

**RACCOMANDAZIONE**
**BUY** (da Buy<sup>^</sup>)

**Target Price**
**€1,5** (da €3,70<sup>^</sup>)

<sup>^</sup>Vedi Flash Company note del **11.07.2024**

# Execus S.p.A.

**Settore: Social Selling**
**Codice negoziazione Bloomberg: EXEC IM**
**Mercato: Euronext Growth Milan**
**Prezzo al 25/10/2024**
**0,94 €** (price at market close)

**Capitalizzazione di Borsa:** 6.018.075 €

**Numero di azioni:** 6.402.207

**Patrimonio netto al 30.06.2024:** 3.148.796 €

**Outstanding warrants (1:2):** 558.000

**Data ed ora di produzione:**
**28.10.2024 ore 09:15**
**Data ed ora di prima diffusione:**
**28.10.2024 ore 12:00**
**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., Execus SA, Adasta Media S.r.L. e Differens S.r.L.) attivo nei settori del *digital marketing*, dell'*ad-tech* e del *social selling*.

▪ I risultati del primo semestre 2024 hanno beneficiato di un diverso perimetro di consolidamento rispetto al 30.06.2023 in conseguenza delle acquisizioni delle società Adasta e Differens (avvenute nel dicembre 2023). Il gruppo Execus ha così conseguito ricavi netti per €2,0 milioni (di cui il 66% riconducibile alle neoacquisite) con un margine operativo lordo (Ebitda) che ha risentito del calo dei ricavi riconducibili alla sola Execus e dell'aumento dei costi a seguito delle fusioni, registrando una contrazione dell'82,3% rispetto al 30.06.2023 e attestandosi a €86,6 migliaia da €488 migliaia, per una redditività drasticamente ridotta dal precedente 39,8% al 4,0%. Il risultato netto di Gruppo ha così registrato una perdita di €271 migliaia rispetto all'utile di €257 migliaia al 30.06.2023.

▪ Alla luce dei risultati semestrali 2024 e considerando il ridotto apporto del principale contratto di distribuzione nell'ambito della rete di vendita indiretta, con conseguente necessità di rafforzare la rete di vendita propria (che produrrà effetti positivi nel medio-lungo termine), abbiamo rivisto al ribasso le nostre precedenti stime per il periodo 2024-2027. Stimiamo ora che i ricavi di vendita possano attestarsi a €4,2 milioni a consuntivo 2024, dai €6,0 milioni precedentemente stimati, per giungere a €8,7 milioni a consuntivo 2027. L'aumento dei costi operativi dovrebbe determinare una perdita operativa lorda (Ebitda) pari a €192 migliaia a consuntivo 2024 (da un Ebitda stimato positivo per €2,1 milioni della nostra precedente stima), per giungere a un margine positivo per €1,2 milioni a fine 2027 ma ben lontano dal margine da noi in precedenza stimato, sempre a consuntivo 2027, pari a €3,4 milioni. Il Gruppo dovrebbe chiudere l'esercizio 2024 con una perdita di €463 migliaia rispetto all'utile in precedenza da noi stimato pari a €1 milione mentre sul consuntivo 2027 stimiamo ora un utile prospettico pari a €416 migliaia rispetto all'utile in precedenza stimato pari a €1,7 milioni.

▪ Pur confermando una raccomandazione di acquisto sul titolo, riduciamo il nostro target price a €1,5/azione (dal precedente €3,7/azione).

**KEY FINANCIALS (k €)**

Anno al 31/12	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.415	2.254	4.185	5.399	6.977	8.737
Valore della produzione	2.504	2.289	4.354	5.495	7.076	8.838
Valore aggiunto	1.508	1.013	772	1.844	2.599	3.513
EBITDA	1.172	615	-192	244	720	1.230
EBIT	924	143	-690	-276	174	658
Risultato netto di Gruppo	690	50	-463	-191	101	416
Cash-flow	939	522	35	329	647	988
PFN	520	566	796	1.233	1.869	2.795
Patrimonio netto	1.197	3.091	2.907	2.716	2.817	3.233

Fonte: Execus; Stime: Banca Finnat

## Il Mercato di Riferimento

Execus S.p.A. è una PMI innovativa che opera nei settori del *digital marketing*, dell'*ad-tech* e del *social selling*, ovvero l'insieme di strategie e tecniche di sviluppo commerciale e di lead generation online basate sulla creazione di rapporti con potenziali clienti sulle piattaforme di social media.

### *MarTech*

Marketing Technology (MarTech) è l'insieme dei software che servono a gestire ed analizzare i dati, a produrre e archiviare contenuti multimediali e ad automatizzare le attività che comprendono tutte le fasi che vanno dall'invio di mail pubblicitarie alla targetizzazione delle campagne di advertising.

Questo approccio al marketing tradizionale consente al venditore di comprendere meglio le esigenze del cliente e di fornirgli una migliore esperienza di acquisto attraverso la sua identificazione, ad esempio tramite la carta fedeltà e l'analisi dei suoi dati storici e/o delle sue preferenze.

La tecnologia applicata al mondo del marketing consente ai brand di tenersi al passo con il percorso del cliente, in continua evoluzione. Migliora, inoltre, il modo in cui comunichiamo e collaboriamo con terze parti e clienti.

MarTech si suddivide nelle seguenti categorie<sup>1</sup>:

#### **1. Gestione**

In questa categoria rientrano molti strumenti di MarTech che comprendono la gestione dei contenuti, l'organizzazione dei fornitori, la gestione dei prodotti, il budget e la gestione dei talenti. Utilizzando sistemi di gestione efficaci, l'azienda è in grado di ottenere materiali di marketing in modo rapido e semplice, di offrire suggerimenti ponderati e disporre di una reportistica accurata.

#### **2. Ottimizzazione dei social**

In quest'area rientrano la gestione dell'influencer marketing, i contenuti generati dagli utenti, la gestione delle relazioni con i clienti (CRM) e simili. L'utilizzo di sistemi che aiutano ad automatizzare le strategie sui social media consente di interagire con le communities create online in modo più efficace.

#### **3. Copertura delle campagne**

In questa sezione rientrano le strategie di remarketing, ovvero il coinvolgimento di segmenti di pubblico che hanno già interagito con il brand al fine di incoraggiarli a intraprendere un'azione desiderata che potrebbe interessarli. In questo modo l'azienda può coltivare relazioni B2B e B2C e a costruirne nuove.

---

<sup>1</sup> Fonte: Amazon Ads

#### 4. Generazione di dati

Le soluzioni MarTech servono anche ad analizzare e comprendere in modo efficace la performance delle campagne lanciate su diversi canali. La tecnologia in questo senso offre soluzioni adatte ad ogni singola azienda per automatizzare e velocizzare l'analisi dei dati generati.

Nel 2023 il mercato del MarTech valeva circa \$413,6 miliardi<sup>2</sup> e si stima possa raggiungere quota \$2.130,6 miliardi entro il 2032 ad un tasso di crescita pari al 19,38%.

