+11,1% rispetto alle nostre stime), registrando un tasso di crescita del 127,1% rispetto a dicembre 2023 (€2,3 milioni).



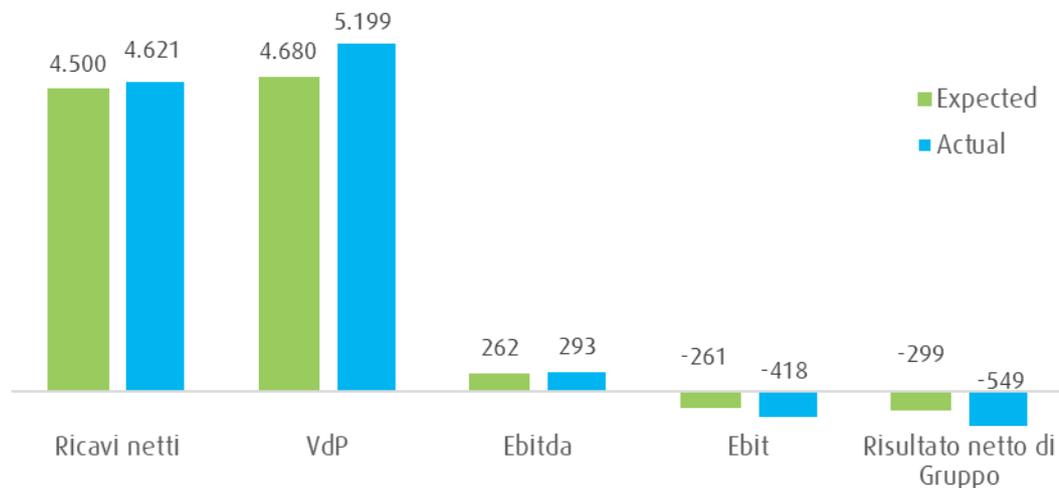
La struttura dei costi operativi ha risentito dell'impatto delle acquisizioni a causa dell'aumento della spesa per servizi da €1,2 milioni a dicembre 2023 a €3,0 milioni e dell'incremento del costo del personale (+185,9%) a seguito di nuove assunzioni nei team di Adasta e Differens e del rafforzamento della rete di vendita diretta. Tali elementi, insieme ai maggiori oneri diversi di gestione aumentati da €42 migliaia a €448 migliaia a seguito delle spese sostenute nell'ambito dell'*accelerated book building* perfezionato a luglio, hanno influenzato negativamente il margine operativo lordo (Ebitda), attestatosi a €293 migliaia e diminuito dell'52,3% rispetto ai precedenti €615 migliaia consuntivati a dicembre 2023 (€262 migliaia le nostre stime).

Il ridimensionamento dell'ebitda e il contestuale incremento del valore della produzione, principalmente imputabile al diverso perimetro di quotazione, hanno contribuito ad una non indifferente riduzione di redditività sul valore della produzione dal precedente 26,9% al 5,6%.

Il ridimensionamento del margine operativo lordo e maggiori ammortamenti (+50,6%), legati all'incremento delle immobilizzazioni, hanno prodotto una perdita operativa netta (Ebit) di €418 migliaia rispetto al profitto operativo di €143 migliaia al 31 dicembre 2023 e ben inferiore rispetto alle nostre stime (perdita operativa netta stimata pari a €261 migliaia)

Execus ha così chiuso l'esercizio 2024 con una perdita netta di gruppo pari a €549 migliaia rispetto alle nostre stime di una perdita netta limitata a €299 migliaia e rispetto all'utile netto di €50 migliaia al 31 dicembre 2023.

#### 2024: Expected vs Actual (€ k)



Fonte: Execus; Stime: Banca Finnat; Elaborazione Banca Finnat

Nonostante la perdita di periodo, il patrimonio netto si è attestato a €4,6 milioni da €3,1 milioni a consuntivo 2023 mentre la posizione finanziaria netta è positiva (cassa) per €1,3 milioni rispetto a €566 migliaia a consuntivo 2023.

## Outlook 2025-2028

EUR (K)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR 24/28
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	4.621	8.265	10.699	12.988	13.626	31,04
Incr. di immobilizzazioni per lavori interni	59	0	0	0	0	
Altri ricavi e proventi	519	96	99	101	101	-33,57
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>5.199</b>	<b>8.361</b>	<b>10.798</b>	<b>13.089</b>	<b>13.727</b>	<b>27,47</b>
Materie prime	14	239	331	382	375	127,78
%	0,27	2,86	3,07	2,92	2,73	
Servizi	2.981	4.696	5.954	7.015	7.069	24,09
%	57,35	56,17	55,14	53,59	51,50	
Godimento beni di terzi	445	65	72	88	90	-32,91
%	8,56	0,78	0,66	0,68	0,66	
Variazione materie prime, sussidiarie e di consumo	0	0	0	0	0	
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>1.759</b>	<b>3.361</b>	<b>4.441</b>	<b>5.604</b>	<b>6.193</b>	<b>36,99</b>
%	33,83	40,20	41,13	42,82	45,11	
Costo del lavoro	1.017	2.500	3.054	3.440	3.700	38,11
%	19,56	29,90	28,28	26,28	26,95	
Oneri diversi di gestione	448	75	120	120	140	-25,25
%	8,62	0,90	1,11	0,92	1,02	
<b>EBITDA</b>	<b>293</b>	<b>786</b>	<b>1.267</b>	<b>2.044</b>	<b>2.353</b>	<b>68,31</b>
%	5,64	9,40	11,73	15,62	17,14	
D&A	711	640	660	680	635	-2,79
<b>EBIT</b>	<b>-418</b>	<b>146</b>	<b>607</b>	<b>1.364</b>	<b>1.718</b>	
%	-8,04	1,75	5,62	10,42	12,51	
Proventi/(Oneri) finanziari	-84	-18	-18	-18	-18	
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	<b>-502</b>	<b>128</b>	<b>589</b>	<b>1.346</b>	<b>1.700</b>	
%	-9,66	1,53	5,45	10,28	12,38	
Imposte	-91	45	206	471	595	
Tax rate (%)	18,13	35,00	35,00	35,00	35,00	
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>-411</b>	<b>83</b>	<b>383</b>	<b>875</b>	<b>1.105</b>	
%	-7,91	0,99	3,55	6,68	8,05	
Minorities	138	0	0	0	0	
<b>RISULTATO NETTO DI GRUPPO</b>	<b>-549</b>	<b>83</b>	<b>383</b>	<b>875</b>	<b>1.105</b>	
%	-10,56	0,99	3,55	6,68	8,05	
Cash Flow	162	723	1.043	1.555	1.740	
%	3,12	8,65	9,66	11,88	12,67	
PFN	1.309	2.190	3.084	4.473	6.041	
Patrimonio netto	4.568	4.651	5.035	5.911	7.016	
CIN	3.327	2.461	1.950	1.438	975	
NWC	862	122	9	-87	-177	
CAPEX	1.270	449	265	267	264	
ROI	n.a.	5,9	31,1	94,9	176,1	
ROE	n.a.	1,8	7,6	14,8	15,7	

