

RACCOMANDAZIONE
BUY (da BUY)
Target Price
€1,9 (da €1,5)

Execus S.p.A.

Settore: Social Selling
Codice negoziazione Bloomberg: EXEC IM
Mercato: Euronext Growth Milan
Prezzo al 13/02/2025
1,30 € (price at market close)
Capitalizzazione di Borsa: 8.868.323 €
Numero di azioni: 6.769.787[^]
Patrimonio netto al 30.06.2024: 3.148.796 €
Outstanding warrants (1:2): 558.000

[^] Al netto delle azioni proprie

Data ed ora
di produzione:
14.02.2025 ore 09:45
Data ed ora
di prima diffusione:
14.02.2025 ore 10:30
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

▪ 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 nei settori del *digital marketing*, dell'*ad-tech* e del *social selling*.

▪ In data 31.01.25 Execus ha comunicato al mercato il *closing* dell'operazione di acquisizione del 51% del capitale della società ZCA Digital S.r.l. (ZCA), una PMI innovativa che progetta, gestisce e sviluppa soluzioni tecnologiche per le imprese negli ambiti *customer care*, *cyber security* e *cloud*.

▪ Le sinergie attese dall'operazione riguardano: i) l'incremento dei ricavi attesi attraverso la distribuzione dei prodotti ZCA; ii) la condivisione di competenze tecniche e digitali; iii) la possibilità di offrire nuovi prodotti coerenti con il posizionamento *martech* del Gruppo.

La struttura dell'operazione ha previsto un aumento di capitale a pagamento con esclusione del diritto di opzione, riservato ai soci ZCA per un controvalore (incl. di sovrapprezzo) di €2,295 milioni suddiviso in due *tranches*: i) un aumento di capitale sociale a pagamento, inscindibile, del controvalore di €600 migliaia (incl. di sovrapprezzo) da liberarsi mediante conferimento in natura del 51% delle partecipazioni in ZCA ed eseguito in data 31.01.25 con la contestuale emissione di n. 419.580 nuove azioni (al prezzo di sottoscrizione di €1,43 per azione, incl. di sovrapprezzo); ii) un aumento di capitale sociale a pagamento, scindibile, per massimi €1,695 milioni (incl. di sovrapprezzo) da sottoscrivere entro il 30.09.26. L'ammontare di quest'ultimo dipenderà dai meccanismi di aggiustamento prezzo previsti dalle parti mentre il numero delle azioni emesse dipenderà dal prezzo di sottoscrizione delle stesse.

▪ Alla luce dell'acquisizione di ZCA, che riteniamo possa contribuire positivamente, a partire dall'esercizio 2025, ai ricavi del Gruppo, abbiamo rivisto al rialzo le nostre stime per il periodo 2024-28. Stimiamo ora che i ricavi di vendita possano attestarsi a €4,5 milioni a consuntivo 2024, dai €4,2 milioni precedentemente stimati, per giungere a €8,3 milioni a fine 2025 (dai precedenti €5,4 milioni stimati) e a €13,6 milioni a consuntivo 2028. Il margine operativo lordo (Ebitda) dovrebbe attestarsi a €262 migliaia a consuntivo 2024 (da un Ebitda stimato in precedenza negativo per €192 migliaia), per giungere ad un valore di €786 migliaia a fine 2025 (superiore rispetto alle nostre precedenti previsioni di €244 migliaia) e attestarsi a €2,3 milioni a fine 2028. Il Gruppo dovrebbe così chiudere l'esercizio 2024 con una perdita di €299 migliaia (da una perdita in precedenza attesa pari a €463 migliaia), il consuntivo 2025 con un utile prospettico pari a €83 migliaia (da una perdita in precedenza stimata pari a €191 migliaia) mentre prevediamo un utile di €1,1 milioni a fine arco di piano.

▪ Ritenendo che l'operazione possa creare valore per il Gruppo, confermiamo la raccomandazione di acquisto sul titolo incrementando il nostro *target price* a €1,9/azione (dal precedente €1,5/azione).

KEY FINANCIALS (k €)

Anno al 31/12	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.254	4.500	8.265	10.699	12.988	13.626
Valore della produzione	2.289	4.680	8.361	10.798	13.089	13.727
EBITDA	615	262	786	1.267	2.044	2.353
EBIT	143	-261	146	607	1.364	1.718
Risultato netto di Gruppo	50	-299	83	383	875	1.105
PFN	566	871	1.451	2.345	3.742	5.314
Patrimonio netto	3.091	3.071	3.754	4.137	5.012	6.116

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 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*.