Le principali tendenze sul mercato riguardano l'adozione dell'intelligenza artificiale, uno strumento che permette di offrire soluzioni di marketing personalizzate, analisi avanzata di dati e di analizzare con facilità grosse quantità di dati sui consumatori e rilevare così preferenze individuali e tendenze. Si prevede, inoltre, che sul mercato saranno presenti sempre di più nuove piattaforme customer data (CDP) le quali, da un lato, facilitano la creazione di campagne di marketing personalizzate su diversi canali e, dall'altro, la gestione sicura ed etica di dati personali. Infine, sono sempre più presenti strumenti di "omnichannel marketing", ovvero soluzioni di marketing integrato su tutti i canali. Questa strategia è focalizzata soprattutto sul branding e sul mantenimento di contatti costanti nel tempo con il cliente, rafforzando così la customer retention e innalzando il livello di soddisfazione del singolo cliente.

#### *SalesTech*

Sales Technology (SalesTech) è un insieme di strumenti che aiutano ad accelerare e migliorare la produttività delle vendite, consentendo ai venditori di utilizzare il proprio tempo nel modo più efficace ed efficiente possibile. Gli strumenti di SalesTech sono creati per aiutare il team di vendita a migliorare la loro produttività e comprendere meglio i clienti e le tendenze sul mercato al fine di aumentare le vendite.

I tools di SalesTech aiutano gli utenti a raggiungere un grado maggiore di personalizzazione attraverso un'attenzione maggiore alle necessità e motivazioni del singolo cliente. Questi strumenti agiscono in maniera congiunta con i canali di marketing, condividendo informazioni sugli acquisti e simili.

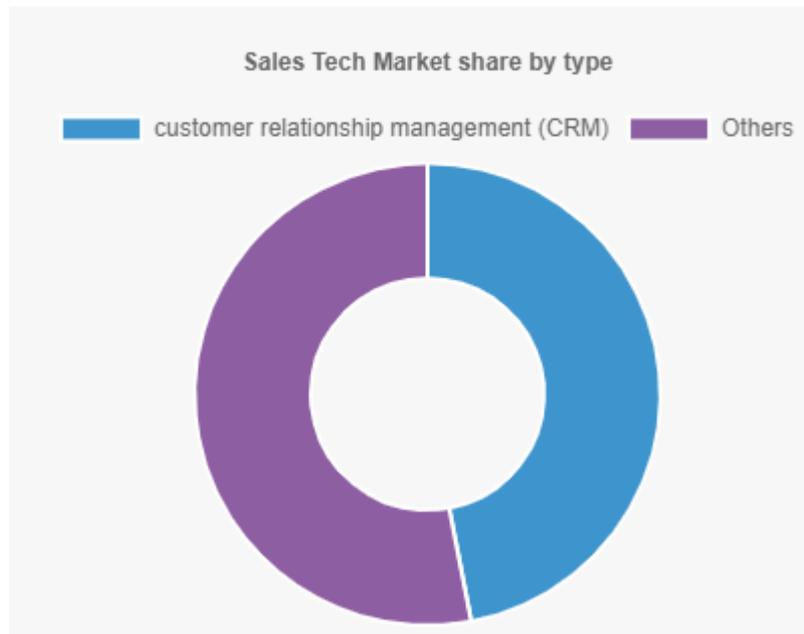
Il mercato SalesTech valeva \$36,65<sup>3</sup> miliardi nel 2023 e si prevede possa raggiungere \$104,47 miliardi entro il 2030, crescendo ad un tasso medio annuo pari al 16,3%.

I principali players del settore sono Salesforce, LinkedIn, HubSpot, Zoho e Zoominfo e, a livello globale, questi cinque players detengono circa il 66% del settore in termini di ricavi. In termini di prodotto, invece, gli strumenti CRM (Customer Relationship Management) detengono il 47% del mercato.

---

<sup>2</sup> Fonte: imarc

<sup>3</sup> Fonte: Valuates



Fonte: Valuates; la suddivisione del mercato per prodotto

### *Digital Marketing*

Il digital marketing permette di raggiungere gli obiettivi di marketing attraverso l'utilizzo di tecnologie e media digitali<sup>4</sup>. In particolare, l'azienda è chiamata a gestire la propria presenza online attraverso i diversi canali digitali come siti web, mobile apps e social media e utilizzare tecniche di comunicazione digitali come il posizionamento su motori di ricerca, il social media marketing, il digital advertising ed e-mail marketing. L'obiettivo di queste strategie digitali è quello di acquisire nuovi clienti, migliorare la qualità del servizio offerto, rafforzare ed espandere il network relazionale e migliorare l'esperienza di acquisto (customer experience).

Il mercato del digital marketing è caratterizzato dalle seguenti tendenze:

- **Big Data Marketing/Marketing Analytics:** gli operatori del settore sono tenuti a svolgere analisi sofisticate e dettagliate sui comportamenti dei clienti attuali e potenziali, sull'andamento e sui risultati di iniziative e campagne pubblicitarie. Nei dati ci sono informazioni di grande valore per prendere decisioni e gestire attività pubblicitarie.
- **Marketing Automation:** grazie a questi strumenti è possibile offrire ad ogni utente il contenuto o l'informazione desiderati, nel momento più opportuno e rendere così unica la sua esperienza con il brand.
- **Programmatic Advertising:** si tratta dell'assegnazione di spazi pubblicitari a seconda del cliente. Lo spazio in uno sito web è occupato dal contenuto che più probabilmente interesserà all'utente in un dato momento.
- **Real Time Bidding Platform:** trattasi di piattaforme di programmatic advertising in cui l'allocazione e la vendita degli spazi pubblicitari avviene in tempo reale.
- **Intelligenza artificiale:** può analizzare grandi quantità di dati per identificare tendenze e modelli di comportamento degli utenti. Consente, inoltre, un targeting pubblicitario più preciso attraverso l'apprendimento automatico e mette a disposizione degli operatori del settore chatbot basati sull'intelligenza artificiale i quali offrono un servizio clienti immediato e disponibile a qualsiasi ora.

<sup>4</sup> Fonte: Digital4

L'internet advertising italiano ha raggiunto, a fine 2023, i €4,9 miliardi<sup>5</sup> e si attende il raggiungimento di €5,4 miliardi a fine 2024. Si stima, inoltre, che nel 2024 i grandi player internazionali raccoglieranno l'82% degli investimenti pubblicitari complessivi (+1 p.p. rispetto al 2023).

### *Account based marketing*

Con il termine "account based marketing" si intende un approccio strategico e mirato al marketing B2B che unisce vendite e marketing in quanto si concentra su un gran numero di lead. Questa strategia consente ai professionisti del marketing di restringere e affinare il proprio approccio, focalizzandosi su account chiave.

Account based marketing consente di allineare i settori di marketing e vendite in quanto i professionisti di entrambe le aree devono lavorare insieme dall'inizio della campagna di marketing al fine di garantire che vengano prese decisioni basate sui dati durante tutto il ciclo di vendita.

Questa forma di marketing B2B accelera il processo di vendita attraverso l'eliminazione di clienti prospettici non qualificati già dall'inizio del processo. I team di marketing e vendita sono tenuti a concentrarsi soltanto sugli account con maggiori probabilità di conversione e offrire loro un'esperienza personalizzata con lo scopo di convertirli rapidamente.

Il mercato dell'account based marketing dovrebbe valere, nel 2024, \$0,92<sup>6</sup> miliardi e si prevede possa raggiungere \$1,63 miliardi a fine 2029 (CAGR pari al 12,1%).

---

<sup>5</sup> Fonte: osservatori.net

<sup>6</sup> Fonte: Mordor Intelligence

## Attività e Strategie

Execus S.p.A. è una PMI innovativa che opera nei settori del *digital marketing*, dell'*ad-tech* e del *social selling*, ovvero l'insieme di strategie e tecniche di sviluppo commerciale e di lead generation online basate sulla creazione di rapporti con potenziali clienti sulle piattaforme di social media.

