

RACCOMANDAZIONE
BUY (da BUY)
Target Price
€2,1 (da €1,9)

Execus S.p.A.

Settore: MarTech
Codice negoziazione Bloomberg: EXEC IM
Mercato: Euronext Growth Milan
Prezzo al 03/10/2025
1,28 € (price at market close)
Capitalizzazione di Borsa: 9.736.517 €
Numero di azioni: 7.606.654
Patrimonio netto¹ al 30.06.2025: 5.681.632 €
Outstanding warrants (1:2): 558.000

¹ Patrimonio netto di Gruppo

Data ed ora
di produzione:
06.10.2025 ore 15:30
Data ed ora
di prima diffusione:
06.10.2025 ore 16:00
Ufficio Ricerca
ed Analisi

Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)
 Tel. +39 0669933.440
 Stefania Vergati
 Tel. +39 0669933.228
 Michele Cursi
 Tel. +39 0669933.413
 Pierluigi Cosentino
 Tel. +39 0669933.601

 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., ZCA Digital S.r.l. e Vanilla Marketing S.r.l.) attivo nel settore *MarTech*
- Dalla quotazione, il Gruppo si è trasformato, anche grazie a un intenso programma di M&A, da operatore specializzato nel *social selling* a piattaforma *MarTech* e *SalesTech* integrata, con un modello basato su automazione AI, tecnologie proprietarie e ricavi ricorrenti.
- L'obiettivo della società è quello di accompagnare PMI, large corporate, nonché liberi professionisti, attraverso un *funnel* strutturato che, partendo dall'*awareness*, arrivi a determinare l'impatto misurabile delle azioni intraprese con il fine ultimo di incrementare il valore del portafoglio clienti nel tempo, riducendo i costi di acquisizione e aumentando l'efficienza operativa.
- I risultati consolidati al 30.06.2025 mostrano un valore della produzione pari a €4,4 milioni, in crescita del 104% rispetto al primo semestre 2024 e pari a circa il 52,5% del target da noi previsto per fine anno (€8,4 milioni). Tale risultato è riconducibile al diverso perimetro di consolidamento che ora include ZCA Digital (acquisizione perfezionata il 31.01.2025). La crescita organica, calcolata al netto dei ricavi di ZCA (€1,4 milioni), è risultata comunque sostenuta e pari al 27,8% su base annua. Il margine operativo lordo è aumentato a €483 migliaia da 87 migliaia al 30.06.2024 (€786 migliaia la nostra previsione per fine anno), per una marginalità in miglioramento dal 4,0% all'11,0%. L'Ebit ha raggiunto il *breakeven*, passando da una perdita di €192 migliaia a un utile operativo di €44 migliaia. La perdita netta di Gruppo si è ridotta a €80 migliaia da €271 migliaia, rispetto a un utile netto pari a €83 migliaia da noi previsto a consuntivo 2025. La cassa netta si è attestata a €691 migliaia da una cassa netta di €1,3 milioni al 31.12.2024.
- Alla luce dei risultati semestrali, i quali hanno evidenziato una marginalità superiore ai *target* da noi previsti, abbiamo rivisto al rialzo le stime per il periodo previsionale 2025-2028. Prevediamo un'accelerazione nella crescita del valore della produzione di Execus che dovrebbe raggiungere €8,8 milioni a fine 2025 (€8,4 milioni il precedente *target*) e €15,8 milioni nel 2028 (€13,7 milioni precedentemente stimati) per un CAGR 2024-28 del 32,1%. L'ebitda per fine 2025 è ora previsto in aumento a €904 migliaia, da €786 migliaia precedentemente attese, per giungere a €2,9 milioni a fine arco di piano rispetto a €2,4 milioni previsti in precedenza (CAGR 2024-28 pari al 77%), con una marginalità in netta crescita dal 10,3% al 18,2%. Ci attendiamo un utile €94 e uno sviluppo a €1,4 milioni nel 2028.

KEY FINANCIALS (k €)

Anno al 31/12	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Valore della produzione	2.289	5.199	8.820	11.055	13.844	15.811
EBITDA	615	293	904	1.572	2.354	2.880
EBIT	143	-418	204	872	1.654	2.180
Utile netto di Gruppo	50	-549	94	528	1.036	1.378
Cash-flow	522	162	794	1.228	1.736	2.078
PFN	566	1.309	3.469	4.451	5.944	7.718
Patrimonio netto di Gruppo	2.750	4.089	6.064	6.593	7.630	9.009

Fonte: Execus; Stime: Banca Finnat

Attività e Strategie

Mercato di riferimento

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., Differens s.r.l. e Vanilla Marketing, attivo nel settore *MarTech* (*marketing technology*) mediante un approccio integrato e un'offerta basata sull'utilizzo dell'intelligenza artificiale

I settori *MarTech* e *SalesTech* una fase di profondo rinnovamento guidata dall'integrazione diffusa dell'intelligenza artificiale e dall'affermazione degli AI Agent (programmi AI in grado di interagire con l'ambiente, raccogliere dati e utilizzarli per eseguire attività autodeterminate al fine di raggiungere obiettivi predeterminati) quali driver di automazione intelligente.

Secondo le stime più recenti, il mercato globale *MarTech* passerà da \$175,95 miliardi nel 2025 a \$296,88 miliardi nel 2030¹, con un tasso di crescita medio annuo dell'11%. In parallelo, il *SalesTech* mostra una dinamica ancora più vivace, trainata dalla necessità di ottimizzare l'intero ciclo di vendita e da una domanda crescente di automazione evoluta nelle funzioni commerciali; le previsioni indicano una crescita fino a \$163,98 miliardi a fine 2033, più che triplicando i valori del 2024 (CAGR superiore al 16%)².

Si assiste, quindi, ad una riorganizzazione dei processi di marketing e di vendita con il 77% delle nuove soluzioni *MarTech* integrate nel 2025 fondate su tecnologie *AI-driven* e l'adozione di strumenti di intelligenza artificiale nelle funzioni sales che consentono già oggi di ottenere, in media, un incremento del 25% nei ricavi e una riduzione dei costi di vendita pari al 15%³.

Anche il ruolo degli AI Agent si conferma strategico: non più semplici *chatbot* ma agenti intelligenti capaci di prendere decisioni autonome, orchestrare workflow complessi e offrire esperienze su misura al singolo cliente. Ne è conferma il fatto che circa tre quarti dei *chief executive* americani ritengono l'adozione degli AI Agent tra le variabili chiave della competitività. Purtuttavia, in Italia, la penetrazione delle soluzioni *MarTech AI-driven* è ancora inferiore rispetto ai principali mercati europei e extra-EU, evidenziando un ampio margine di crescita per i nuovi player.