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, sia 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.

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

In data 20 dicembre 2025 Execus ha comunicato di aver sottoscritto una lettera d'intenti, 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

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. 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.

La nuova struttura del Gruppo

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

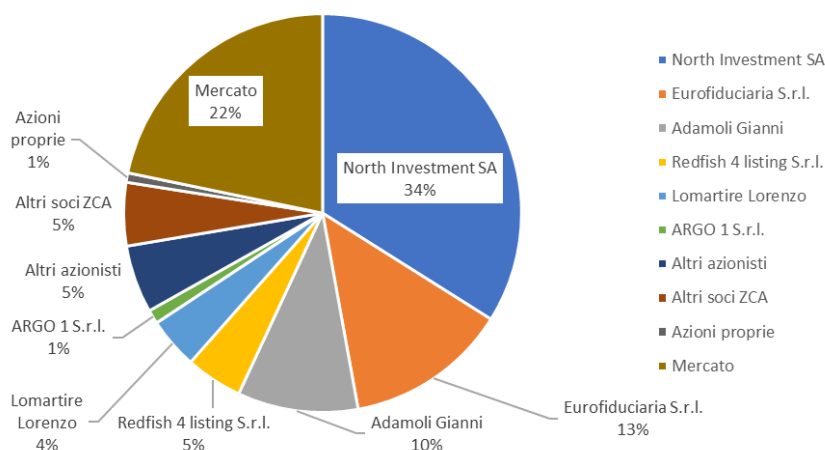


All'interno della struttura del Gruppo non è più presente la controllata svizzera Execus SA. Quest'ultima, infatti, è stata messa in liquidazione a Dicembre 2024.

Azionariato

A seguito 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 *

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*.

* 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

Outlook 2024-2028

Old 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
VALORE DELLA PRODUZIONE	2.504	2.289	4.354	5.495	7.076	8.838	40,18
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	
VALORE AGGIUNTO	1.508	1.013	772	1.844	2.599	3.513	36,48
%	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	
EBITDA	1.172	615	-192	244	720	1.230	18,94
%	46,82	26,86	n.a.	4,44	10,17	13,92	
Ammortamenti e svalutazioni	249	472	498	520	546	572	4,93
EBIT	924	143	-690	-276	174	658	46,55
%	36,89	6,23	n.a.	n.a.	2,46	7,45	
Oneri (proventi) finanziari	3	0	22	18	18	18	
UTILE ANTE IMPOSTE	926	143	-712	-294	156	640	45,50
%	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	
RISULTATO NETTO	690	50	-463	-191	101	416	69,95
Minorities	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	690	50	-463	-191	101	416	69,95
%	27,56	2,18	n.a.	n.a.	1,43	4,71	
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	
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 al 28.10.2024

New Estimates

EUR (K)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR 23/28
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.254	4.500	8.265	10.699	12.988	13.626	43,31
Altri ricavi	35	180	96	99	101	101	23,90
VALORE DELLA PRODUZIONE	2.289	4.680	8.361	10.798	13.089	13.727	43,08
Materie prime	0	11	239	331	382	375	595,76
%	0,00	0,23	2,86	3,07	2,92	2,73	
Servizi	1.195	3.250	4.696	5.954	7.015	7.069	42,68
%	52,22	69,44	56,17	55,14	53,59	51,50	
Godimento beni di terzi	80	87	65	72	88	90	2,43
%	3,49	1,87	0,78	0,66	0,68	0,66	
Var. materie prime, sussidiarie e di consumo	1	0	0	0	0	0	
VALORE AGGIUNTO	1.013	1.332	3.361	4.441	5.604	6.193	43,64
%	44,24	28,45	40,20	41,13	42,82	45,11	
Costo del lavoro	356	870	2.500	3.054	3.440	3.700	59,74
%	15,54	18,59	29,90	28,28	26,28	26,95	
Oneri diversi di gestione	42	200	75	120	120	140	27,11
%	1,84	4,27	0,90	1,11	0,92	1,02	
EBITDA	615	262	786	1.267	2.044	2.353	30,79
%	26,86	5,59	9,40	11,73	15,62	17,14	
Ammortamenti e svalutazioni	472	523	640	660	680	635	6,11
EBIT	143	-261	146	607	1.364	1.718	64,49
%	6,23	n.a.	1,75	5,62	10,42	12,51	
Oneri (proventi) finanziari	0	-150	-18	-18	-18	-18	
UTILE ANTE IMPOSTE	143	-411	128	589	1.346	1.700	64,11
%	6,24	n.a.	1,53	5,45	10,28	12,38	
Imposte	93	-112	45	206	471	595	
Tax rate (%)	65,09	-	35,00	35,00	35,00	35,00	
RISULTATO NETTO	50	-299	83	383	875	1.105	85,83
Minorities	0	0	0	0	0	0	
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	50	-299	83	383	875	1.105	85,83
%	2,18	n.a.	0,99	3,55	6,68	8,05	
Cash Flow	522	224	723	1.043	1.555	1.740	
PFN	566	871	1.451	2.345	3.742	5.314	
Patrimonio netto	3.091	3.071	3.754	4.137	5.012	6.116	
CIN	2.525	2.200	2.302	1.791	1.270	803	
NWC	549	245	120	7	-90	-180	
Capex	2.231	505	870	265	258	260	
ROI	5,6	n.a.	6,3	33,9	107,5	214,0	
ROE	1,6	-9,7	2,2	9,3	17,5	18,1	