Fonte: Execus; Stime Banca Finnat

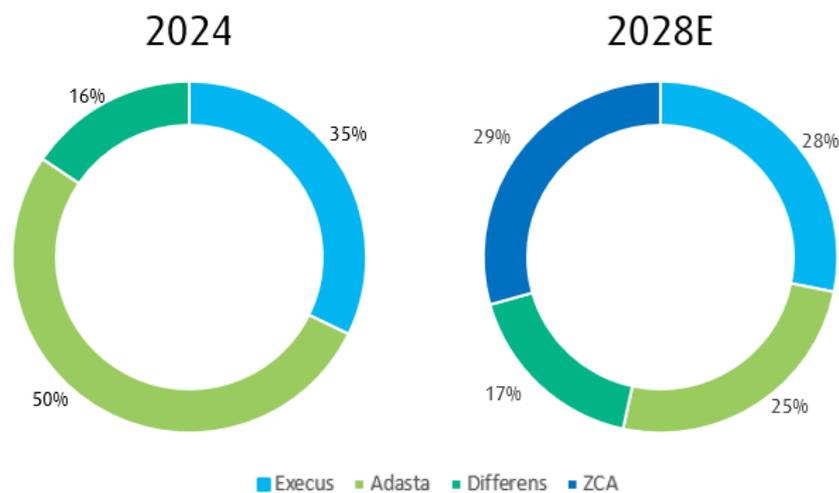
I risultati registrati a consuntivo 2024 hanno evidenziato il perseguimento di una strategia di crescita sia inorganica, mediante operazioni di M&A, che organica, attraverso il rafforzamento delle vendite dirette, pur peccando, al momento, in redditività. Riteniamo, comunque, di confermare, per il periodo 2025-28, le stime da noi già precedentemente formulate.

Queste stime sono state elaborate considerando la piena integrazione di ZCA mentre non recepiscono l'acquisizione di Vanilla Marketing in quanto non ancora perfezionata.

Stimiamo che i ricavi di vendita possano passare da €4,6 milioni conseguiti a consuntivo 2024 a €8,3 milioni previsti a fine 2025, per giungere a €10,7 milioni a fine 2026 e attestarsi a 13,6 milioni a consuntivo 2028 per un CAGR 2024-2028 del 31,0%.

Tale andamento è dovuto a: i) ricavi aggiuntivi generati dall'integrazione della neoacquisita ZCA Digital; ii) incremento atteso dei ricavi delle controllate Adasta e Differens; iii) progressiva ripresa, durante l'arco di piano, dei ricavi imputabili alla sola Execus per effetto della strategia di rafforzamento della rete commerciale in atto e, dunque, di un aumento dei ricavi diretti.

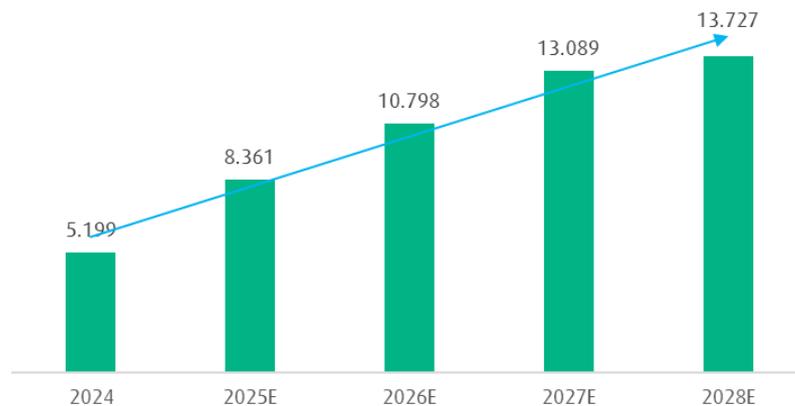
### Ricavi – Breakdown per linea di business (%)



*Stime: Banca Finnat*

Il valore della produzione dovrebbe così passare da €5,2 milioni registrati a consuntivo 2024 a €8,4 milioni nel 2025, a €10,8 milioni nel 2026, fino al raggiungimento di €13,7 milioni a fine 2028 per un CAGR 2024-2028 del 27,5%.