In questo scenario, il posizionamento di Execus risulta pienamente coerente con la traiettoria del settore: l'azienda si distingue per una *value proposition* nativamente basata sull'intelligenza artificiale grazie all'utilizzo di piattaforme AI proprietarie e allo sviluppo di AI Agents. Considerando lo stato attuale del mercato italiano, caratterizzato da una penetrazione ancora limitata delle soluzioni *MarTech AI-driven* rispetto ai principali mercati internazionali, questa posizione può rappresentare, per Execus, un rilevante vantaggio competitivo e una significativa leva di crescita nel medio-lungo periodo. Resta però da sottolineare come il contesto locale presenti anche potenziali sfide non indifferenti legate a tempi di adozione, frammentazione dell'offerta e necessità di progressiva educazione del mercato, fattori che richiederanno attenzione nella valutazione prospettica della capacità di execution e del potenziale di espansione del Gruppo.

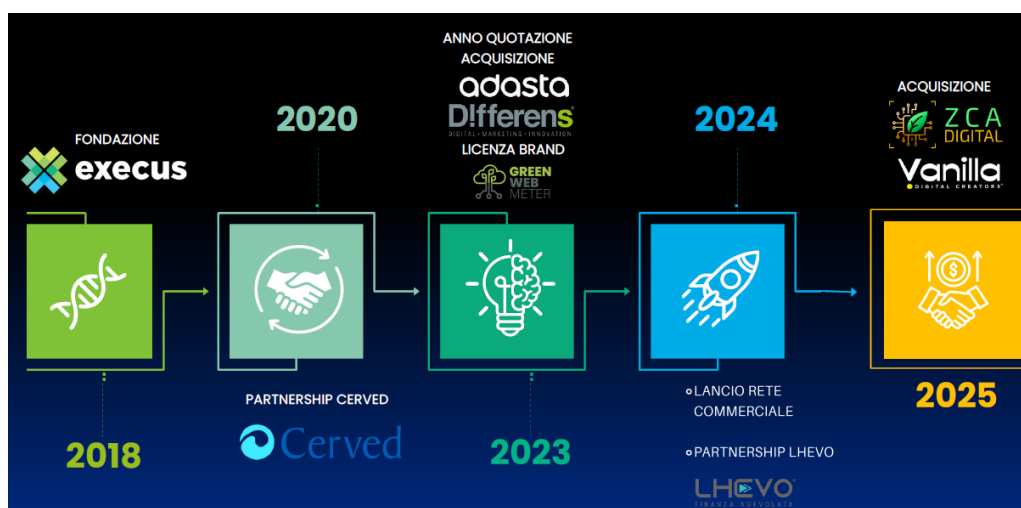
¹ Fonte: Martech Market by MarketsandMarkets, mar-2025

² Fonte: Business Research Insights

³ Fonte: SuperAgi

Attività e strategie – il riposizionamento strategico

Execus S.p.A. è una PMI innovativa attiva nello sviluppo e commercializzazione di soluzioni tecnologiche proprietarie basate sull'intelligenza artificiale, rivolte alla crescita delle imprese. Dalla quotazione, il Gruppo si è trasformato, anche grazie a un intenso programma di M&A, da operatore specializzato nel *social selling* a piattaforma *MarTech* e *SalesTech* integrata, con un modello basato su automazione AI, tecnologie proprietarie e ricavi ricorrenti.



Fonte: Execus S.p.A.

Execus, infatti, si posiziona quale partner strategico per PMI e *large corporate* offrendo servizi mirati alla generazione, conversione e fidelizzazione di clienti. Grazie a un approccio nativamente basato su intelligenza artificiale e automazione, Execus integra attività di *lead generation*, *lead management*, posizionamento organico (SEO), campagne pubblicitarie (ADV), *social selling*, *programmatic advertising* e progettazione di ecosistemi evoluti (siti web e *e-commerce*).

Il modello di business

Il Gruppo copre l'intero *customer journey*, dalla *lead generation* alla fidelizzazione e *customer success*, grazie ad un'offerta integrata che prevede:

- **Assessment e consulenza AI:** tramite una partnership con Pirola Pennuto Zei e Associati, supporta i clienti nell'analisi dei processi commerciali e nell'identificazione delle aree di implementazione AI per massimizzare l'efficienza.
- **Piattaforme proprietarie AI:** sviluppa e gestisce sette piattaforme proprietarie AI-based nei *segmenti lead generation*, *sales intelligence*, *customer care*, ESG, formazione, *digital PR* e pagamenti.
- **Sviluppo di agenti AI omnichannel proprietari:** grazie all'acquisizione di ZCA Digital, il Gruppo realizza agenti AI avanzati, personalizzabili e integrati su tutti i canali digitali (voce, chat, social, mail, ecc.), orchestrati dalla *agent supervisor* Cogitus, capace di coordinare, monitorare e sintetizzare i dati di tutti gli agenti AI del cliente. Gli AI Agent sono una delle aree più innovative dell'offerta; sono stati presentati alla forza commerciale a maggio 2025 e verranno lanciati sul mercato nel mese di ottobre 2025.
- **Soluzioni in licenza esclusiva:** possiede licenze esclusive per l'utilizzo di soluzioni SaaS di terzi dedicate a verticali strategici (Kleecks per *e-commerce/web performance* e InBando per la finanza agevolata)

Nel dettaglio, il gruppo ha già sviluppato sette piattaforme tecnologiche proprietarie basate sull'AI e possiede accordi di licenza esclusiva per diversi mercati europei per ulteriori due piattaforme.

Nel dettaglio, le piattaforme IA proprietarie sono:

- **Sara:** sistema di automazione delle chiamate basato su IA con applicazioni ambito *sales assistant*, *customer care assistant*, *customer success assistant*, *personal assistant*.
- **Execus BI:** piattaforma di *sales & business intelligence* la quale, grazie all'IA, trasforma milioni di dati sulle imprese italiane in opportunità di crescita per il business.
- **Digital Echo:** piattaforma per la distribuzione di contenuti web orientati a *digital PR* e *SEO*
- **Learning 365:** piattaforma di formazione online per azienda e P.A. sul pacchetto *MSoffice*.
- **Green Web Meter:** piattaforma che misura la *carbon footprint* e la sostenibilità digitale di siti web e asset aziendali analizzandoli secondo criteri ESG.
- **SurvAI:** piattaforma *cloud* che automatizza le *survey* telefoniche e valorizza ogni *feedback* in chiave strategica.
- **SinerPay:** piattaforma multicanale per pagamenti remoti, firma e compilazione di documenti e altro (entrata a far parte dell'offering a luglio 2025).

