

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

Execus S.p.A.

Settore: MarTech
Codice negoziazione Bloomberg: EXEC IM
Mercato: Euronext Growth Milan
Prezzo al 10/04/2026
1,12€ (price at market close)

Capitalizzazione di Borsa:	8.519.452 €
Numero di azioni:	7.606.654
Patrimonio netto al 31.12.2025:	5.751.000 €
Outstanding warrants (1:2):	558.000

Data ed ora di produzione:
10.04.2026 ore 17:00
Data ed ora di prima diffusione:
13.04.2026 ore 13:25
Ufficio Ricerca ed Analisi
Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)

Tel. +39 0669933.440

Stefania Vergati

Tel. +39 0669933.228

Pierluigi Cosentino

Tel. +39 0669933.601

Pietro Zaja

Tel. +39 0669933.712

 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.) attiva 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 31.12.2025 mostrano ricavi di vendita pari a €9,2 milioni, in crescita del 100% rispetto al 2024 e a fronte di un target da noi previsto per fine anno pari a 8,4 milioni mentre il valore della produzione si è attestato a €9,6 milioni rispetto ai €5,2 milioni del 2024 e rispetto alle nostre stime pari a €8,8 milioni. Tale dinamica riflette sia l'ampliamento del perimetro di consolidamento sia una crescita organica sostenuta. Il margine operativo lordo (Ebitda) si è attestato a €1 milione, rispetto alle €293 migliaia del 2024 e rispetto alle €904 migliaia da noi stimate. Tuttavia, l'Ebit si è mantenuto negativo per €269 migliaia, dall'utile operativo da noi atteso per il 2025 pari a €204 migliaia, risentendo dell'incremento degli ammortamenti legati principalmente agli investimenti in asset immateriali. Analogamente, la perdita netta si è attestata a €460 migliaia, dalla perdita di €549 migliaia del 2024. La posizione finanziaria netta appare sostanzialmente in equilibrio, con un debito netto pari a €22 migliaia.

▪ Alla luce dei risultati consuntivi 2025, abbiamo aggiornato le stime per il periodo previsionale 2026-2029. Prevediamo una crescita del valore della produzione che dovrebbe raggiungere gli €11,2 milioni a fine 2026 e attestarsi a €15,5 milioni nel 2029, per un CAGR 2025-2029 del 12,8%. L'Ebitda è ora atteso pari a €1,9 milioni a fine 2026 per poi crescere a €3,4 milioni a fine arco di piano, per una crescita media annua del 35,4% e una marginalità in progressivo miglioramento fino al 21,8% nel 2029. Ci attendiamo un ritorno all'utile netto già dal 2026, pari a €430 migliaia, con una crescita fino a €1,3 milioni a fine 2029. Alla luce delle nuove stime, alziamo la valorizzazione a €2,2, mantenendo una Raccomandazione di: **BUY**

KEY FINANCIALS (k €)

Anno al 31/12	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
Valore della produzione	5.199	9.581	11.185	12.901	14.451	15.532
EBITDA	293	1.006	1.941	2.458	3.242	3.379
EBIT	-418	-269	811	1.178	1.942	2.179
Utile netto di Gruppo	-549	-460	430	668	1.165	1.319
Cash-flow	162	815	1.560	1.948	2.465	2.519
PFN	1.309	-22	49	945	1.691	2.792
Patrimonio netto di Gruppo	4.089	5.751	6.182	6.851	7.348	8.171

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.

Execus si posiziona all'intersezione di due mercati strutturalmente in crescita e sempre più convergenti: da un lato l'intelligenza artificiale applicata ai processi di crescita del business, dall'altro la protezione digitale.

Il primo ambito, riconducibile ai segmenti *MarTech* e *SalesTech*, è sostenuto dalla crescente adozione 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) nei processi di marketing, vendita e gestione dei dati, con un mercato atteso superare i \$300 miliardi entro il 2026.

In parallelo, il mercato della *Cyber Security* è previsto superare i \$400 miliardi entro il 2027, sostenuto dall'aumento dell'esposizione ai rischi digitali derivanti dalla crescente digitalizzazione, dalla moltiplicazione dei dati gestiti e dall'automazione dei processi aziendali. In tale contesto, i due trend risultano sempre più interdipendenti: l'adozione di soluzioni AI-driven nei processi di marketing e vendita comporta infatti un ampliamento della superficie di rischio, rendendo la protezione dei dati, la continuità operativa e la governance digitale elementi strutturali dei modelli di crescita.