Fonte: Execus; Stime: Banca Finnat



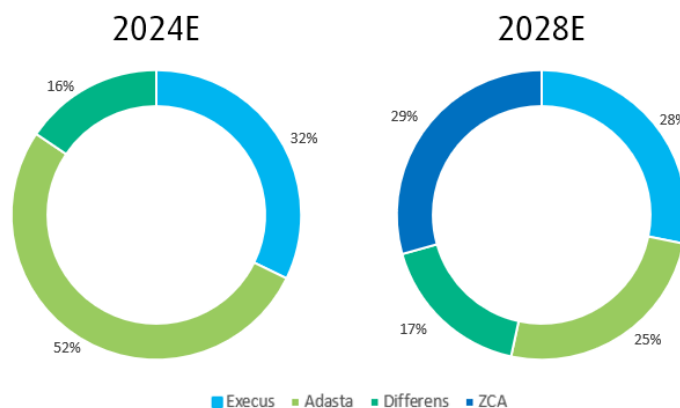
Alla luce dell'acquisizione del 51% di ZCA Digital S.r.l., che riteniamo possa contribuire positivamente, a partire dall'esercizio 2025, ai ricavi del Gruppo, abbiamo rivisto al rialzo le nostre stime per il periodo 2024-2028.

A partire dall'esercizio 2025 le stime sono state formulate considerando l'integrazione di ZCA e, quindi, su un perimetro di consolidamento che differisce sia dalle stime precedentemente formulate che dai risultati stimati per il 2024. Con riferimento a questi ultimi, invece, le stime recepiscono, ora, la messa in liquidazione della controllata Execus SA non più presente nel perimetro di consolidamento.

Stimiamo ora che i ricavi di vendita possano passare da €2,2 milioni conseguiti a consuntivo 2023 a €4,5 milioni previsti a fine 2024 (da €4,2 milioni della nostra precedente stima) per giungere a €8,3 milioni a fine 2025 (dai precedenti €5,4 milioni stimati) e attestarsi a 13,6 milioni a consuntivo 2028 per un CAGR 2023-2028 del 43,3%.

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.

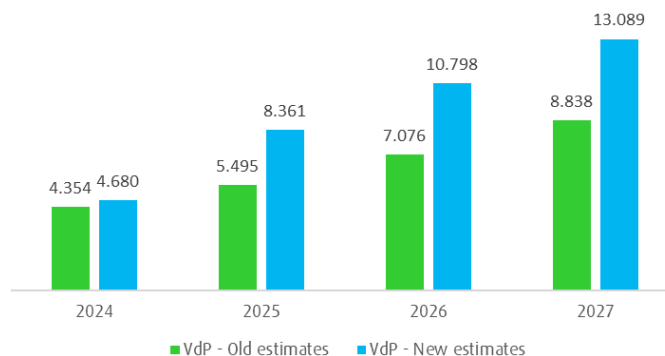
Ricavi – Breakdown per linea di business (%)



Stime: Banca Finnat

Il valore della produzione dovrebbe così passare da €2,3 milioni registrati a consuntivo 2023 a €4,7 milioni nel 2024, a €8,4 milioni nel 2025, fino al raggiungimento di €13,7 milioni a fine 2028 per un CAGR 2023-2028 del 43,1%.