Le soluzioni tecnologiche per le quali Execus possiede licenze esclusive sono:

- **Kleecks:** piattaforma SaaS in ambito *e-commerce*, sviluppata da Vivian e finalizzata all'ottimizzazione del *performance marketing*, al miglioramento della salute dei siti web e all'incremento della velocità degli stessi.
- **InBando:** applicazione *web* e *mobile* sviluppata da LHEVO per supportare le aziende a trovare e accedere ai bandi di finanziamento agevolato per i loro progetti.

Le piattaforme AI di Execus sono progettate per ricavi ricorrenti e alta frequenza d'uso, con business model misto: fee iniziale, componente performance e revenue sharing sul transato.

La campagna di M&A

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

L'acquisizione di ZCA Digital

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

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

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% della partecipazione 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, da eseguirsi attraverso l'emissione di nuove azioni ordinarie ad un prezzo unitario di sottoscrizione pari alla media del prezzo delle azioni Execus degli ultimi sei mesi precedenti tale data. Tale aumento di capitale sarà da liberarsi in denaro mediante la compensazione del credito vantato dai Soci ZCA nei confronti di Execus (*earn-out*) il cui importo dipenderà dalla previsione di aggiustamento prezzo concordata dalle parti in merito alla partecipazione in ZCA (Ebitda e PFN ZCA al 31.12.2025). Di conseguenza, al momento, non è possibile stimare né l'importo finale dell'aumento di capitale né, tantomeno, il numero di azioni che verranno emesse.

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

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

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

VM è un'agenzia di marketing digitale B2B specializzata in soluzioni di marketing emozionale e produzione di contenuti ad alto impatto, finalizzati a massimizzare il valore percepito dei *brand*.

La struttura dell'operazione prevede un corrispettivo base pari a complessivi €149.430 da corrispondersi come segue: i) €52.300,50 mediante assegnazione ai Soci VM (Carlotta Carucci e Azzurra Fischetti) di n.34.867 nuove azioni Execus e ii) €97.129,50 in denaro. Le parti hanno, inoltre, previsto dei meccanismi di aggiustamento prezzo sulla base dell'ebitda e della PFN 2025 (*earn-out*) da regolarsi per metà in denaro e per metà mediante la sottoscrizione, da parte dei soci VM, di ulteriori massime n.93.133 nuove azioni Execus a fronte della compensazione del futuro credito vantato, dai Soci VM, nei confronti di Execus e maturato per effetto del verificarsi delle condizioni dell'*earn-out*.

In data 28.05.2025 il CdA di Execus ha, quindi, deliberato un aumento di capitale sociale a pagamento ad efficacia progressiva, con esclusione del diritto d'opzione, riservato ai Soci VM per un controvalore di massimi €201 migliaia (incl. sovrapprezzo) da eseguirsi mediante emissione di massimo n.128.000 nuove azioni e suddiviso in due tranches: i) la prima, inscindibile, per un controvalore di €52.300 (incl. sovrapprezzo), da eseguirsi mediante emissione di n.34.867 nuove azioni al prezzo unitario di €1,50/azione e da liberarsi mediante il conferimento in natura del 17,85% del capitale sociale di VM (il restante 33,15% è stato regolato utilizzando direttamente la cassa di Execus), ii) la seconda, scindibile, per un controvalore di massimi €148.699,50 (incl. sovrapprezzo), a servizio dell'*earn-out*.

Il *closing* dell'operazione è avvenuto in data 28.05.2025 con la sottoscrizione della prima tranche dell'aumento di capitale e la contestuale acquisizione, da parte di Execus, del 51% delle quote di VM.

Struttura del Gruppo

A seguito delle ultime acquisizioni, il Gruppo Execus si presenta come segue:



Fonte: Execus; Elaborazione: Banca Finnat

Nuove risorse per la crescita

Per sostenere il piano di crescita 2025, Execus ha raccolto nuove risorse finanziarie tramite operazioni sul capitale e facendo ricorso al debito bancario:

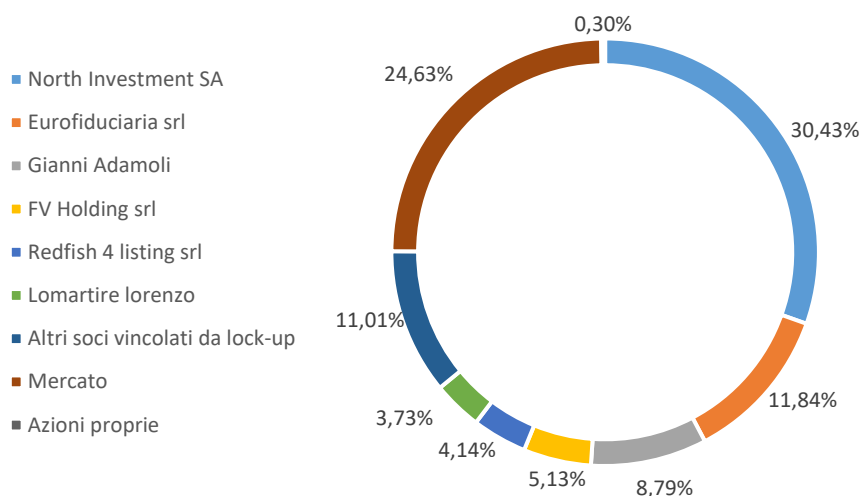
- **Aumento di capitale:** oltre agli aumenti di capitale sociale funzionali alla operazioni di M&A (ZCA e VM), in data 29 maggio 2025 il Consiglio di Amministrazione di Execus ha deliberato un aumento di capitale sociale, in denaro, senza esercizio del diritto di opzione, a pagamento e scindibile, per complessivi €1,0 milioni (incl. sovrapprezzo) da eseguirsi mediante l'emissione di massime n.781.250 nuove azioni. L'aumento di capitale, è stato riservato a Fabio Verchiani, partner strategico di Execus, per €500 migliaia e per la restante parte a investitori qualificati o istituzionali. La sottoscrizione, conclusa il 31 luglio 2025, ha avuto esito positivo per il 96% dell'ammontare, con emissione di 750.000 azioni ad un prezzo unitario di €1,28 per un controvalore di €960mila. I sottoscrittori sono risultati: Fabio Verchiani, mediante la società controllata FV Holding S.r.l. (€499.200), e un primario investitore istituzionale internazionale (€460.800).
- **Finanziamento:** in data 31 luglio 2025 Execus ha sottoscritto un mutuo chirografario di €500mila, durata 36 mesi, tasso variabile, con Intesa Sanpaolo, garantito dal Fondo MCC.