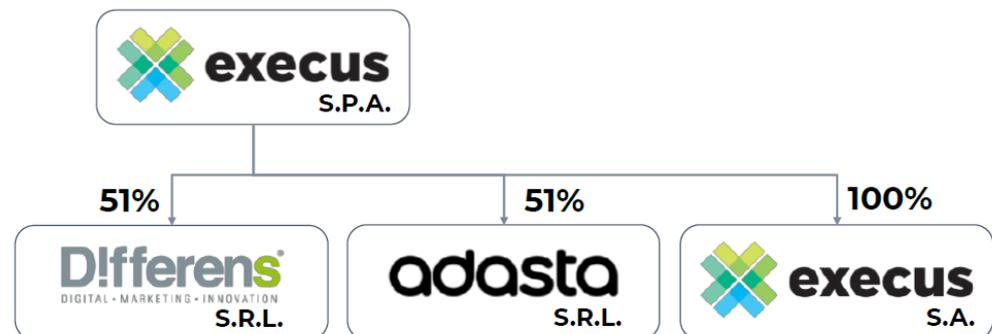
La società opera in Italia e in Svizzera attraverso la consociata Execus SA.

In particolare, il Gruppo supporta aziende e liberi professionisti nel digitalizzare il proprio processo di vendita e creare strategie per sviluppare il proprio business offrendo ad essi soluzioni specifiche di *lead generation* e *lead management* tramite l'utilizzo di *social network* (in particolare LinkedIn), sia tramite servizi di consulenza per migliorare la presenza dei clienti su LinkedIn, che tramite attività di formazione alle vendite aziendali. Offre, inoltre, programmi volti a facilitare l'integrazione dei moderni sistemi di vendita nonché servizi di programmatic advertising e di progettazione e sviluppo di soluzioni di web marketing, SEO e digital marketing.

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 struttura del Gruppo*

A seguito delle recenti acquisizioni del 51% del capitale sociale delle società Differens S.r.L. e Adasta Media S.r.L., il Gruppo Execus si presenta come segue:



Fonte: Execus; Composizione del Gruppo

Execus è un'azienda specializzata nella gestione e nella generazione di lead per clienti B2B attraverso i social networks, in particolare LinkedIn. La società opera, inoltre, nel settore della formazione specializzata, erogata tramite una piattaforma proprietaria di e-learning.

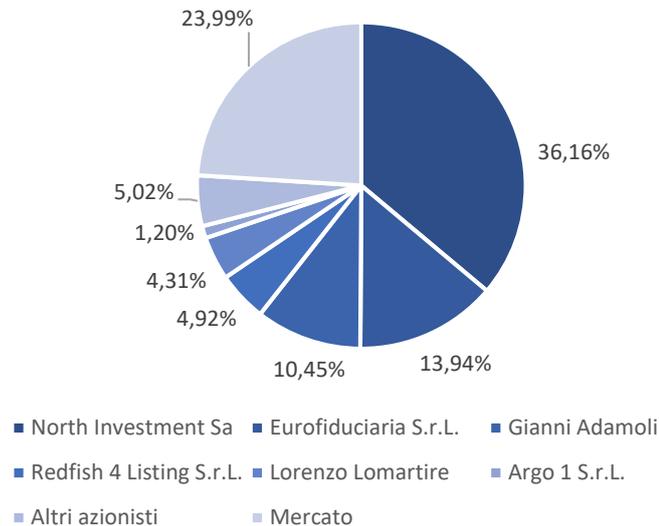
Differens S.r.L. è un'agenzia che offre servizi integrati che spaziano dal web design & development alla SEO (Search Engine Optimization) e al web marketing rivolti alla clientela B2B. La società propone ai suoi clienti strategie digitali multicanale, combinando creatività tradizionale con le ultime tecniche di marketing. La società è attiva, inoltre, nel settore della formazione in quanto mette a disposizione dei propri clienti corsi e-learning, erogati tramite la propria piattaforma Learning365.



Adasta Media S.r.L. è una concessionaria pubblicitaria digitale che assiste gli editori online nella trasformazione digitale del modello di vendita degli spazi pubblicitari. In particolare, aiuta inserzionisti e brand a raggiungere i loro obiettivi proponendo soluzioni cross-platform, nell'ambito del programmatic advertising ma anche con l'ideazione di progetti speciali in sinergia con gli editori. La società si rivolge ad una clientela B2B composta da editori, inserzionisti ed agenzie di marketing.

### Azionariato

Il capitale sociale è costituito da n. 6.402.207<sup>7</sup> azioni ordinarie ed è detenuto per il 36,16% da North Investment SA, società di diritto svizzero riconducibile a Loredana Santarelli (coniuge di Andrea Stecconi) mentre Gianni Adamoli ne detiene il 24,39%, sia in proprio (10,45%) sia tramite la fiduciaria Eurofiduciaria S.r.L. (13,94%). Red Fish 4 Listing S.r.L., partner strategico della società, detiene il 4,92% delle quote sociali mentre Lorenzo Lomartire, Presidente del Consiglio di Amministrazione, ne detiene il 4,31%. L'1,20% del capitale è detenuto da Argo 1 S.r.L. mentre altri azionisti detengono una quota pari al 5,02% del capitale. Il flottante sul mercato è pari al 23,99%.



Fonte: Execus; composizione dell'azionariato

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.

<sup>7</sup> A seguito dell'aumento di capitale riservato a investitori qualificati e partner strategici per complessivi €1.798.720, avvenuto in data 8 luglio 2024.



Nel mese di settembre 2024 il CdA della società ha approvato un piano di Stock Option e un Piano di Stock Grant triennali (2024-2027) per i quali l'Assemblea degli Azionisti si è espressa favorevolmente in data 7 ottobre 2024. Di seguito le principali caratteristiche delle due iniziative:

- Piano di Stock option: dedicato agli amministratori, dipendenti, manager e collaboratori del Gruppo. Prevede che siano attribuite massime n. 600.000 opzioni per acquistare o sottoscrivere un'azione Execus al prezzo di esercizio di €1,13/azione.
- Piano di Stock Grant: riservati a dipendenti con ruoli apicali. Prevede l'attribuzione di massimi n. 600.000 diritti che consentono ai propri portatori l'acquisto (a titolo gratuito) di azioni Execus in rapporto n. 1 azione per n. 1 diritto esercitato.

Le finalità delle iniziative sono:

- collegare la retribuzione dei beneficiari alla realizzazione della strategia aziendale volta alla creazione di valore nel medio-lungo termine per gli azionisti della Società;
- favorire la fidelizzazione dei beneficiari incentivandone la permanenza nel Gruppo, supportando in tal modo la continuità e la sostenibilità del successo di medio-lungo termine;
- favorire il mantenimento di una situazione di competitività sul mercato delle retribuzioni dei beneficiari.

Le azioni acquistate o sottoscritte a seguito dell'esercizio dell'opzione o del diritto da parte dei beneficiari delle iniziative possono essere azioni proprie in portafoglio alla società oppure azioni ordinarie di nuova emissione rinvenienti da aumento di capitale a pagamento.