VdP - New vs Old estimates (€ k)



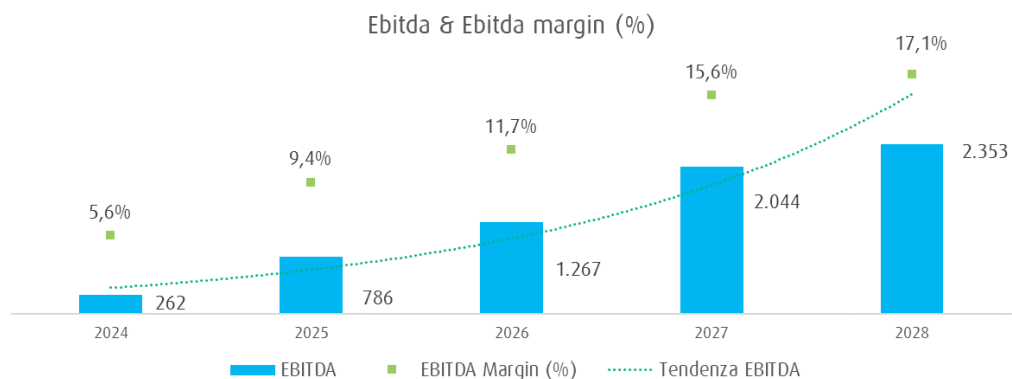
Stime: Banca Finnat



Prevediamo una crescita progressiva dei costi per servizi da €3,2 milioni stimati a fine 2024 (€1,2 milioni a consuntivo 2023) a €4,7 milioni a fine 2025, 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 59,7%, passando da €870 migliaia attesi a fine 2024, a €2,5 milioni a consuntivo 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 €262 migliaia a consuntivo 2024 (da un margine operativo lordo pari a €615 migliaia conseguito al 31 dicembre 2023 e rispetto ad un margine operativo lordo negativo precedentemente stimato a €192 migliaia per fine 2024), a €786 migliaia nel 2025 (rispetto a €244 migliaia da noi precedentemente stimati) per giungere a €2,0 milioni a fine 2027 e a €2,3 milioni nel 2028 per una marginalità attesa in crescita dal 5,6% a fine 2024 al 17,1% nel 2028.

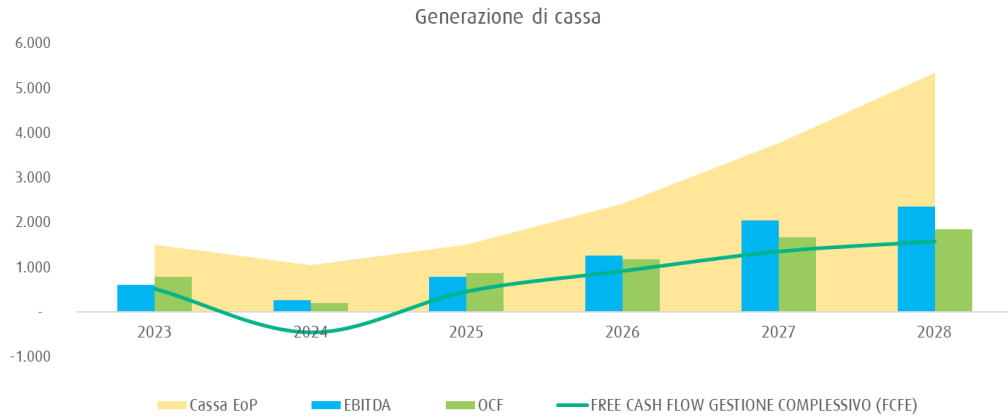


Stime: Banca Finnat

In merito al risultato operativo netto (Ebit), quest'ultimo lo stimiamo ora in perdita per €261 migliaia a consuntivo 2024, rispetto a un perdita operativa netta in precedenza stimata per €690 migliaia, positivo per €146 migliaia nel 2025 (da una perdita operativa in precedenza stimata pari a €276 migliaia) per giungere ad un profitto operativo pari a €1,4 milioni a fine 2027 (da una precedente stima pari a €658 migliaia) e a €1,7 milioni a consuntivo 2028.

Il risultato netto di Gruppo lo stimiamo ora in perdita per €299 migliaia a consuntivo 2024, da un perdita in precedenza stimata pari a €463 migliaia, in utile per €83 migliaia nel 2025, da una stima in precedenza formulata negativa per €191 migliaia, per giungere, a consuntivo 2027, ad un risultato netto positivo pari a €875 migliaia (rispetto a €101 migliaia precedentemente preventivati) ed attestarsi in utile per €1,1 milioni a consuntivo 2028.

La posizione finanziaria netta dovrebbe rimanere positiva (cassa) durante l'intero arco di piano, passando da €871 migliaia attesi a consuntivo 2024 a €5,3 milioni nel 2028 con un patrimonio netto stimato pari a €3,1 milioni a fine 2024 e a €6,1 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 12,43% (precedente 12,18%) in funzione di un Risk Free Rate al 3,50% (precedente 3,60%), 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% (precedente 9,75%).