Azionariato

A seguito della sottoscrizione: i) dell'aumento di capitale per €600 migliaia (31 gennaio 2025) funzionale al *closing* dell'operazione di acquisizione del 51% di ZCA; ii) dell'aumento di capitale per €52.300 (28 maggio 2025) funzionale all'acquisizione di VM e iii) all'aumento di capitale riservato per €960 migliaia (04 giugno 2025), il capitale sociale è ora pari a €267.921,44 suddiviso in n. 7.606.654 azioni ordinarie.

Il 30,43% 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 20,63%, sia in proprio (8,79%) sia tramite la fiduciaria Eurofiduciaria S.r.l. (11,84%). Red Fish 4 Listing S.r.l. detiene il 4,14% delle quote sociali, FV Holding l'8,79% e Lorenzo Lomartire il 3,73%. Un ulteriore 11,01% del capitale sociale è detenuto da altri shareholders sotto il 3% (vincolati da *lock-up*) mentre il 24,63% è flottante sul mercato.

La società detiene n. 22.846 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*. Al momento è aperto il secondo periodo di esercizio *warrants*.



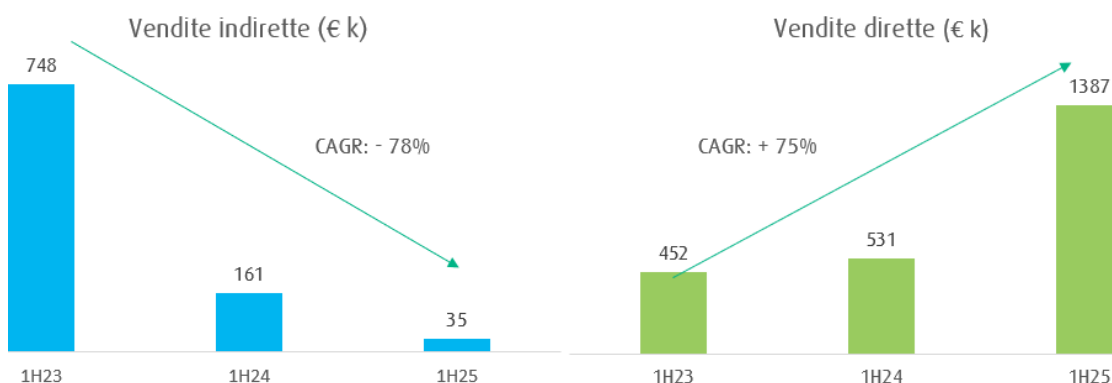
Risultati al 30.06.2025

€/k	1H24	1H25	Var %	FY2025E*
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.044	3.973	94,37	8.265
Altri ricavi e proventi	112	420	275,00	96
VALORE DELLA PRODUZIONE	2.156	4.393	103,76	8.361
Materie prime	4	73	1725,00	239
%	0,19	1,66		2,86
Servizi	1.449	2.212	52,66	4.696
%	67,21	50,35		56,17
Godimento beni di terzi	63	285	351,75	65
%	2,92	6,48		0,78
Variazione di materie prime, sussidiarie e di consumo	0	0		0
%	0,00	0,00		0,00
VALORE AGGIUNTO	640	1.823	184,91	3.361
%	29,68	41,51		40,20
Costo del lavoro	492	1.193	142,60	2.500
%	22,80	27,15		29,90
Oneri diversi di gestione	62	148	139,61	75
%	2,86	3,36		0,90
EBITDA	87	483	456,68	786
%	4,03	11,00		9,40
D&A	278	440	57,90	640
EBIT	-192	44		146
%	n.a.	0,99		1,75
Proventi/(Oneri) finanziari	-44	-25		-18
UTILE ANTE IMPOSTE	-236	18		128
%	n.a.	0,41		1,53
Imposte	-15	66		45
Tax rate (%)	n.a.	n.a.		n.a.
RISULTATO NETTO	-221	-48		83
%	n.a.	n.a.		0,01
Minorities	50	32		0
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	-271	-80		83
%	n.a.	n.a.		n.a.
Cash Flow	8	360		723
PFN	1.309**	691		2.190
Patrimonio netto di Gruppo	4.089**	5.682		4.651

Fonte: Execus; (*) Stime Banca Finnat al 14.04.2025; (**) dati al 31.12.2024

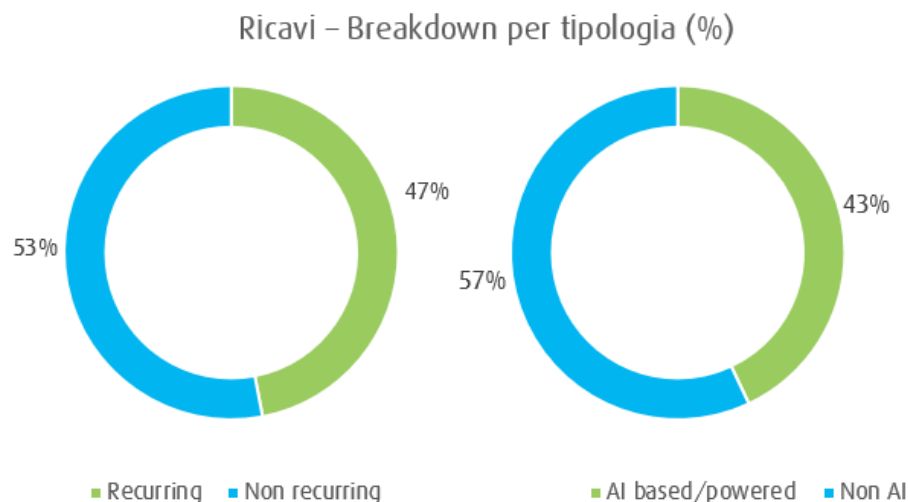
Execus ha generato, nei primi sei mesi del 2025, ricavi netti pari a €4,0 milioni, in aumento del 94,4% rispetto al primo semestre 2024, raggiungendo circa il 48% del valore da noi previsto per fine anno (€8,3 milioni). Tale crescita è riconducibile, principalmente, all'ampliamento del perimetro di consolidamento derivante dall'acquisizione del 51% di ZCA Digital (perfezionata il 31 gennaio 2025). La crescita organica, calcolata al netto dei ricavi di ZCA (€1,4 milioni), è risultata comunque sostenuta e pari al 27,8% annuo.