Andamento VdP (€ k)



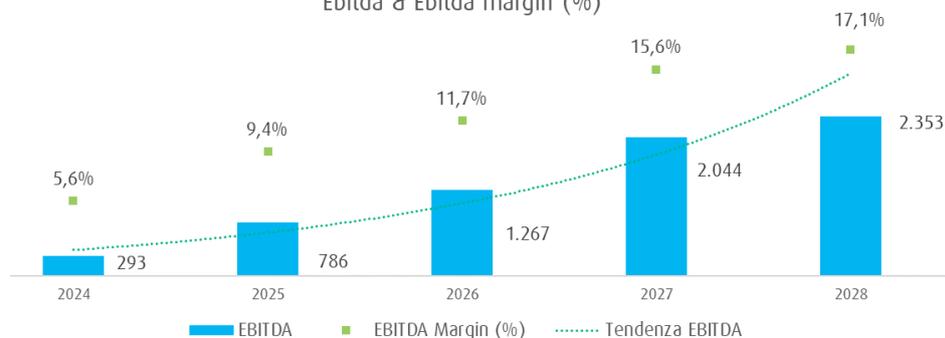
Stime: Banca Finnat

Prevediamo una crescita progressiva dei costi per servizi da €4,7 milioni stimati a fine 2025 (€3,0 milioni a consuntivo 2024) a €5,9 milioni a fine 2026, per giungere a €7,1 milioni attesi nel 2028. Tale incremento è riconducibile sia alla scelta strategica del *management* di rafforzare la rete di vendita diretta, inserendo nuove figure commerciali, sia alle maggiori provvigioni passive attese, sia all'effetto del consolidamento di ZCA Digital.

I costi del personale, a causa dell'inserimento di nuove figure manageriali e dell'organico di ZCA (40 risorse di cui 21 dipendenti e 19 collaboratori esterni), dovrebbero aumentare ad un tasso di crescita media annua del 38,1%, passando da €1,0 milioni registrati a consuntivo 2024, a €2,5 milioni attesi a fine 2025, fino a €3,7 milioni stimati a consuntivo 2028.

Nonostante l'aumento dei suddetti costi operativi, stimiamo ora che il margine operativo lordo (Ebitda) possa attestarsi a €786 migliaia a consuntivo 2025 (da un margine operativo lordo pari a €293 migliaia conseguito al 31 dicembre 2024), a €1,3 milioni nel 2026, per giungere a €2,0 milioni a fine 2027 e a €2,3 milioni nel 2028. La crescita media annua (CAGR 24-28) la stimiamo al 68,3%, per una marginalità in crescita dal 9,4% atteso a fine 2025 al 17,1% nel 2028.

Ebitda &amp; Ebitda margin (%)



Stime: Banca Finnat

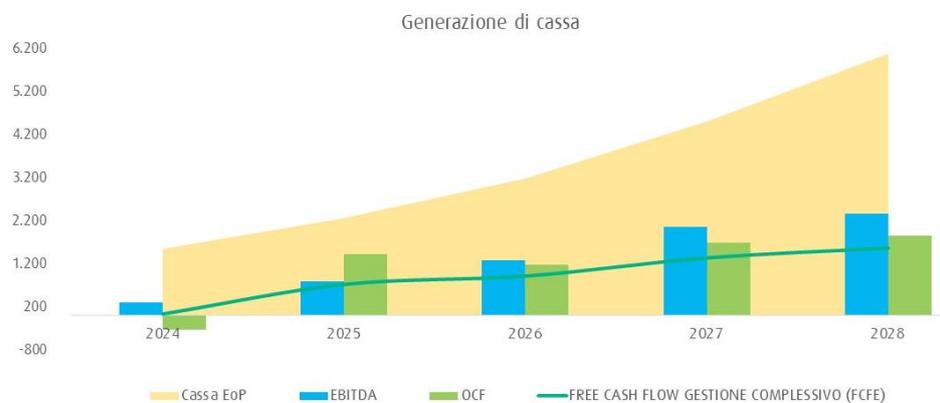
In merito al risultato operativo netto (Ebit), quest'ultimo lo stimiamo pari a €146 migliaia a consuntivo 2025, rispetto a un perdita operativa netta di €418 migliaia a fine 2024, in crescita a €607 migliaia nel 2025, per giungere a €1,4 milioni a fine 2027 e a €1,7 milioni a consuntivo 2028. La marginalità



sul valore della produzione la stimiamo all'1,75% a fine 2025, al 5,60% a fine 2026 per giungere al 12,50% a fine arco di piano.

Riteniamo che la società possa raggiungere il *breakeven*, in termini di risultato netto di gruppo, nel 2025, conseguendo un utile netto pari a €83 migliaia (da una perdita netta di gruppo di €549 migliaia a fine 2024) per giungere ad un risultato netto positivo pari a €383 migliaia a consuntivo 2026 e a €1,1 milioni a consuntivo 2028.

La posizione finanziaria netta la stimiamo positiva (cassa) durante l'intero arco di piano, passando da €2,2 milioni attesi a consuntivo 2025 (da una cassa netta pari a €1,3 milioni a consuntivo 2024) a €6,0 milioni nel 2028 con un patrimonio netto stimato pari a €4,6 milioni a fine 2025 e a €7,0 milioni nel 2028.



Stime: Banca Finnat

## Valuation

Ai fini della valutazione abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2025/2028.

Il tasso di crescita perpetua lo manteniamo invariato e pari all'1% ed il WACC è stato determinato al 12,73% (precedente 12,43%) in funzione di un Risk Free Rate al 3,80% (precedente 3,50%), un Coefficiente Beta pari allo 0,85 (fonte: Damodaran, settore: "Business & Consumer Services" europeo, campione composto da 183 società) e un Market Risk Premium al 10,50%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a € 11,4 milioni ed un valore ad **equity** pari a **€1,9/azione** (invariato rispetto al precedente), tenuto conto delle azioni emesse con il primo aumento di capitale a servizio dell'acquisizione del 51% di ZCA (31.01.2025). La nostra raccomandazione permane di **acquisto (BUY)**.