In data 7 ottobre 2024, l'Assemblea degli azionisti ha autorizzato un piano di acquisto di azioni proprie per un periodo di 18 mesi di un numero massimo di azioni ordinarie corrispondenti al 7% del capitale sociale. Le finalità dell'iniziativa comprendono:

- disporre di un portafoglio di azioni proprie da destinare a servizio di eventuali operazioni di carattere straordinario sul capitale o operazioni di finanziamento che implicino l'assegnazione o disposizione di azioni proprie;
- disporre di azioni proprie da destinare a servizio di piani di incentivazione azionaria riservati ad amministratori e/o manager e/o dipendenti della Società;
- intervenire, nel rispetto delle disposizioni vigenti e tramite intermediari, per stabilizzare il titolo e per regolarizzare l'andamento delle negoziazioni e dei corsi, a fronte di fenomeni distorsivi legati ad un eccesso di volatilità o una scarsa liquidità degli scambi;
- svolgere attività di sostegno della liquidità del mercato, ottimizzare la struttura del capitale, remunerare gli azionisti in particolari situazioni di mercato, il tutto nei limiti stabiliti dalla normativa vigente;
- cogliere opportunità di creazione di valore, nonché di efficiente impiego della liquidità in relazione all'andamento del mercato;
- per ogni finalità che le competenti Autorità dovessero qualificare come prassi di mercato ammesse ai sensi della applicabile disciplina europea e domestica, e con le modalità ivi stabilite, e, in ogni caso, perseguire le finalità consentite dalle vigenti disposizioni normative, incluse quelle contemplate dal Regolamento (UE) 596/2014, nonché, eventualmente, dalle prassi di mercato ammesse dalla CONSOB.

### *Linee di business*

La società offre ai propri clienti le seguenti tipologie di servizi:

- LinkedIn Top Page: fornitura ricorrente di servizi di consulenza professionale per l'ottimizzazione dell'uso della piattaforma LinkedIn e per la gestione delle pagine social di aziende e liberi professionisti.
- E-learning & Live Training: corsi di formazione online e in aula sulle tematiche legate al *social selling*. Il servizio di formazione online, svolto attraverso l'utilizzo di una piattaforma proprietaria di e-learning, oltre all'erogazione dei corsi, consente la registrazione di tutte le attività svolte per la documentazione e la rendicontazione delle attività formative. In tale voce sono ricompresi anche i ricavi direttamente connessi all'impiego della piattaforma e-learning da parte di società terze, ad esempio tramite lo sfruttamento di licenze relative ai materiali formativi ivi presenti. Il servizio di formazione live, erogato dal management di Execus e da formatori certificati del LinkedIn Instruct Program, prevede l'insegnamento finalizzato all'utilizzo delle tecniche di social selling all'interno dei processi di vendita attualmente in atto nelle aziende clienti.
- Green Web Meter: un'innovativa piattaforma tecnologica che permette di verificare la sostenibilità ESG delle pagine web grazie all'impiego dell'intelligenza artificiale. La piattaforma ha ricevuto, nel settembre 2024, la validazione scientifica della metodologia utilizzata attraverso la pubblicazione di un paper peer-reviewed su Sustainability, una rivista scientifica internazionale di riferimento per tematiche legate alla sostenibilità.
- Servizi offerti da Adasta Media: Adasta aiuta inserzionisti e brand a raggiungere i loro obiettivi proponendo soluzioni cross-platform, nell'ambito del Programmatic Advertising ma anche con l'ideazione di progetti speciali in sinergia con gli editori in esclusiva.
- Servizi offerti da Differens: Differens propone strategie digitali multicanali e offre corsi e-learning erogati attraverso la propria piattaforma Learning365, l'accesso alla quale verrà in futuro proposto in abbonamento. Inoltre, la società sta sviluppando una soluzione tecnologica, denominata Execus BI, da offrire con un modello di vendita SaaS. Si tratta di una piattaforma proprietaria di business intelligence per l'elaborazione e la ricerca dei dati. Nel dettaglio, Execus BI utilizzerà l'intelligenza artificiale e una fonte dati costantemente aggiornata per offrire soluzioni avanzate per aziende e liberi professionisti in chiave marketing e sales intelligence.

I prodotti di Execus S.p.A. sono venduti attraverso due canali di vendita, diretto e indiretto. Il canale di vendita indiretta era, in passato, il principale canale di vendita di Execus e risultava altamente dipendente da un solo distributore (primario operatore del settore ICT). Nel corso del 2024 questo distributore ha subito un cambio di proprietà, portando ad una rifocalizzazione strategica a scapito della divisione marketing, causando una contrazione significativa dei ricavi di vendita di Execus. Per contrastare questo effetto, Execus ha investito risorse nello sviluppo di un canale di vendita diretta, composto da una struttura commerciale direttamente gestita da Execus stessa. L'obiettivo del Gruppo è ora continuare a rafforzare e consolidare l'attività della propria struttura commerciale.



### *Strategie di crescita*

La società si pone quale obiettivo di crescita quello di rafforzare il proprio posizionamento competitivo nei mercati di riferimento, seguendo tre linee di sviluppo strategico predefinite:

- Espansione della rete commerciale (diretta): Execus ha creato un team commerciale guidato da manager con comprovata esperienza nel settore per guidare lo sviluppo della rete di vendita diretta. Nello specifico, sono già stati assunti quattro direttori di vendita mentre, nei prossimi 12 mesi, la società prevede l'ingresso di circa 50 agenti.
- Innovazione di prodotto: la società prevede un prossimo lancio di nuovi prodotti tecnologici, denominati Execus BI e Digital Echo, basati su funzioni avanzate di intelligenza artificiale. I nuovi prodotti sono progettati per un utilizzo frequente e dovrebbero generare ricavi ricorrenti con un'elevata redditività.
- Crescita per linee esterne: Execus persegue attivamente opportunità di crescita inorganica attraverso operazioni di M&A.

### Appendice 1: acquisizione di Differens

L'accordo quadro stipulato nel mese di novembre 2023 prevede un corrispettivo pari a €99 migliaia per l'acquisizione, da parte di Execus, di una partecipazione pari al 51% del capitale di Differens S.r.L. che potrà essere incrementato, al ricorrere di particolari presupposti, fino ad un importo di €450 migliaia.

Sia il corrispettivo base che l'eventuale corrispettivo aggiuntivo derivante dall'aggiustamento prezzo verranno corrisposti ai soci di Differens in azioni Execus per effetto della sottoscrizione del primo aumento di capitale.

Il primo aumento di capitale è stato suddiviso in due tranches:

- a) Una prima tranche, inscindibile, di euro €99.999, effettuata mediante l'emissione di massime n. 33.333 azioni Execus, sottoscritte entro il 31 dicembre 2023 mediante il conferimento in natura, da parte dei soci Differens, di una partecipazione in Differens pari al 51% del capitale della stessa.
- b) Una seconda tranche, scindibile, del controvalore di massimi €350.001, inclusivi di sovrapprezzo, mediante emissione di massime n. 116.667 azioni Execus da sottoscrivere entro il 30 settembre 2024 a seguito del raggiungimento, da parte di Differens, dei risultati prestabiliti in termini di Ebitda al 31 dicembre 2023. L'aumento di capitale riservato ai soci Differens è avvenuto nel mese di giugno 2024.

### Appendice 2: acquisizione di Adasta Media

L'accordo quadro stipulato nel novembre 2023 tra i soci di Adasta Media ed Execus prevede un corrispettivo per l'acquisizione, da parte di Execus, di una partecipazione pari al 51% del capitale di Adasta Media pari a €765 migliaia da corrisponderci:

- a) per €446.250 mediante la sottoscrizione di azioni Execus rivenienti dalla prima tranche del secondo aumento di capitale;
- b) per €318.750 in denaro.