Per analizzare nel dettaglio la strategia di riposizionamento di Execus appare opportuno analizzare la composizione dei ricavi da diversi punti di vista. Il primo trend, già osservato a consuntivo 2024, riguarda l'incremento delle vendite dirette derivante dal rafforzamento della rete commerciale interna. Queste ultime, infatti, si sono attestate a €1,4 milioni rispetto alle €531 migliaia di giugno 2024 e alle €452 migliaia del primo semestre 2023, per un tasso di crescita media annua del 75%. Al contrario, le vendite indirette hanno registrato un andamento decrescente, con un tasso di crescita negativo, del 78%, nell'ultimo triennio.



Fonte: Execus; Elaborazione: Banca Finnat

Un ulteriore grado di analisi riguarda la transizione di Execus verso un'offerta interamente Ai-based la quale dovrebbe permettere di ampliare la base di ricavi ricorrenti. Al 30 giugno 2025 circa il 43% dei ricavi deriva ora da servizi basati o alimentati da intelligenza artificiale i quali hanno contribuito a creare una base di ricavi ricorrenti che genera il 47% dei ricavi del Gruppo.



Fonte: Execus; Elaborazione: Banca Finnat



A seguito del significativo incremento dei ricavi delle vendite, il valore della produzione si è attestato a €4,4 milioni, registrando un tasso di crescita annuo 103,8% e raggiungendo circa il 52% del valore da noi atteso per fine 2025 e pari a €8,4 milioni.

La struttura dei costi operativi riflette l'impatto delle acquisizioni e del rafforzamento della rete di vendita diretta, con un incremento della spesa per servizi da €1,4 milioni a giugno 2024 a €2,2 milioni a consuntivo del primo semestre 2025. Tale aumento è riconducibile, principalmente, ai maggiori costi di coordinamento e gestione del Gruppo, all'incremento dei costi per l'erogazione dei servizi e alle maggiori provvigioni passive corrisposte alla rete commerciale.

In aumento è risultato anche il costo del lavoro (+142,6% a/a) a fronte dei nuovi ingressi derivanti dalla campagna di M&A e delle nuove assunzioni di C-level e executives nelle aree sales e marketing. Purtroppo, l'aumento dei ricavi più che proporzionale ha permesso di assorbire la crescita dei costi generando ad un margine operativo lordo (ebitda) pari a €483 migliaia, da €87 migliaia al 30 giugno 2024 (€786 migliaia le nostre previsioni per fine anno), per una marginalità in crescita dal 4% all'11%.

Il risultato operativo netto (ebit) ha raggiunto il *break-even*, nonostante maggiori ammortamenti (+57,9% a/a) in particolare relativi alle immobilizzazioni immateriali (partecipazioni in imprese controllate), attestandosi a €44 migliaia dalla precedente perdita operativa di €192 migliaia.

Execus ha così chiuso il primo semestre 2025 con una perdita netta di Gruppo pari a €80 migliaia rispetto alla perdita di €271 migliaia registrata al 30 giugno 2024 e rispetto alle nostre previsioni di un utile di €83 migliaia per fine anno.

Il patrimonio netto di Gruppo ha beneficiato degli aumenti di capitale funzionali alla campagna di M&A e all'aumento di capitale riservato per €960 migliaia sottoscritto il 4 giugno 2025, risultando pari a €5,7 milioni (€4,1 milioni a consuntivo 2024) mentre la posizione finanziaria netta appare positiva (cassa) per €691 migliaia rispetto a €1,3 milioni di fine dicembre 2024.



Outlook 2025-2028

Old estimates

EUR (K)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR 24/28
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	4.621	8.265	10.699	12.988	13.626	31,04
Altri ricavi e proventi	578	96	99	101	101	-33,57
VALORE DELLA PRODUZIONE	5.199	8.361	10.798	13.089	13.727	27,47
Materie prime	14	239	331	382	375	127,78
%	0,27	2,86	3,07	2,92	2,73	
Servizi	2.981	4.696	5.954	7.015	7.069	24,09
%	57,35	56,17	55,14	53,59	51,50	
Godimento beni di terzi	445	65	72	88	90	-32,91
%	8,56	0,78	0,66	0,68	0,66	
VALORE AGGIUNTO	1.759	3.361	4.441	5.604	6.193	36,99
%	33,83	40,20	41,13	42,82	45,11	
Costo del lavoro	1.017	2.500	3.054	3.440	3.700	38,11
%	19,56	29,90	28,28	26,28	26,95	
Oneri diversi di gestione	448	75	120	120	140	-25,25
%	8,62	0,90	1,11	0,92	1,02	
EBITDA	293	786	1.267	2.044	2.353	68,31
%	5,64	9,40	11,73	15,62	17,14	
D&A	711	640	660	680	635	-2,79
EBIT	-418	146	607	1.364	1.718	
%	-8,04	1,75	5,62	10,42	12,51	
Proventi/(Oneri) finanziari	-84	-18	-18	-18	-18	
UTILE ANTE IMPOSTE	-502	128	589	1.346	1.700	
%	-9,66	1,53	5,45	10,28	12,38	
Imposte	-91	45	206	471	595	
Tax rate (%)	18,13	35,00	35,00	35,00	35,00	
RISULTATO NETTO	-411	83	383	875	1.105	
%	-7,91	0,99	3,55	6,68	8,05	
Minorities	138	0	0	0	0	
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	-549	83	383	875	1.105	
%	-10,56	0,99	3,55	6,68	8,05	
Cash Flow	162	723	1.043	1.555	1.740	
PFN	1.309	2.190	3.084	4.473	6.041	
Patrimonio netto di Gruppo	4.089	4.172	4.556	5.432	6.538	
CIN	3.327	2.461	1.950	1.438	975	
NWC	862	122	9	-87	-177	
CAPEX	1.270	449	265	267	264	
ROI	n.a.	5,9	31,1	94,9	176,1	
ROE	n.a.	2,0	8,4	16,1	16,9	