### CASH FLOW MODEL (K €)

	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	146	607	1.364	1.718
Tax rate	35,00	35,00	35,00	35,00
NOPAT	95	395	887	1.116
D&A	640	660	680	635
Capex	449	265	267	264
CNWC	-740	-113	-96	-90
FOCF	1.025	902	1.396	1.577

Stime: Banca Finnat

### DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,0
WACC (%)	12,73
Discounted Terminal Value	7.721
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	3.694
Enterprise Value	11.415
Net financial position as of 31/12/2024	1.309
<b>Equity Value</b>	<b>12.724</b>
Nr. Shares (x)^	6.769.787
<b>Value per share (€)</b>	<b>1,9</b>

Stime: Banca Finnat; ^al netto delle azioni proprie (n.52.000)

### WACC Calculation (%)

Risk free rate	3,80
Market risk premium	10,50
Beta (x)	0,85
Cost of Equity	12,73
<b>WACC</b>	<b>12,73</b>

Stime: Banca Finnat

### TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLE VALUATION

	2025E	2026E	2027E	2028E
P/E	152,94	33,21	14,53	11,51
P/BV	17,58	12,19	8,18	7,31
P/CF	2,73	2,53	2,15	1,81
EV/SALES	1,27	0,90	0,63	0,49
EV/EBITDA	13,39	7,60	4,03	2,84
EV/EBIT	72,04	15,86	6,04	3,88

Stime: Banca Finnat

**Raccomandazioni emesse sul titolo Execus nei 12 mesi precedenti**

Date	Rating	Target Price
14.02.2025	Buy	1,9 €
28.10.2024	Buy	1,5 €
11.07.2024	Buy	3,7 €
26.04.2024	Buy	4,1 €

**Rating System (orizzonte temporale di 12 mesi)**

**BUY (comprare):** se il target price è superiore di oltre il 15% rispetto al prezzo corrente di mercato

**HOLD (mantenere):** se il target price è compreso nel range +/- 15% rispetto al prezzo di mercato

**SELL (vendere):** se il target price è inferiore di oltre il 15% rispetto al prezzo corrente di mercato

**NO RATING:** mancanza di basi fondamentali sufficienti per determinare una raccomandazione e/o un target price

**Banca Finnat Research Rating Distribution****31/03/2025**

N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 33	BUY	HOLD	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	79%	3%	3%	15%
Percentuali di società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	100%	100%

INCOME STATEMENT (EUR K)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>Valore della produzione</b>	<b>2.289</b>	<b>5.199</b>	<b>8.361</b>	<b>10.798</b>	<b>13.089</b>	<b>13.727</b>
Materie prime (al netto delle var.ni)	1	14	239	331	382	375
Servizi	1.195	2.981	4.696	5.954	7.015	7.069
Godimento beni di terzi	80	445	65	72	88	90
Costo del lavoro	356	1.017	2.500	3.054	3.440	3.700
Oneri diversi di gestione	42	448	75	120	120	140
<b>EBITDA</b>	<b>615</b>	<b>293</b>	<b>786</b>	<b>1.267</b>	<b>2.044</b>	<b>2.353</b>
D&A	472	711	640	660	680	635
<b>EBIT</b>	<b>143</b>	<b>-418</b>	<b>146</b>	<b>607</b>	<b>1.364</b>	<b>1.718</b>
Proventi/(Oneri) finanziari	0	-84	-18	-18	-18	-18
<b>Utile Ante Imposte</b>	<b>143</b>	<b>-502</b>	<b>128</b>	<b>589</b>	<b>1.346</b>	<b>1.700</b>
Imposte	93	-91	45	206	471	595
Tax-rate (%)	65,20	n.a.	35,00	35,00	35,00	35,00
<b>Risultato Netto</b>	<b>50</b>	<b>-411</b>	<b>83</b>	<b>383</b>	<b>875</b>	<b>1.105</b>
Minorities	0	-138	0	0	0	0
<b>RISULTATO NETTO DI GRUPPO</b>	<b>50</b>	<b>-549</b>	<b>83</b>	<b>383</b>	<b>875</b>	<b>1.105</b>
Cash Flow	522	162	723	1.043	1.555	1.740
BALANCE SHEET (EUR k)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Totale Patrimonio Netto	3.091	4.568	4.651	5.035	5.911	7.016
PFN	566	1.309	2.190	3.084	4.473	6.041
CIN	2.049	3.327	2.461	1.950	1.438	975
FINANCIAL RATIOS (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>EBITDA margin</b>	26,9	5,6	9,4	11,7	15,6	17,1
<b>EBIT margin</b>	6,2	n.a.	1,7	5,6	10,4	12,5
<b>Net margin</b>	2,2	n.a.	1,0	3,5	6,7	8,0
<b>ROI</b>	7,0	n.a.	5,9	31,1	94,9	176,1
<b>ROE</b>	0,6	n.a.	1,8	7,6	14,8	15,7
GROWTH (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Valore della produzione	-8,6	127,1	60,8	29,1	21,2	4,9
EBITDA	-47,6	-52,3	168,1	61,2	61,3	15,1
EBIT	-84,6	n.a.	n.a.	315,7	124,7	25,9
Net Profit	-92,8	n.a.	n.a.	360,6	128,5	26,3
Cash Flow	-44,4	-68,9	345,5	44,2	49,1	11,9
VALUATION METRICS	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
EPS	0,0	n.a.	0,0	0,1	0,1	0,2
CFPS	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
BVPS	0,5	0,7	0,7	0,7	0,9	1,0
P/E	167,1	n.a.	100,2	21,8	9,5	7,5
P/CF	16,0	51,3	11,5	8,0	5,4	4,8
P/BV	2,7	1,8	1,8	1,7	1,4	1,2
EV/SALES	3,2	1,5	0,7	0,5	0,3	0,2
EV/EBITDA	11,9	24,2	7,8	4,1	1,9	1,0
EV/EBIT	51,1	n.a.	42,0	8,6	2,8	1,3