Il secondo aumento di capitale è stato suddiviso in tre tranches:

- a) Una prima tranche, inscindibile, di €446.250, mediante l'emissione di massime 148.750 azioni Execus sottoscritte entro il 31 dicembre 2023 mediante il conferimento in natura di una partecipazione in Adasta pari al 25,50% del capitale della stessa.
- b) Una seconda tranche, scindibile, del controvalore di massimi €63.750 mediante l'emissione di massime n. 21.250 azioni Execus da sottoscrivere entro il 30 settembre 2024 a seguito del raggiungimento, da parte di Adasta, di risultati prestabiliti in termini di Ebitda al 31 dicembre 2023.
- c) Una terza tranche, del controvalore di massimi €159.999 mediante l'emissione di massime n. 53.333 azioni Execus da sottoscrivere entro il 30 settembre 2024 a seguito del raggiungimento, da parte di Adasta, di risultati prestabiliti in termini di posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2023.

Alla luce dei risultati conseguiti da Adasta Media al 31 dicembre 2023, i soci di Adasta hanno maturato il diritto ad ottenere, complessivamente, ulteriori €198.169,17 a titolo di aggiustamento prezzo (di cui €127.797,37 in denaro e €70.371,80 attraverso l'aumento di capitale riservato ai soci di Adasta). L'operazione è avvenuta nel mese di giugno 2024.

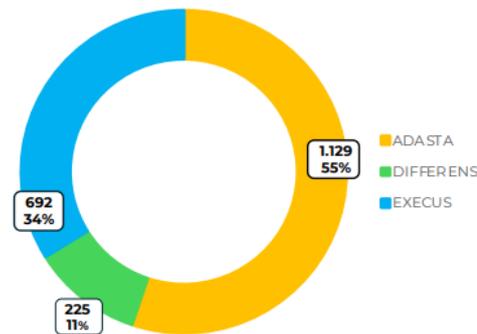
## Risultati al 30.06.2024

€/k	1H2024	1H2023	Var %	FY2024E
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.044	1.215	68,31	5.991
Incrementi di im. per lavori interni	26	-		-
Altri ricavi	86	13	561,54	31
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>2.157</b>	<b>1.228</b>	<b>75,62</b>	<b>6.022</b>
Materie prime	4	0		15
%	0,18	0,01		0,25
Servizi	1449,01	521,00	178,12	3.262
%	67,19	42,43		54,17
Godimento beni di terzi	62,93	36,35	73,13	87
%	2,92	2,96		1,45
Var. materie prime, sussidiarie e di consumo	0	0		0
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>641</b>	<b>670</b>	<b>-4,42</b>	<b>2.658</b>
%	29,72	54,60		44,13
Costo del lavoro	491,82	170,22	188,93	409
%	22,80	13,86		6,79
Oneri diversi di gestione	62,46	11,95	422,62	110
%	2,90	0,97		1,83
<b>EBITDA</b>	<b>87</b>	<b>488</b>	<b>-82,27</b>	<b>2.138</b>
%	4,02	39,77		35,51
Ammortamenti e svalutazioni	278,19	124,77	122,97	529
<b>EBIT</b>	<b>-192</b>	<b>364</b>		<b>1.609</b>
%	n.a.	29,61		26,72
Oneri (proventi) finanziari	44,15	4,69	841,52	22
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	<b>-236</b>	<b>359</b>		<b>1.587</b>
%	n.a.	29,22		26,35
Imposte	-15	102		555
Tax rate (%)	n.a.	28,32		35,00
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>-221</b>	<b>257</b>		<b>1.032</b>
Minorities	50	0		0
<b>RISULTATO NETTO DI GRUPPO</b>	<b>-271</b>	<b>257</b>		<b>1.032</b>
%	n.a.	20,95		17,13
Cash Flow	7	382		1.561
PFN	618	566*		2.584
Patrimonio netto	3.149	3.091*		4.122

Fonte: Execus; Stime: Banca Finnat; (\*) dati al 31.12.2023

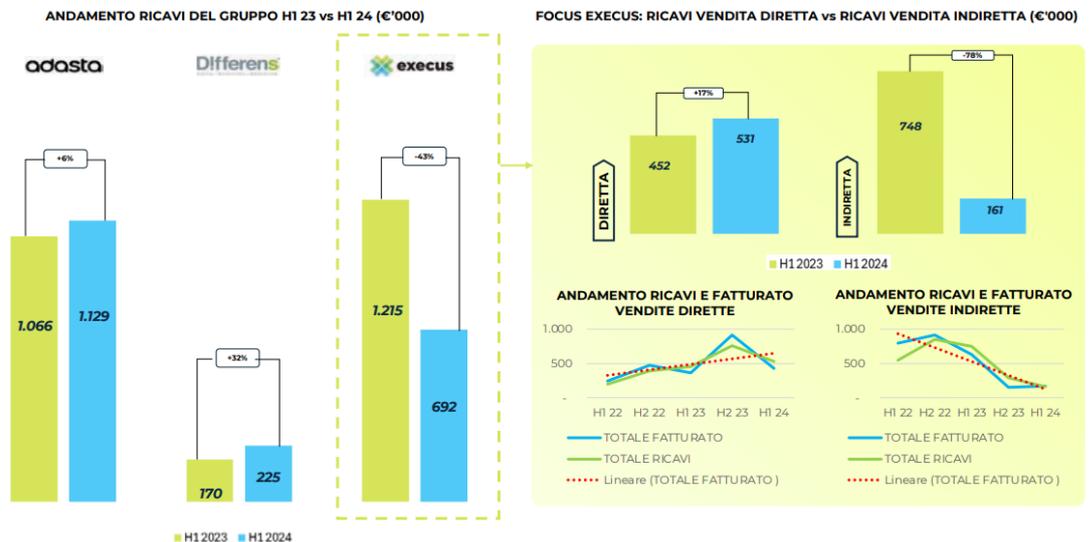
A consuntivo del primo semestre 2024, il gruppo Execus ha registrato ricavi netti per €2,0 milioni, con un incremento annuo del 68,3% rispetto a €1,2 milioni al 30.06.2023. Tale aumento non è pur tuttavia il risultato di una crescita organica bensì dovuto al diverso perimetro di consolidamento in forza delle acquisizioni delle società Adasta e Differens, avvenute a dicembre 2023, le quali hanno contribuito al 66% dei ricavi del semestre.

Ricavi delle vendite H1 24



Fonte: Execus

Isolando, infatti, l'andamento della sola Execus si evidenzia un decremento dei ricavi anno su anno del 43%, da €1,2 milioni a €692 migliaia. Tale diminuzione è riconducibile ad un trend negativo delle vendite indirette, fortemente dipendenti da un solo distributore, risultate in calo del 78% rispetto al 30.06.2023, da €748 migliaia a €161 migliaia.



Fonte: Execus

La struttura dei costi operativi ha risentito dell'impatto delle acquisizioni a causa dell'aumento della spesa per servizi da €521 migliaia a giugno 2023 a €1,4 milioni e dell'incremento annuo del costo del personale (+189%) a seguito di nuove assunzioni nei team di Adasta e Differens e del rafforzamento della rete di vendita (diretta). Tali elementi, insieme al calo dei ricavi imputabili a Execus, hanno influenzato negativamente il margine operativo lordo (Ebitda), diminuito dell'82,3% rispetto al primo semestre 2023 e attestatosi a €87 migliaia dai precedenti €488 migliaia, per una redditività drasticamente ridotta dal 39,8% al 4,0%.