Fonte: Execus; Stime Banca Finnat al 14.04.2025

New estimates

EUR (K)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR 24/28
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	4.621	8.400	10.905	13.743	15.710	35,78
Altri ricavi e proventi	577	420	150	101	101	
VALORE DELLA PRODUZIONE	5.199	8.820	11.055	13.844	15.811	32,06
Materie prime (incl. var.ni materie)	14	239	331	382	470	141,01
%	0,27	2,71	3,00	2,76	2,97	
Servizi	2.981	4.697	5.960	7.450	8.530	30,06
%	57,35	53,25	53,91	53,81	53,95	
Godimento beni di terzi	445	330	72	88	90	-32,91
%	8,56	3,74	0,65	0,64	0,57	
VALORE AGGIUNTO	1.759	3.554	4.692	5.924	6.720	39,82
%	33,83	40,30	42,44	42,79	42,51	
Costo del lavoro	1.017	2.500	3.000	3.450	3.700	38,11
%	19,56	28,34	27,14	24,92	23,40	
Oneri diversi di gestione	448	150	120	120	140	-25,25
%	8,62	1,70	1,09	0,87	0,89	
EBITDA	293	904	1.572	2.354	2.880	77,05
%	5,64	10,25	14,22	17,00	18,22	
D&A	711	700	700	700	700	-0,39
EBIT	-418	204	872	1.654	2.180	
%	n.a.	2,32	7,89	11,94	13,79	
Proventi/(Oneri) finanziari	-84	-60	-60	-60	-60	
UTILE ANTE IMPOSTE	-502	144	812	1.594	2.120	
%	n.a.	1,64	7,35	11,51	13,41	
Imposte	-91	50	284	558	742	
Tax rate (%)	n.a.	35,00	35,00	35,00	35,00	
RISULTATO NETTO	-411	94	528	1.036	1.378	
%	n.a.	1,06	4,77	7,48	8,72	
Minorities	138	0	0	0	0	
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	-549	94	528	1.036	1.378	
%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Cash Flow	162	794	1.228	1.736	2.078	
PFN	1.309	3.469	4.451	5.944	7.718	
Patrimonio netto di Gruppo	4.089	6.064	6.593	7.630	9.009	
CIN	3.327	3.074	2.621	2.164	1.769	
NWC	862	735	680	639	617	
CAPEX	1.270	509	305	287	329	
ROI	n.a.	6,6	33,3	76,4	123,2	
ROE	n.a.	1,5	8,0	13,6	15,3	

Fonte: Execus; Stime Banca Finnat

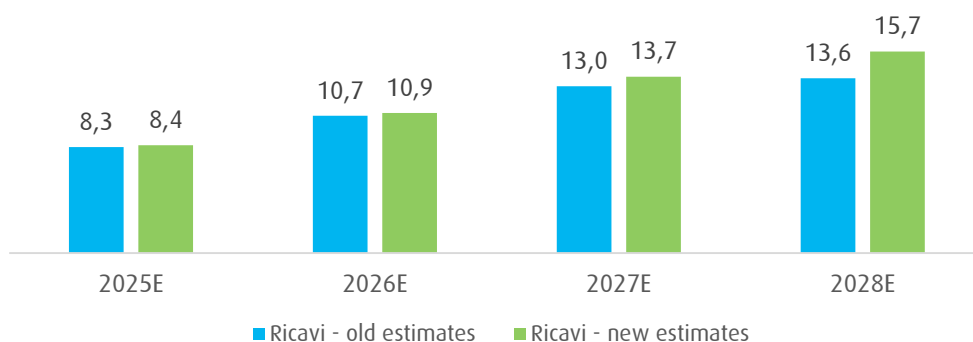


In considerazione dei risultati registrati a consuntivo del primo semestre 2025, i quali evidenziano una marginalità leggermente superiore ai *target* da noi previsti, abbiamo ritenuto opportuno ritoccare al rialzo le precedenti previsioni formulate per il periodo 2025-2028.

Stimiamo ora che i ricavi di vendita possano aumentare da €4,6 milioni registrati a consuntivo 2024 fino a €8,4 milioni a fine 2025, dagli €8,3 milioni della nostra precedente stima. Tale incremento annuo (+81,8%) è attribuibile sia a una componente inorganica, legata alla campagna di M&A attualmente in corso, sia a una maggiore crescita organica dovuta al rafforzamento della rete commerciale.

Grazie al carattere ricorrente dell'offerta Ai-based, prevediamo un ulteriore progresso dei ricavi i quali dovrebbero attestarsi a €10,9 milioni nel 2026 (contro i €10,7 milioni della nostra precedente stima), per giungere a €15,7 milioni attesi nel 2028, superando ampiamente il precedente obiettivo di €13,6 milioni. Il tasso di crescita annuo composto (CAGR) nel periodo 2024-2028, pertanto, aumenta dal 31,0% al 35,8%.

Ricavi - new vs old estimates (€ mln)



Stime: Banca Finnat

Il valore della produzione dovrebbe così passare da €5,2 milioni registrati a consuntivo 2024 a €8,8 milioni nel 2025 (€8,4 milioni la nostra precedente stima), a €11,0 milioni nel 2026 (in lieve rialzo rispetto ai €10,8 milioni precedentemente previsti) fino al raggiungimento di €15,8 milioni a fine 2028, superiore al target atteso di €13,7 milioni, per un CAGR 2024-2028 del 32,1% dal precedente 27,5%.

Prevediamo una crescita progressiva dei costi per servizi, da €4,7 milioni stimati a fine 2025 (€3,0 milioni a consuntivo 2024) a €6,0 milioni a fine 2026, per giungere a €8,5 milioni attesi nel 2028. Quest'ultimo valore risulta superiore rispetto ai €7,0 milioni da noi previsti ad aprile 2025 principalmente per effetto dell'incremento dei ricavi e, conseguentemente, del maggior volume atteso di commissioni passive da riconoscere alla rete commerciale, in coerenza con la remunerazione variabile legata alla performance di vendita. Prevediamo, dunque, un'incidenza di tali costi rispetto al valore della produzione compresa tra il 53% e il 54% per l'intero arco di piano.