Fonte: Execus; Stime: Banca Finnat

## DISCLAIMER

### *Informazioni generali*

La ricerca è stata preparata da **Michele Cursi**, analista finanziario di Banca Finnat S.p.A. ("Banca Finnat" o la "Banca"), autorizzata dalla Banca d'Italia all'esercizio dell'attività bancaria ai sensi del D.lgs. n. 385/1993 e alla prestazione dei servizi e attività di investimento di cui al D.lgs. n. 58/1998. Nello svolgimento delle proprie attività, Banca Finnat è sottoposta alla vigilanza della Banca d'Italia e della CONSOB per quanto di rispettiva competenza.

La ricerca, per contenuti e finalità, rientra nell'ambito delle disposizioni previste dal Regolamento Delegato (UE) 2016/958 e degli articoli 34, 36 e 37 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 che disciplinano gli obblighi a carico degli intermediari che pubblicano raccomandazioni di investimento.

Essa non costituisce in alcun modo proposta di conclusione di un contratto, né offerta al pubblico di prodotti finanziari né costituisce o si configura da parte della Banca come prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti di strumenti finanziari sensi dell'articolo 1 comma 5 del D.lgs. n. 58/1998 e successivi aggiornamenti.

### *Fonti e modelli di valutazione*

Ai fini della redazione della ricerca, la Banca ha utilizzato fonti informative (a titolo esemplificativo, articoli di stampa, bilanci, comunicati, informazioni reperite nel corso di incontri e conversazioni telefoniche con i rappresentanti dell'emittente) che, alla data di pubblicazione della ricerca stessa, non risultano essere oggetto di accertamenti, provvedimenti o pubbliche smentite da parte di autorità giudiziarie o di vigilanza e che la Banca ritiene affidabili. Banca Finnat, tuttavia, non fornisce alcuna garanzia circa l'accuratezza o la completezza delle fonti informative utilizzate.

Gli analisti della Banca utilizzano modelli standard di valutazione riconosciuti a livello internazionale, tra cui, a titolo esemplificativo, Discounted Cash Flow Model (DCF), Economic Value Added (EVA) e NAV Method (Net Asset Value). Qualunque sia il metodo di valutazione utilizzato, esiste un rischio significativo che il prezzo target non sia raggiunto entro i tempi previsti nella ricerca. Per maggiori informazioni sul documento metodologico si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Le informazioni fornite e le opinioni espresse nella ricerca si riferiscono alla data di pubblicazione della ricerca stessa. Qualsiasi opinione, previsione o stima contenuta è espressa sulla base della situazione corrente ed è quindi possibile che i risultati o gli avvenimenti futuri si discostino rispetto a quanto indicato in tali opinioni, previsioni e stime.

### *Copertura e aggiornamento*

L'elenco degli emittenti coperti dall'Ufficio Studi e Ricerche è disponibile nell'apposita sezione del sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Banca Finnat fornisce copertura continua degli emittenti seguiti, aggiornando le ricerche di regola con cadenza semestrale. Inoltre, la Banca può pubblicare altre tipologie di ricerche più sintetiche (denominate *flash company note*) a seguito della pubblicazione delle relazioni contabili periodiche e a qualsiasi evento (di carattere ordinario od eccezionale) inerente l'Emittente.

Lo storico delle raccomandazioni di investimento nel tempo formulate e il prezzo target relativo all'emittente sono riportati nella parte finale della ricerca, sezione "Valuation", nonché sul sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>)<sup>1</sup>.

### *Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi*

La presente ricerca è prodotta su incarico remunerato da parte dell'emittente. Si comunica, inoltre, che (1) Banca Finnat svolge il ruolo di *specialist* in favore dell'emittente e (2) presta o ha prestato servizi di investimento in favore dell'emittente o di suoi soggetti controllanti o controllati negli ultimi 12 mesi. Tra tali servizi si segnala l'incarico di global coordinator per una operazione di aumento di capitale indetto dall'emittente.

<sup>1</sup> Per informazioni su tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Banca Finnat negli ultimi 12 mesi (ivi inclusa la percentuale di raccomandazioni buy/hold/reduce/sell pubblicate e la percentuale degli emittenti corrispondenti a ciascuna di queste categorie ai quali la Banca ha prestato servizi bancari, di investimento o accessori) si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche.

Si comunica, altresì, che nessun analista dell'Ufficio Studi e Ricerche detiene o ha detenuto negli ultimi 12 mesi strumenti finanziari emessi dall'emittente o ad essi collegati, né svolge ruoli di amministrazione, direzione o consulenza per l'emittente stesso. L'analista che ha preparato la presente ricerca dichiara, in particolare, di non avere interessi o conflitti di interessi nei confronti dello strumento finanziario o dell'emittente e di non essere a conoscenza di interessi o conflitti di interessi in capo a Banca Finnat e/o alle società appartenenti al suo gruppo in relazione allo strumento finanziario e/o all'emittente ulteriori rispetto a quanto rappresentato nel presente *disclaimer*.

#### ***Presidi organizzativi e procedurali volti a prevenire e gestire potenziali conflitti di interessi***

La Banca previene e gestisce i potenziali conflitti di interesse attuando, tra l'altro, i seguenti presidi: (1) indipendenza dell'Ufficio Studi e Ricerche dalle altre aree della Banca e inserita in staff al Direttore Generale; (2) sistema di *information barriers*; (3) adozione di procedure interne che preservano la propria indipendenza nello svolgimento dell'elaborazione delle ricerche; (4) divieto ai dipendenti della Banca di compiere qualsiasi operazione personale riguardante lo strumento finanziario oggetto della ricerca stessa sino a quando non sia stata resa pubblica, tranne in occasione di ammissione a quotazione.