Il forte ridimensionamento del margine lordo e maggiori ammortamenti (+123%), legati all'incremento delle immobilizzazioni rispetto al precedente semestre, hanno prodotto una perdita operativa netta (Ebit) di €192 migliaia rispetto al profitto operativo di €364 migliaia al 30.06.2023.

Execus ha così chiuso il primo semestre 2024 con una perdita netta (di Gruppo) pari a €271 migliaia rispetto all'utile netto (di Gruppo) per €257 migliaia registrato al 30.06.2023.

Nonostante la perdita di periodo, il patrimonio netto si è attestato a €3,1 milioni, sostanzialmente in linea con quanto registrato a consuntivo 2023 mentre la posizione finanziaria netta è positiva (cassa) per €618 migliaia rispetto a €566 migliaia a consuntivo 2023.

## Outlook 2024-2027

### Old Estimates

EUR (K)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	CAGR 23/27
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.415	2.254	5.991	6.326	6.810	8.433	39,07
Altri ricavi	90	35	31	31	31	0	-100,00
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>2.504</b>	<b>2.289</b>	<b>6.022</b>	<b>6.358</b>	<b>6.841</b>	<b>8.433</b>	38,54
Materie prime	13	0	15	16	17	21	450,24
%	0,51	0,00	0,25	0,25	0,25	0,25	
Servizi	970	1.195	3.262	3.418	3.607	4.217	37,05
%	38,74	52,22	54,17	53,76	52,72	50,00	
Godimento beni di terzi	23	80	87	65	72	89	2,83
%	0,91	3,49	1,45	1,02	1,05	1,06	
Var. materie prime, sussidiarie e di consumo	-10	1	0	0	0	0	-100,00
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>1.508</b>	<b>1.013</b>	<b>2.658</b>	<b>2.859</b>	<b>3.146</b>	<b>4.106</b>	41,90
%	60,22	44,24	44,13	44,96	45,98	48,69	
Costo del lavoro	290	356	409	450	495	544	11,23
%	11,59	15,54	6,79	7,08	7,24	6,46	
Oneri diversi di gestione	46	42	110	116	125	154	38,29
%	1,82	1,84	1,83	1,83	1,83	1,83	
<b>EBITDA</b>	<b>1.172</b>	<b>615</b>	<b>2.138</b>	<b>2.292</b>	<b>2.526</b>	<b>3.407</b>	53,44
%	46,82	26,86	35,51	36,05	36,92	40,40	
Ammortamenti e svalutazioni	249	472	529	581	638	701	10,40
<b>EBIT</b>	<b>924</b>	<b>143</b>	<b>1.609</b>	<b>1.711</b>	<b>1.887</b>	<b>2.706</b>	108,70
%	36,89	6,23	26,72	26,91	27,59	32,09	
Oneri (proventi) finanziari	3	0	22	18	18	18	
Rettifiche di valore	0	0	0	0	0	0	
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	<b>926</b>	<b>143</b>	<b>1.587</b>	<b>1.693</b>	<b>1.869</b>	<b>2.688</b>	108,30
%	36,99	6,24	26,35	26,63	27,32	31,87	
Imposte	236	93	555	592	654	941	78,38
Tax rate (%)	25,48	0,65	0,35	0,35	0,35	0,35	
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>690</b>	<b>50</b>	<b>1.032</b>	<b>1.100</b>	<b>1.215</b>	<b>1.747</b>	
%	27,56	2,18	17,13	17,31	17,76	20,72	
Minorities	0	0	0	0	0	0	
<b>RISULTATO NETTO DI GRUPPO</b>	<b>690</b>	<b>50</b>	<b>1.032</b>	<b>1.100</b>	<b>1.215</b>	<b>1.747</b>	143,32
%	27,56	2,18	17,13	17,31	17,76	20,72	
Cash Flow	939	522	1.561	1.682	1.853	2.448	
Disponibilità liquide	989,72	1.506,92	2.767,46	4.191,78	5.722,66	8.323,81	
PFN	520	566	2.584	4.130	5.643	8.294	
Patrimonio netto	1.197	3.091	4.122	5.223	6.437	8.185	
CIN	677	2.525	1.538	1.092	795	-109	
NWC	206	548	419	408	601	252	
Capex	0	2.218	150	150	150	150	
ROI	136,4	5,7	104,6	156,7	237,5	n.a.	
ROE	57,7	1,8	27,3	22,5	19,9	22,3	

Fonte: Execus; Stime: Banca Finnat

*New Estimates*

EUR (K)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	CAGR 23/27
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.415	2.254	4.185	5.399	6.977	8.737	40,31
Altri ricavi	90	35	169	96	99	101	30,72
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>2.504</b>	<b>2.289</b>	<b>4.354</b>	<b>5.495</b>	<b>7.076</b>	<b>8.838</b>	<b>40,18</b>
Materie prime	13	0	11	14	18	22	456,73
%	0,51	0,00	0,25	0,25	0,25	0,25	
Servizi	970	1.195	3.483	3.571	4.387	5.215	44,52
%	38,74	52,22	80,00	65,00	62,00	59,00	
Godimento beni di terzi	23	80	87	65	72	88	2,54
%	0,91	3,49	2,01	1,18	1,01	1,00	
Var. materie prime, sussidiarie e di consumo	-10	1	0	0	0	0	
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>1.508</b>	<b>1.013</b>	<b>772</b>	<b>1.844</b>	<b>2.599</b>	<b>3.513</b>	<b>36,48</b>
%	60,22	44,24	17,74	33,57	36,74	39,75	
Costo del lavoro	290	356	885	1.500	1.750	2.121	56,27
%	11,59	15,54	20,33	27,30	24,73	24,00	
Oneri diversi di gestione	46	42	80	101	129	162	39,92
%	1,82	1,84	1,83	1,83	1,83	1,83	
<b>EBITDA</b>	<b>1.172</b>	<b>615</b>	<b>-192</b>	<b>244</b>	<b>720</b>	<b>1.230</b>	<b>18,94</b>
%	46,82	26,86	n.a.	4,44	10,17	13,92	
Ammortamenti e svalutazioni	249	472	498	520	546	572	4,93
<b>EBIT</b>	<b>924</b>	<b>143</b>	<b>-690</b>	<b>-276</b>	<b>174</b>	<b>658</b>	<b>46,55</b>
%	36,89	6,23	n.a.	n.a.	2,46	7,45	
Oneri (proventi) finanziari	3	0	22	18	18	18	
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	<b>926</b>	<b>143</b>	<b>-712</b>	<b>-294</b>	<b>156</b>	<b>640</b>	<b>45,50</b>
%	36,99	6,24	n.a.	n.a.	2,21	7,24	
Imposte	236	93	249	103	55	224	24,60
Tax rate (%)	25,48	65,08	-	-	35,00	35,00	
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>690</b>	<b>50</b>	<b>-463</b>	<b>-191</b>	<b>101</b>	<b>416</b>	<b>69,95</b>
Minorities	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>RISULTATO NETTO DI GRUPPO</b>	<b>690</b>	<b>50</b>	<b>-463</b>	<b>-191</b>	<b>101</b>	<b>416</b>	<b>69,95</b>
%	27,56	2,18	n.a.	n.a.	1,43	4,71	
Cash Flow	939	522	35	329	647	988	
Disponibilità liquide	990	1.507	975	1.289	1.945	2.820	
PFN	520	566	796	1.233	1.869	2.795	
Patrimonio netto	1.197	3.091	2.907	2.716	2.817	3.233	
CIN	677	2.525	2.111	1.483	948	438	
NWC	206	548	155	-100	-237	-321	
Capex	0	2.218	480	150	150	150	
ROI	136,4	5,7	n.a.	n.a.	18,4	150,2	
ROE	57,7	1,8	n.a.	n.a.	4,1	14,4	