Otteniamo un Enterprise Value pari a € 10,6 milioni ed un valore ad **equity** pari a **€1,9/azione** (precedente €1,5/azione), tenuto conto dei *proceeds* relativi all'aumento di capitale avvenuto in data 8 luglio 2024 nonché 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	870	265	258	260
CNWC	-125	-113	-96	-90
FOCF	-10	903	1.405	1.581

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,0
WACC (%)	12,43
Discounted Terminal Value	7.894
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	2.722
Enterprise Value	10.616
Net financial position as of 30/06/2024	618
Proceeds from July 2024 capital increase	1.799
Equity Value	13.033
Nr. Shares (x)^	6.769.787
Value per share (€)	1,9

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

WACC Calculation (%)

Risk free rate	3,5
Market risk premium	10,50
Beta (x)	0,85
Cost of Equity	12,43
WACC	12,43

Stime: Banca Finnat

TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLE VALUATION

	2025E	2026E	2027E	2028E
P/E	156,79	34,04	14,90	11,80
P/BV	3,47	3,15	2,60	2,13
P/CF	18,02	12,50	8,38	7,49
EV/SALES	1,40	1,00	0,72	0,57
EV/EBITDA	14,73	8,43	4,54	3,28
EV/EBIT	79,28	17,60	6,81	4,49

Stime: Banca Finnat

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

Date	Rating	Target Price	Market Price
28.10.2024	Buy	1,5 €	0,94 €
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	31/12/2024			
N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 30	BUY	HOLD	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	80%	3%	3%	14%
Percentuali di società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	100%	100%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Valore della produzione	2.289	4.680	8.361	10.798	13.089	13.727
Materie prime	0	11	239	331	382	375
Servizi	1.195	3.250	4.696	5.954	7.015	7.069
Beni di terzi	80	87	65	72	88	90
Variazione rimanenze di materie prime	1	0	0	0	0	0
Valore Aggiunto	1.013	1.332	3.361	4.441	5.604	6.193
Costo del lavoro	356	870	2.500	3.054	3.440	3.700
Oneri diversi di gestione	42	200	75	120	120	140
EBITDA	615	262	786	1.267	2.044	2.353
Ammortamenti & Svalutazioni	472	523	640	660	680	635
EBIT	143	-261	146	607	1.364	1.718
Oneri (Proventi) finanziari	0	-150	-18	-18	-18	-18
Utile Ante Imposte	143	-411	128	589	1.346	1.700
Imposte	93	-112	45	206	471	595
Tax-rate (%)	65,09	n.a.	35,00	35,00	35,00	35,00
Risultato Netto	50	-299	83	383	875	1.105
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	50	-299	83	383	875	1.105
Cash Flow	522	224	723	1.043	1.555	1.740
BALANCE SHEET (Eur k)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Totale Patrimonio Netto	3.091	3.071	3.754	4.137	5.012	6.116
PFN	566	871	1.451	2.345	3.742	5.314
CIN	2.525	2.200	2.302	1.791	1.270	803
FINANCIAL RATIOS (%)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA margin	26,9	5,6	9,4	11,7	15,6	17,1
EBIT margin	6,2	n.a.	1,7	5,6	10,4	12,5
Net margin	2,2	n.a.	1,0	3,5	6,7	8,0
ROI	5,6	n.a.	6,3	33,9	107,5	214,0
ROE	1,6	n.a.	2,2	9,3	17,5	18,1
GROWTH (%)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Value of Production	-8,6	104,5	78,7	29,1	21,2	4,9
EBITDA	-47,6	-57,4	200,4	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	-57,2	223,4	44,2	49,1	11,9
VALUATION METRICS	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EPS	0,01	-0,04	0,01	0,06	0,13	0,16
CFPS	0,08	0,03	0,11	0,15	0,23	0,26
BVPS	0,46	0,45	0,55	0,61	0,74	0,90
P/E	176,57	-29,42	105,88	22,99	10,06	7,97
P/CF	16,86	39,35	12,17	8,44	5,66	5,06
P/BV	2,85	2,87	2,34	2,13	1,76	1,44
EV/SALES	3,65	1,76	0,89	0,60	0,39	0,26
EV/EBITDA	13,40	30,31	9,35	5,09	2,47	1,48
EV/EBIT	57,73	-30,37	50,31	10,63	3,71	2,03

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>)¹.

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.

¹ 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.