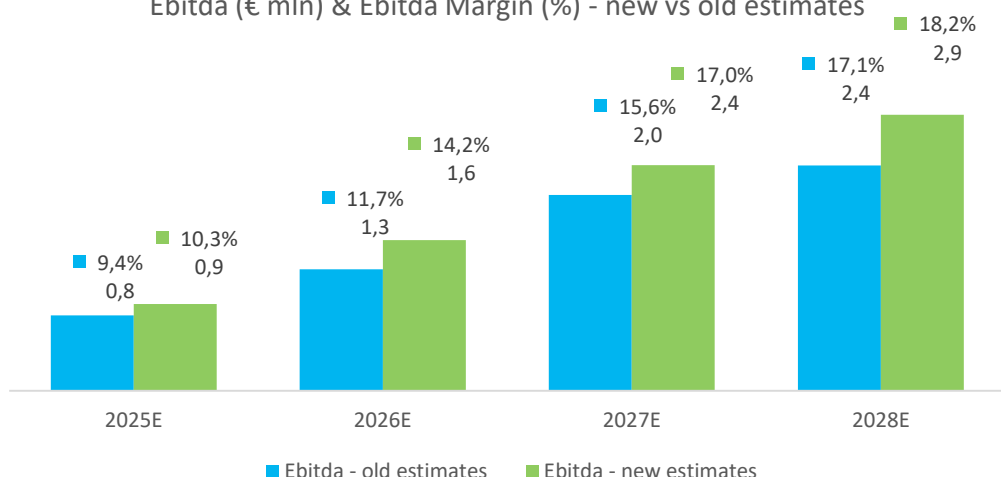
Considerata la natura tendenzialmente indipendente dei costi del personale rispetto alle variazioni del fatturato, abbiamo ritenuto opportuno mantenerli in linea con le precedenti previsioni. Per il 2025 stimiamo così un incremento dei costi da €1,0 milioni a consuntivo 2024 fino a €2,5 milioni, a causa dell'inserimento di nuove figure manageriali e dell'integrazione dell'organico di ZCA (40 risorse di cui 21 dipendenti e 19 collaboratori esterni). Nel periodo successivo, invece, prevediamo una graduale normalizzazione di tali costi, con un'incidenza sul valore della produzione in diminuzione dal 28,3% atteso a fine



2025, al 23,4% previsto a fine arco di piano, per un importo stimato a €3,7 milioni a fine 2028.

L'incremento dei ricavi, congiuntamente allo sviluppo di un'offerta AI-based a più elevata marginalità (seppur con limitati effetti sul 2025 dato che alcuni servizi entreranno a far parte dell'offerta solo da ottobre 2025), dovrebbe sostenere una crescita del margine operativo lordo (Ebitda) più elevata rispetto alle nostre precedenti stime. Prevediamo, ora, che l'Ebitda possa attestarsi a €904 migliaia a consuntivo 2025 (da un margine operativo lordo pari a €293 migliaia conseguito al 31 dicembre 2024 e rispetto alle precedenti stime pari a €786 migliaia), a €1,6 milioni nel 2026 (€1,3 milioni il precedente target), per giungere a €2,3 milioni a fine 2027 (da €2,0 milioni precedentemente attesi) e a €2,9 milioni nel 2028 (€2,4 milioni le nostre precedenti stime). La crescita media annua (CAGR 24-28) la stimiamo ora quindi al 77%, dal precedente 68,3%, per una marginalità in crescita dal 10,3% atteso a fine 2025 al 18,2% nel 2028.

Ebitda (€ mln) & Ebitda Margin (%) - new vs old estimates



Stime: Banca Finnat

In merito al risultato operativo netto (Ebit), quest'ultimo lo stimiamo pari a €204 migliaia a consuntivo 2025, rispetto a una perdita operativa netta di €418 migliaia a fine 2024, in crescita a €872 migliaia nel 2026 (da €607 migliaia precedentemente stimati), per giungere a €1,6 milioni a fine 2027 (€1,4 milioni le nostre precedenti previsioni) e a €2,2 milioni a consuntivo 2028, superiore rispetto al target di €1,7 milioni precedentemente formulato. La marginalità sul valore della produzione la stimiamo al 2,3% a fine 2025, al 7,9% a fine 2026 per giungere al 13,8% a fine arco di piano.

Confermiamo le attese di *break-even* in termini di risultato netto di Gruppo per l'esercizio 2025, con un utile netto pari a €94 migliaia rispetto ad una perdita di €549 migliaia dell'esercizio 2024, per giungere a €528 migliaia a consuntivo 2026 (rispetto alle €383 migliaia stimate ad aprile 2025) e a €1,4 milioni a consuntivo 2028 da €1,1 milioni precedentemente preventivati.

Alla luce degli aumenti di capitale sottoscritti durante il primo semestre dell'anno e delle nuove previsioni, stimiamo una posizione finanziaria netta positiva (cassa) durante l'intero arco di piano, passando da €3,5 milioni attesi a consuntivo 2025 (da una cassa netta pari a €1,3 milioni del consuntivo 2024) a €7,7 milioni nel 2028, con un patrimonio netto di Gruppo stimato pari a €6,1 milioni a fine 2025 e a €9,0 milioni a fine 2028.

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 all'11,92% (precedente 12,73%) in funzione di un Risk Free Rate al 3,50% (precedente 3,80%), un Coefficiente Beta *unlevered* pari allo 0,85 (fonte: Damodaran, settore: "Business & Consumer Services" europeo, quale media di un campione composto da 183 società) e un Market Risk Premium al 9,90% (precedente 10,50%).

Otteniamo un Enterprise Value pari a € 15,3 milioni ed un valore ad **equity** pari a **€2,1/azione**. La nostra raccomandazione permane di **acquisto (BUY)**.

CASH FLOW MODEL (K €)

	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	204	872	1.654	2.180
<i>Tax rate</i>	<i>35,00</i>	<i>35,00</i>	<i>35,00</i>	<i>35,00</i>
NOPAT	133	567	1.075	1.417
D&A	700	700	700	700
Capex	509	305	287	329
CNWC	-127	-55	-40	-22
FOCF	450	1.017	1.528	1.810

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,0
WACC (%)	11,92
Discounted Terminal Value	11.528
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	3.734
Enterprise Value	15.262
Net financial position as of 30/06/2025	691
Equity Value	15.953
Nr. Shares (x) [^]	7.583.808
Value per share (€)	2,10

Stime: Banca Finnat; ^ al netto delle azioni proprie

WACC Calculation (%)

Risk free rate	3,50
Market risk premium	9,90
Beta (x)	0,85
Cost of Equity	11,92
WACC	11,92

Stime: Banca Finnat

TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

	2025E	2026E	2027E	2028E
P/E	170,12	30,22	15,40	11,57
P/CF	20,10	12,99	9,19	7,68
P/BV	2,44	2,26	1,97	1,68
EV/SALES	1,34	0,98	0,67	0,48
EV/EBITDA	13,04	6,88	3,96	2,62
EV/EBIT	57,73	12,40	5,64	3,46

Stime: Banca Finnat

Raccomandazioni emesse sul titolo Execus nei 12 mesi precedenti

Date	Rating	Target Price
29.05.2025	Buy	1,9 €
14.04.2025	Buy	1,9 €
14.02.2025	Buy	1,9 €
28.10.2024	Buy	1,5 €