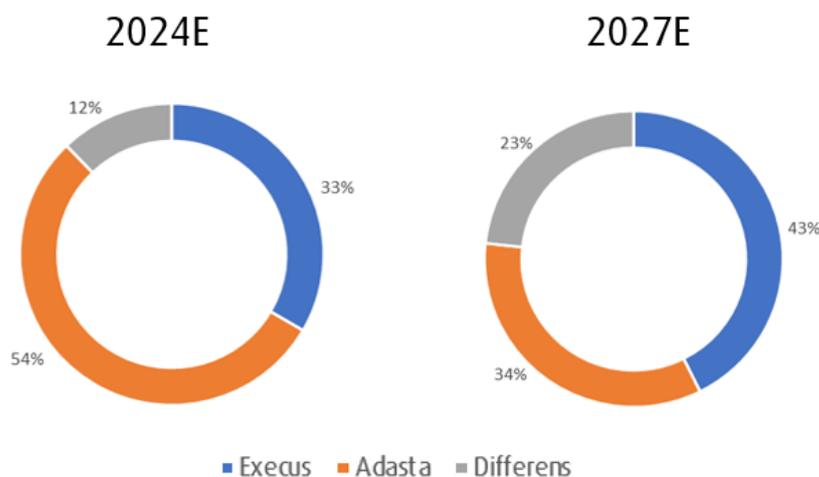
Fonte: Execus; Stime: Banca Finnat

Alla luce dei risultati semestrali 2024 e considerando il ridotto apporto del principale contratto di distribuzione nell'ambito della rete di vendita indiretta, con conseguente necessità di rafforzare e potenziare la rete di vendita propria (che produrrà effetti positivi nel medio-lungo termine), abbiamo rivisto al ribasso le nostre precedenti stime per il periodo 2024-2027.

Stimiamo ora che i ricavi di vendita possano passare da €2,2 milioni conseguiti a consuntivo 2023 a €4,2 milioni previsti a fine 2024 (da €6,0 milioni della nostra precedente stima) per giungere a €7,0 milioni a fine 2026 e a €8,7 milioni a consuntivo 2027, per un CAGR 2023-2027 del 40,3%. Tale andamento è riconducibile all'impatto positivo della nuova rete di vendita nel medio-lungo termine.

Nello specifico, stimiamo, a consuntivo 2024, una riduzione del peso dei ricavi attribuibili alla sola Execus. Tale andamento è riconducibile a: i) la brusca frenata (-43% anno su anno) registrata da tale linea durante il primo semestre 2024; ii) l'incremento dei ricavi delle neoacquisite Adasta e Differens. Ciononostante, assumiamo che i ricavi di Execus possano riacquisire una maggior centralità nel corso del successivo triennio 2025-2027 beneficiando della strategia di rafforzamento della rete commerciale delineata dal management e, dunque, di un aumento dei ricavi diretti.

### Ricavi – Breakdown per linea di business (K €)



Stime: Banca Finnat

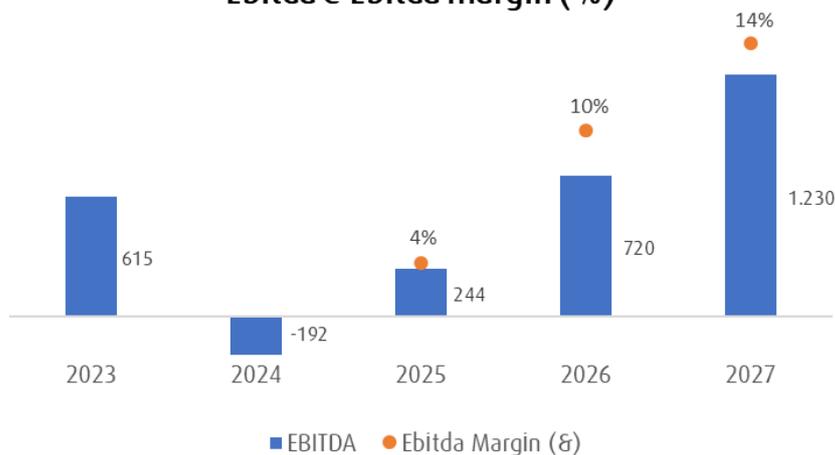
Il valore della produzione dovrebbe così passare da €2,3 milioni registrati a consuntivo 2023 a €4,3 milioni nel 2024, a €7,1 milioni nel 2026, fino al raggiungimento di €8,8 milioni a fine 2027 per un CAGR 2023-2027 del 40,2%.

Prevediamo una crescita progressiva dei costi per servizi da €3,5 milioni stimati a fine 2024 (€1,2 milioni a consuntivo 2023) a €5,2 milioni attesi nel 2027. Tale incremento è riconducibile alla scelta strategica del management di rafforzare la rete di vendita diretta inserendo nuove figure commerciali e, quindi, alle maggiori provvigioni passive attese.

I costi del personale, a causa dell'inserimento di nuove figure manageriali, dovrebbero aumentare ad un tasso di crescita media annua del 56,3%, passando da €885 migliaia attesi a fine 2024 fino a €2,12 milioni stimati a consuntivo 2027.

L'aumento dei suddetti costi operativi è destinato a determinare una perdita operativa lorda (Ebitda) pari a €192 migliaia a consuntivo 2024 (da un risultato operativo lordo positivo pari a €615 migliaia conseguito al 31 dicembre 2023 e rispetto a €2,14 milioni di profitto operativo lordo atteso sulla base della nostra precedente stima) per poi attestarsi, positivo, a €244 migliaia nel 2025 (rispetto a €2,3 milioni da noi precedentemente stimati) e giungere a €1,2 milioni nel 2027, rispetto a €3,4 milioni in precedenza stimati, con una marginalità attesa in crescita dal 4,4% a fine 2025 al 13,9% nel 2027.

### Ebitda e Ebitda margin (%)



Stime: Banca Finnat

In merito al risultato operativo netto (Ebit), quest'ultimo lo stimiamo ora in perdita per €690 migliaia a consuntivo 2024, rispetto a un profitto operativo netto in precedenza stimato a €1,6 milioni, sempre in perdita per €276 migliaia anche nel 2025 (da un profitto in precedenza stimato pari a €1,7 milioni) per giungere a €658 migliaia a fine 2027 (da una precedente stima pari a €2,7 milioni).

Il risultato netto di Gruppo lo stimiamo ora in perdita per €463 migliaia a consuntivo 2024, da un utile in precedenza stimato a €1,0 milione, in perdita per €191 migliaia nel 2025, da una stima in precedenza formulata positiva per €1,1 milioni, per giungere, a consuntivo 2027, ad un risultato netto positivo pari a €416 migliaia rispetto a €1,7 milioni a suo tempo preventivati.