La remunerazione degli analisti non dipende in modo diretto dalla prestazione di servizi di investimento o da altre tipologie di operazioni eseguite dalla Banca o da altre società del suo gruppo, ovvero dalle commissioni di negoziazione ricevute dalla Banca o da altre società del suo gruppo.

Esclusivamente gli analisti dell'Ufficio Studi e Ricerche della Banca possono avere accesso alla ricerca prima della sua pubblicazione. È tuttavia prassi sottoporre la bozza della ricerca, senza la raccomandazione o il prezzo target, all'emittente prima della sua diffusione al pubblico, al fine di verificare l'accuratezza delle asserzioni fattuali e permettere la correzione di eventuali errori materiali. Le informazioni di carattere fattuale contenute nella bozza dell'analisi potrebbero, pertanto, essere state modificate a seguito della condivisione con l'emittente e prima della definitiva diffusione al pubblico.

Per maggiori informazioni si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (<https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

#### ***Distribuzione***

La riproduzione, anche parziale, della presente ricerca è consentita previa citazione della fonte. Essa non può essere portata, trasmessa, distribuita o comunque utilizzata, in tutto o in parte, negli Stati Uniti d'America o da una "US Person" secondo la definizione contenuta nella *Regulation S* dello *United States Securities Act* del 1933, come successivamente modificato, né in Canada, Australia, Giappone o da alcuna persona ivi residente. La distribuzione della presente ricerca in altri Stati potrà essere oggetto di restrizioni normative e le persone che siano in possesso della presente ricerca dovranno informarsi sull'esistenza di tali restrizioni ed osservarle.

## ESG-Report

*Nell'ambito dei servizi offerti agli Emittenti, Banca Finnat propone anche la redazione di un **Report ESG** finalizzato ad evidenziare caratteristiche e policy adottate dalle imprese che appaiono rilevanti in tema di sostenibilità.*

*Alle società che si avvalgono del nostro Coverage, la redazione del Report ESG di Banca Finnat viene offerta ed il documento - che è di regola a sé stante - viene anche pubblicato all'interno delle ricerche del nostro Ufficio Studi, come in questo caso.*

*Tale prassi è in continuità con quella adottata sin dal 2019: è allora, infatti, che le ricerche di Banca Finnat includono una specifica sezione: prima "ESG Highlight" ed ora "ESG-Report".*

- L'attività di Execus, analizzata *dall'Osservatorio ESG PMI quotate* (promosso da Banca Finnat insieme al DEIM dell'Università della Tuscia) è stata da questo considerata come "sostenibile" in quanto l'attività "core" dell'azienda è idonea a conseguire almeno uno dei 17 SDGS (obiettivi di sostenibilità) definiti dall'ONU.
- L'azienda, pur tuttavia, non è da considerarsi "committed" sui fattori ESG, non soddisfacendo standard particolarmente elevati di governance e trasparenza verso gli stessi fattori ESG:
  - non pubblica un bilancio di sostenibilità;
  - non pubblica un codice etico;
  - nel CdA, composto da 5 membri, siedono 1 amministratore indipendente (ovvero meno del 33%) e nessuna amministratrice donna.

Ciò nonostante, l'azienda fa significativa *disclosure* sulle determinanti ESG nella propria comunicazione aziendale (bilancio, sito Web, notizie ecc.).

### INFORMAZIONI GENERALI

Le informazioni di carattere non finanziario relative alle imprese, ed in particolare quelle relative alle tematiche ESG (Environmental, Social e Governance), formano oggetto di crescente attenzione, anche da parte degli investitori nell'ambito dei loro processi di investimento o finanziamento.

Per le società di grandi dimensioni, sovente oggetto di valutazioni e/o certificazioni da parte di provider specializzati, tali informazioni sono sempre più accessibili. Lo stesso non avviene per le PMI, le quali hanno oggettive difficoltà a far apprezzare le loro iniziative sulla sostenibilità.

Banca Finnat, da sempre focalizzata su quel segmento di imprese, si adopera per colmare, per quanto possibile, questo gap informativo e per rappresentare per gli Emittenti un concreto supporto alla individuazione e valorizzazione dei fattori ESG che ne caratterizzano l'organizzazione o il modello di business.

A tal fine ha anche promosso il gruppo di lavoro "Osservatorio ESG-PMI quotate" insieme al dipartimento di Economia, Ingegneria, Società e Impresa (DEIM) dell'Università della Tuscia per promuovere in tale ambito progetti di ricerca. La collaborazione con l'Ateneo ha anche consentito alla Banca di rendere ancora più consistenti, e coerenti con le best practice, i propri processi di valutazione delle politiche e delle azioni che le società oggetto di analisi hanno adottato/stanno adottando in materia di sostenibilità ambientale, responsabilità sociale e governance (tematiche ESG).

## Osservatorio ESG-PMI<sub>Quotate</sub>

L'osservatorio ESG PMI-Quotate è stato promosso nel 2021 da Banca Finnat e dall'Università della Tuscia, tramite il DEIM, Dipartimento di Economia, Ingegneria, Società e Impresa.

Cuore del progetto è la mappatura, per tutte le aziende quotate all'Euronext Growth Milan (EGM):

- della **sostenibilità delle attività**, intesa come coerenza con almeno uno dei 17 SDGS (obiettivi ONU).
- del loro **livello di "commitment"** verso i temi ESG (non solo ambientali) che deriva da tutte le iniziative, anche estranee al core business (ma con impatti sulla sostenibilità) assunte dalle società. In quest'ambito sono anche indagati vari fenomeni legati alla governance degli emittenti EGM

A tali fini è stato realizzato un dettagliato database su criteri, fattori e impegni di tutti gli emittenti presenti sul segmento di Borsa dedicato alle PMI.