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
30/09/2025

N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 29	BUY	HOLD	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	83%	3%	3%	11%
Percentuali di società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	100%	100%

INCOME STATEMENT (EUR K)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Valore della produzione	2.289	5.199	8.820	11.055	13.844	15.811
Materie prime	1	14	239	331	382	470
Servizi	1.195	2.981	4.697	5.960	7.450	8.530
Godimento beni di terzi	80	445	330	72	88	90
Costo del lavoro	356	1.017	2.500	3.000	3.450	3.700
Oneri diversi di gestione	42	448	150	120	120	140
EBITDA	615	293	904	1.572	2.354	2.880
D&A	472	711	700	700	700	700
EBIT	143	-418	204	872	1.654	2.180
Proventi/(Oneri) finanziari	0	-84	-60	-60	-60	-60
Utile Ante Imposte	143	-502	144	812	1.594	2.120
Imposte	93	-91	50	284	558	742
Tax-rate (%)	0,65	0,18	0,35	0,35	0,35	0,35
Risultato Netto	50	-411	94	528	1.036	1.378
Minorities	0	138	0	0	0	0
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	50	-549	94	528	1.036	1.378
Cash Flow	522	162	794	1.228	1.736	2.078
BALANCE SHEET (EUR k)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Patrimonio Netto Totale	3.091	4.568	6.543	7.072	8.108	9.488
PFN	1.041	1.241	3.469	4.451	5.944	7.718
CIN	2.049	3.327	3.074	2.621	2.164	1.769
FINANCIAL RATIOS (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA margin	26,9	5,6	10,3	14,2	17,0	18,2
EBIT margin	6,2	n.a.	2,3	7,9	11,9	13,8
Net margin	2,2	n.a.	1,1	4,8	7,5	8,7
ROI	7,0	n.a.	6,6	33,3	76,4	123,2
ROE	1,8	n.a.	1,5	8,0	13,6	15,3
GROWTH (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Valore della produzione	-	127,1	69,7	25,3	25,2	14,2
EBITDA	-	n.a.	208,5	73,9	49,7	22,4
EBIT	-	n.a.	n.a.	326,9	89,6	31,9
Net Profit	-	n.a.	n.a.	462,9	96,2	33,1
Cash Flow	-	n.a.	389,0	54,7	41,4	19,7
VALUATION METRICS	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
EPS*	0,01	-0,07	0,01	0,07	0,14	0,18
CFPS*	0,07	0,02	0,10	0,16	0,23	0,27
BVPS*	0,41	0,60	0,86	0,93	1,07	1,25
P/E	195,34	-17,74	103,83	18,45	9,40	7,06
P/CF	18,66	59,98	12,27	7,93	5,61	4,68
P/BV	3,15	2,13	1,49	1,38	1,20	1,03
EV/SALES	3,80	1,63	0,71	0,48	0,27	0,13
EV/EBITDA	14,14	28,98	6,93	3,36	1,61	0,70
EV/EBIT	60,96	-20,33	30,69	6,06	2,29	0,93

Fonte: Execus; Stime: Banca Finnat; (*) al netto azioni proprie

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>)⁴.

Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi

La presente ricerca è prodotta su incarico remunerato da parte dell'emittente. Si comunica, inoltre, che Banca Finnat svolge il ruolo di specialist in favore dell'emittente.

⁴ 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, purtroppo, 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^{Quotate}

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.



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 ⁽⁵⁾. 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

⁵ 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.

di Banca Finnat

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

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

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

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

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

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

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

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

La società dichiara di aver:

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

ESG

La società dichiara che:

- tra i dipendenti della società, il 27,3% è rappresentato da donne mentre tra i collaboratori esterni il 57% sono donne. Inoltre, un dirigente su quattro è di sesso femminile;
- viene data la possibilità di lavoro da remoto (*smartworking*) e orari di lavoro flessibili per dipendenti in maternità e paternità;
- nel 2024, ha ottenuto la certificazione HappyAtWork 2024;
- vengono applicate le norme in vigore in termini di sicurezza sul lavoro per garantire la salute dei lavoratori;
- i dipendenti della società usufruiscono di un piano formativo che comprende i corsi relativi all'uso di LinkedIn e alle tematiche di *social selling*. Inoltre, è previsto anche un piano mensile di sedute formative di aggiornamento per affinare gli skills personali dei singoli in base al ruolo;
- sono previsti contatti regolari tra responsabile e dipendenti per monitorare la soddisfazione dei dipendenti, condividere eventuali problematiche e definire assieme le soluzioni. Con cadenza settimanale viene organizzata una riunione con la direzione della società per discutere di temi di natura organizzativa;
- viene applicata la normativa GDPR e, inoltre, è prevista l'erogazione di corsi di cybersecurity per tutti i dipendenti;
- ha ottenuto, nel 2022, la certificazione ISO 9001 EA 33-35-37 per la vendita e noleggio di software e servizi innovativi nel campo del *social media marketing* in Italia e all'estero nonché per l'erogazione di corsi di formazione. Certificazione rinnovata e valida fino al giugno

2028;

- viene utilizzata una dashboard aziendale per tenere traccia della soddisfazione della clientela. All'interno della piattaforma è presente un sistema di semafori che avverte il team di Execus in caso di necessità e permette loro di mettere in atto azioni per migliorare la qualità del servizio offerto. Inoltre, è in fase di sviluppo il tracciamento della *client satisfaction* mediante *survey* telefoniche AI;
- i rapporti con le istituzioni locali vengono curati attraverso partnership e sponsorship con società sportive. In particolare, nel 2022, Execus è stata partner/sponsor di Waterpolo Milano Metanopoli mentre nel 2023 ha collaborato con i Seamen Milano, team di football americano. Nel 2024 ha sostenuto Ateleia, un'associazione culturale, nel 2025 Fiorenere, associazione no profit e collaborazione con Crazy Volley Rozzano;
- i rapporti con enti di ricerca e università avvengono attraverso corsi di master tenuti dal presidente del CDA, Gianni Adamoli, professore a chiamata, per i master organizzati da ISTUD e per il Fondazione Collegio delle Università di Milano, per le sessioni di Personal Branding e Social Attitude. Inoltre, Execus ha attivato stage curricolari con le principali università della Lombardia (Università Cattolica del Sacro Cuore, IULM, Università di Milano Bicocca, LIUC Università Cattaneo);
- è co-organizzatore, tramite il presidente del CDA 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 18.

Le informazioni riportate nella presente sezione ESG si basano su apposito database realizzato dall'Osservatorio "ESG PMI-quoted" 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.