La posizione finanziaria netta dovrebbe rimanere positiva (cassa) durante l'intero arco di piano, passando da €796 migliaia attesi a consuntivo 2024 a €2,8 milioni nel 2027 con un patrimonio netto a €2,9 milioni stimati a fine 2024 e a €3,2 milioni nel 2027.

## Valuation

Ai fini della valutazione abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2024/2027. Il tasso di crescita perpetua lo manteniamo invariato e pari all'1% ed il WACC è stato determinato al 12,18% (precedente 12,38%) in funzione di un Risk Free Rate al 3,60% (precedente 3,80%), un Coefficiente Beta pari allo 0,88 (fonte: Damodaran, settore: "Business & Consumer Services" europeo, campione composto da 194 società) e un Market Risk Premium rimasto immutato al 9,75%. Otteniamo un Enterprise Value pari a € 7,0 milioni ed un valore ad **equity** pari a **€1,5/azione** (precedente €3,7/azione), tenuto conto dei proceeds relativi all'aumento di capitale avvenuto in data 8 luglio 2024. La nostra raccomandazione permane di **acquisto (BUY)**.

### CASH FLOW MODEL (K €)

	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	-690	-276	174	658
Tax rate	0,0	0,0	35,0	35,0
NOPAT	-690	-276	113	428
D&A	498	520	546	572
Capex	480	150	150	150
CNWC	-393	-255	-137	-84
FOCF	-279	348	646	934

Stime: Banca Finnat

### DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,0
WACC (%)	12,18
Discounted Terminal Value	5.861
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	1.182
Enterprise Value	7.043
Net financial position as of 30/06/2024	618
Proceeds from July 2024 capital increase	1.799
<b>Equity Value</b>	<b>9.460</b>
Nr. Shares (x)	6.402.207
<b>Value per share (€)</b>	<b>1,5</b>

Stime: Banca Finnat

### WACC Calculation (%)

Risk free rate	3,6
Market risk premium	9,75
Beta (x)	0,88
Cost of Equity	12,18
<b>WACC</b>	<b>12,18</b>

Stime: Banca Finnat

### TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLE VALUATION

	2024E	2025E	2026E	2027E
P/E	n.a.	n.a.	94,6	23,1
P/BV	3,3	3,5	3,4	3,0
P/CF	274,6	29,2	14,8	9,7
EV/SALES	2,1	1,6	1,1	0,8
EV/EBITDA	n.a.	34,3	10,7	5,5
EV/EBIT	n.a.	n.a.	44,4	10,3

Stime: Banca Finnat

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

Date	Rating	Target Price	Market Price
11.07.2024	Buy	3,70 €	1,88 €
26.04.2024	Buy	4,10 €	2,18 €

**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****30/09/2024**

N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 32	BUY	HOLD	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	81%	3%	10%	6%
Percentuali di società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	100%	100%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Valore della produzione</b>	<b>2.504</b>	<b>2.289</b>	<b>4.354</b>	<b>5.495</b>	<b>7.076</b>	<b>8.838</b>
Materie prime	13	0	11	14	18	22
Servizi	970	1.195	3.483	3.571	4.387	5.215
Beni di terzi	23	80	87	65	72	88
Variazione rimanenze di materie prime	-10	1	-	-	-	-
<b>Valore Aggiunto</b>	<b>1.508</b>	<b>1.013</b>	<b>772</b>	<b>1.844</b>	<b>2.599</b>	<b>3.513</b>
Costo del lavoro	290	356	885	1.500	1.750	2.121
Oneri diversi di gestione	46	42	80	101	129	162
<b>EBITDA</b>	<b>1.172</b>	<b>615</b>	<b>-192</b>	<b>244</b>	<b>720</b>	<b>1.230</b>
Ammortamenti & Svalutazioni	249	472	498	520	546	572
<b>EBIT</b>	<b>924</b>	<b>143</b>	<b>-690</b>	<b>-276</b>	<b>174</b>	<b>658</b>
Oneri (Proventi) finanziari	3	0	22	18	18	18
Rettifiche di attività finanziarie	0	0	0	0	0	0
<b>Utile Ante Imposte</b>	<b>926</b>	<b>143</b>	<b>-712</b>	<b>-294</b>	<b>156</b>	<b>640</b>
Imposte	236	93	249	103	55	224
Tax-rate (%)	25,48	65,08	0,00	0,00	35,00	35,00
<b>Risultato Netto</b>	<b>690</b>	<b>50</b>	<b>-463</b>	<b>-191</b>	<b>101</b>	<b>416</b>
<b>RISULTATO NETTO DI GRUPPO</b>	<b>690</b>	<b>50</b>	<b>-463</b>	<b>-191</b>	<b>101</b>	<b>416</b>
Cash Flow	939	522	35	329	647	988
BALANCE SHEET (Eur k)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Patrimonio Netto di Gruppo	1.197	2.750	2.566	2.375	2.476	2.892
Totale Patrimonio Netto	1.197	3.091	2.907	2.716	2.817	3.233
PFN	520	566	796	1.233	1.869	2.795
CIN	677	2.525	2.111	1.483	948	438
FINANCIAL RATIOS (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>EBITDA margin</b>	46,82	26,86	n.a.	4,44	10,17	13,92
<b>EBIT margin</b>	36,89	6,23	n.a.	n.a.	2,46	7,45
<b>Net margin</b>	27,56	2,18	n.a.	n.a.	1,43	4,71
<b>ROI</b>	136,41	5,65	n.a.	n.a.	18,39	150,18
<b>ROE</b>	57,66	1,81	n.a.	n.a.	4,10	14,38
GROWTH (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Value of Production	-	-8,59	90,20	26,20	28,78	24,91
EBITDA	-	-47,56	n.a.	n.a.	195,37	70,92
EBIT	-	-84,56	n.a.	n.a.	n.a.	277,50
Net Profit	-	-92,78	n.a.	n.a.	n.a.	309,82
Cash Flow	-	-44,41	-93,30	839,42	96,90	52,74
VALUATION METRICS	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
EPS	0,11	0,01	n.a.	n.a.	0,02	0,06
CFPS	0,15	0,08	0,01	0,05	0,10	0,15
BVPS	0,19	0,48	0,45	0,42	0,44	0,50
P/E	8,72	120,72	n.a.	n.a.	59,30	14,47
P/CF	6,41	11,53	172,06	18,32	9,30	6,09
P/BV	5,03	1,95	2,07	2,22	2,14	1,86
EV/SALES	2,28	2,42	1,25	0,89	0,59	0,37
EV/EBITDA	4,69	8,87	n.a.	19,64	5,76	2,62
EV/EBIT	5,95	38,22	n.a.	n.a.	23,80	4,90

Fonte: Execus; Stime: Banca Finnat

## DISCLAIMER

### *Informazioni generali*

La ricerca è stata preparata da **Donatella Dragas**, 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>8</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>8</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, purtuttavia, 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>(9)</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>9</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;
- 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 36% è rappresentato da donne mentre tra i collaboratori esterni il 71% sono donne. Inoltre, un dirigente su tre è di sesso femminile;
- vengono garantiti la modalità 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. È stata rinnovata fino al 2025;
- 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;

- 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 per le sessioni di Personal Branding e Social Attitude. Inoltre, Execus ha attivato stage curriculari 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. 22.*

*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.*