E' un database che ovviamente viene seguito e aggiornato costantemente: l'iniziativa prevede infatti l'analisi di tutta la documentazione pubblica prodotta dalle società: bilanci, relazioni semestrali, eventuali bilanci non finanziari, codici etici, siti Web e i comunicati stampa che vengono via via rilasciati.

Sono stati altresì definiti puntuali criteri volti a stabilire quando considerare sostenibile l'attività di una azienda nonché quando, a prescindere dal settore di attività, le iniziative intraprese e le policy adottate possono far definire l'azienda come "committed", ovvero impegnata in modo significativo verso i temi ESG.

L'Osservatorio rende disponibile a Banca Finnat un sistema informativo che, per ciascuna società oggetto del progetto, consente di generare un documento, l'**Info-memo ESG**, che evidenzia le informazioni rilevanti presenti nel Database. Questa sezione ne è la sintesi.



DIPARTIMENTO DI ECONOMIA, INGEGNERIA,  
SOCIETÀ E IMPRESA

### Sez. 1 – Evidenze raccolte dall'Osservatorio ESG-PMI Quotate

#### La sostenibilità della attività di Execus

Sulla base delle informazioni di pubblico dominio, l'Osservatorio considera Execus sostenibile alla luce del fatto che:

- l'attività "core" dell'azienda è idonea a conseguire almeno uno dei 17 SDGS (obiettivi di sostenibilità) definiti dall'ONU, in particolare il n. 8, che impatta significativamente sui fattori di tipo Sociale.
- pur tuttavia, il settore in cui opera l'azienda non è considerato ecosostenibile dalla Tassonomia UE <sup>(2)</sup>. Infatti il codice ATECO 62.01 della società (Produzione di software non connesso all'edizione) corrisponde al codice NACE 62.01 che non risulta allineato alla Tassonomia per gli ambiti di "*Climate change mitigation*" o di "*Climate change adaptation*".

#### Il livello di "commitment" sui fattori ESG

Le stesse informazioni pubbliche non sono state sufficienti a far considerare l'azienda "committed".

Data	Azione	Rating
26/02/2024	Execus, in collaborazione con l'Istituto per le risorse biologiche e le biotecnologie marine (Irbim) del Cnr di Ancona, partecipa al progetto "DecarboNYT" per la decarbonizzazione delle flotte pescherecce nel Mediterraneo e nel Mar Nero, finanziato dalla Commissione Europea.	E XXXX
06/11/2023	Execus ottiene la licenza d'uso per "Green Web Meter", un software innovativo che utilizza l'Intelligenza Artificiale e la tecnologia blockchain per determinare, monitorare e ridurre gli impatti ESG dell'infrastruttura di rete aziendale.	E XXXX
13/12/2023	Execus ha acquisito il 51% di Differens, specializzata in marketing digitale. L'obiettivo è integrare AI e blockchain nei processi aziendali, offrendo soluzioni più avanzate. L'azienda punta a rimanere all'avanguardia nel settore.	G XXX
04/08/2023	Garantisce la modalità di lavoro da remoto e orari di lavoro flessibili per dipendenti in maternità e paternità. Inoltre sono presenti norme in vigore in termini di sicurezza sul lavoro per garantire la salute dei lavoratori.	S XXX
04/08/2023	Negli uffici, l'impiego di bicchieri di vetro e acqua microfiltrata ha azzerato l'uso di plastica, ha ridotto al minimo l'uso della carta nello svolgimento delle sue attività e promuove l'utilizzo di luce naturale ove possibile e la modalità di lavoro da remoto.	E XXX

<sup>2</sup> Il Regolamento UE 2020/852 ha introdotto nel sistema normativo europeo la tassonomia delle attività economiche eco-compatibili, una classificazione delle attività che possono essere considerate sostenibili in base all'allineamento agli obiettivi ambientali dell'Unione Europea e al rispetto di alcune clausole di carattere sociale.

### L'incontro ESG con gli analisti di Banca Finnat

Execus ha accolto la proposta di sottoporsi ad un incontro mirato con i nostri analisti ed alla somministrazione di un questionario appositamente predisposto, volti ad approfondire direttamente con il management caratteristiche e policy ESG adottate dalla impresa.

Banca Finnat, nell'ambito delle proprie attività di Corporate Broking e di Analyst Coverage, da tempo si adopera affinché emergano le politiche e le azioni sulle tematiche ESG che le Società dichiarano di aver adottato.

In questo contesto, ormai da diversi anni, nelle proprie ricerche ne dà conto e, a tal fine, gli analisti della Banca hanno elaborato un "questionario ESG" che guida poi il loro incontro di approfondimento con i manager delle aziende oggetto delle loro ricerche.

Peraltro, nell'ambito della collaborazione con l'Università della Tuscia, si è provveduto a rivisitare il questionario oggi composto da circa 60 domande ed a condurre il processo di analisi delle risposte secondo i migliori standard che emergono dalle esperienze accademiche su queste materie.

In tal modo si rende evidentemente possibile ai lettori della ricerca una disamina delle iniziative adottate dall'azienda, ed una loro valutazione, ancor più completa e dettagliata di quella effettuata nell'ambito dell'Osservatorio ESG-PMI Quotate, che – pur coprendo tutte le società quotate su EGM - si basa esclusivamente su informazioni e notizie "pubblicate".

In questa sezione sono sintetizzati quegli aspetti emersi dall'intervista che, a parere dei nostri analisti, sono maggiormente meritevoli di essere portati all'attenzione.

Essi sono aggregati in funzione della maggior rilevanza in termini Ambientali (E), Sociali (S) o di Governance (G).

### Sez. 2 – Le risposte al Questionario degli analisti di Banca Finnat

#### ESG

La società dichiara di aver:

- stipulato accordi di fornitura dell'energia, per gli uffici di Assago Milanofiori, con un fornitore che utilizza fonti rinnovabili;
- provveduto alla riduzione della temperatura dell'impianto di riscaldamento e raffreddamento negli uffici che si attivano unicamente nelle aree con persone presenti;
- ridotto al minimo l'uso della carta nello svolgimento delle sue attività al punto che l'ufficio può essere considerato "paperless";
- azzerato negli uffici l'uso di plastica promuovendo l'utilizzo di bicchieri di vetro e acqua microfiltrata;
- promosso l'utilizzo di luce naturale ove possibile e la modalità di lavoro da remoto (*smartworking*).

#### ESG

La società dichiara che:

- tra i dipendenti della società, il 28,5% è rappresentato da donne mentre tra i collaboratori esterni il 67% sono donne. Inoltre, un dirigente su quattro è di sesso femminile;
- viene data la possibilità di lavoro da remoto (*smartworking*) e orari di lavoro flessibili per dipendenti in maternità e paternità;
- nel 2024, ha ottenuto la certificazione HappyAtWork 2024;
- vengono applicate le norme in vigore in termini di sicurezza sul lavoro per garantire la salute dei lavoratori;
- i dipendenti della società usufruiscono di un piano formativo che comprende i corsi relativi all'uso di LinkedIn e alle tematiche di *social selling*. Inoltre, è previsto anche un piano mensile di sedute formative di aggiornamento per affinare gli skills personali dei singoli in base al ruolo;
- sono previsti contatti regolari tra responsabile e dipendenti per monitorare la soddisfazione dei dipendenti, condividere eventuali problematiche e definire assieme le soluzioni. Con cadenza settimanale viene organizzata una riunione con la direzione della società per discutere di temi di natura organizzativa;
- viene applicata la normativa GDPR e, inoltre, è prevista l'erogazione di corsi di cybersecurity per tutti i dipendenti;
- ha ottenuto, nel 2022, la certificazione ISO 9001 EA 33-35-37 per la vendita e noleggio di software e servizi innovativi nel campo del *social media marketing* in Italia e all'estero nonché per l'erogazione di corsi di formazione. Al momento in fase di rinnovo;

- viene utilizzata una dashboard aziendale per tenere traccia della soddisfazione della clientela. All'interno della piattaforma è presente un sistema di semafori che avverte il team di Execus in caso di necessità e permette loro di mettere in atto azioni per migliorare la qualità del servizio offerto. Inoltre, è in fase di sviluppo il tracciamento della *client satisfaction* mediante *survey* telefoniche AI;
- i rapporti con le istituzioni locali vengono curati attraverso partnership e sponsorship con società sportive. In particolare, nel 2022, Execus è stata partner/sponsor di Waterpolo Milano Metanopoli mentre nel 2023 ha collaborato con i Seamen Milano, team di football americano. Attualmente sostiene Ateleia, un'associazione culturale;
- i rapporti con enti di ricerca e università avvengono attraverso corsi di master tenuti dall'amministratore delegato, Gianni Adamoli, professore a chiamata, per i master organizzati da ISTUD e per il Fondazione Collegio delle Università di Milano, per le sessioni di Personal Branding e Social Attitude. Inoltre, Execus ha attivato stage curricolari con le principali università della Lombardia (Università Cattolica del Sacro Cuore, IULM, Università di Milano Bicocca, LIUC Università Cattaneo).
- è co-organizzatore, tramite l'amministratore delegato Gianni Adamoli, di TEDxLegnano, un evento culturale e sociale che ha come obiettivo quello di "presentare e diffondere idee di valore" attraverso conferenze con 12 speaker, inventori ed autori di idee per il futuro;
- è stata messa a disposizione dei propri dipendenti un'assicurazione sanitaria grazie al contributo versato dall'azienda all'ente bilaterale Enbiform.

## ESG

La società dichiara inoltre:

- di adottare un modello di governance tradizionale;
- di aver implementato, recentemente, una newsletter mensile per gli investitori e gli stakeholders;
- che nella società sono presenti patti parasociali che regolano la governance su scelte chiave dell'azienda;
- che è in corso di adozione il modello organizzativo di gestione dei rischi per la responsabilità amministrativa (previsto per dicembre 2024);
- di essere attrezzata per il whistleblowing;
- che i rapporti con stakeholders e shareholders vengono curati attraverso appositi eventi ed incontri;
- di star implementando il modello 231 con relativo codice etico;
- che i *founders* e gli azionisti principali delle aziende acquisite hanno l'obbligo di *lock-up* sulle azioni possedute per un periodo predefinito.

---

## *ESG DISCLAIMER*

*Per comprendere quali sono i conflitti di interesse derivanti da rapporti commerciali con la Società oggetto della presente ricerca si rimanda al disclaimer riportato a pagina n. 18.*

*Le informazioni riportate nella presente sezione ESG si basano su apposito database realizzato dall'Osservatorio "ESG PMI-quotate" e sulle risposte fornite dalla Società a fronte di apposito questionario alla medesima sottoposto dall'Ufficio Studi.*

*Quanto riportato nel citato database e quanto dichiarato dalla Società non sono oggetto di verifica autonoma da parte dell'Ufficio Studi circa la loro attendibilità. Responsabile di tali informazioni sono da ritenersi esclusivamente detto Osservatorio e la Società stessa.*

*Pertanto, nel considerare quanto riportato circa l'impegno della Società sulle tematiche ESG si raccomanda di tenere presenti tali circostanze.*