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. Purtroppo, 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 contesto, Execus si configura come un Growth & Protection Enabler. Il Gruppo combina, infatti, una value proposition nativamente basata sull'intelligenza artificiale (attraverso piattaforme proprietarie e sviluppo di AI Agent) con un'offerta integrata di protezione digitale (*Cyber Security*, compliance e governance dei dati). Tale approccio consente di affiancare ai driver di crescita un layer strutturato di protezione, rispondendo in modo coerente all'evoluzione della domanda e rafforzando il posizionamento competitivo nel medio-lungo termine. 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.

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, si posiziona, così, quale partner strategico per PMI e *large corporate*, offrendo servizi mirati alla generazione, conversione e fidelizzazione dei 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*). A tale offerta si affianca un layer dedicato alla *Cyber Security*, finalizzato alla protezione dei dati, alla gestione dei rischi digitali e al presidio degli aspetti di governance e compliance, rafforzando ulteriormente il posizionamento di Execus come piattaforma integrata a supporto della crescita e della resilienza operativa dei clienti.

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 sono stati 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 (Klecks 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 AI proprietarie sono:

- **AIHeroo:** 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:

- **Klecks:** 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.

Nel corso del 2025 Execus ha avviato la nuova divisione *Cyber*, ampliando il proprio posizionamento strategico verso servizi di protezione dei dati e sicurezza informatica, in complementarità all'offerta tradizionale focalizzata sulla crescita commerciale. L'offerta si articola in soluzioni evolutive che includono: i) attività di **Resilience** (backup, disaster recovery e continuità operativa); ii) **Hygiene** (gestione e messa in sicurezza degli endpoint, patching e riduzione delle vulnerabilità); iii) servizi di monitoraggio continuo **SOC/NOC** finalizzati alla prevenzione, rilevazione e gestione degli incidenti. In un contesto in cui i principali rischi per le PMI derivano sempre più da inefficienze operative e carenze nei processi di governance IT, la divisione *Cyber* si propone come strumento di semplificazione e controllo, traducendo la complessità tecnica in indicatori e KPI utili al management. In prospettiva, l'integrazione tra soluzioni di marketing, AI e cyber security potrebbe favorire rilevanti opportunità di cross-selling sulla base clienti esistente, oltre a promuovere una maggiore fidelizzazione e una più elevata ricorrenza dei ricavi, rafforzando il posizionamento del Gruppo quale piattaforma integrata a supporto della crescita e della resilienza operativa dei clienti.



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

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 sottoscriversi 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 massime 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 alle 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.

In data 8 Febbraio 2026 la società ha comunicato di aver ottenuto 2,66 milioni di euro di finanziamenti agevolati dal MIMIT a sostegno del progetto di ricerca e sviluppo "GLOPS". L'iniziativa, con orizzonte di 24 mesi, è finalizzata allo sviluppo di una piattaforma tecnologica per la digitalizzazione e l'efficienza dei processi nelle stazioni di servizio, con attenzione alla riduzione dell'impatto ambientale. Le agevolazioni

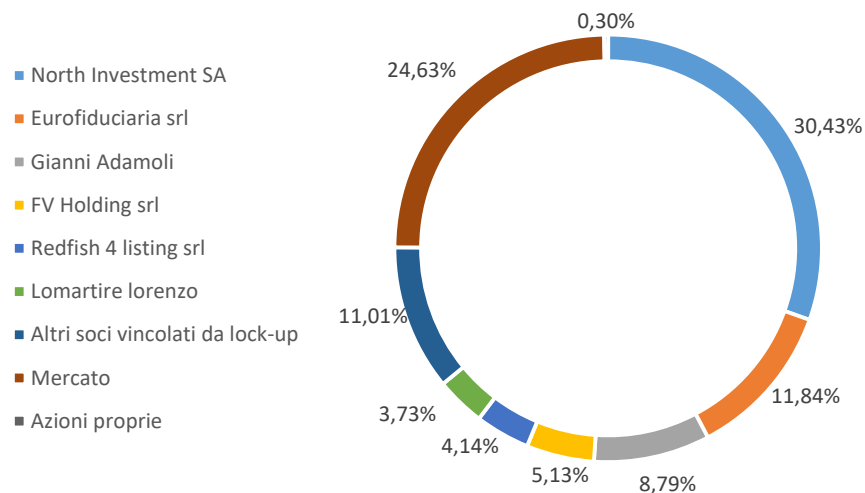
includono finanziamenti a tasso agevolato e contributi a fondo perduto e coinvolgono anche le controllate Adasta Media e ZCA Digital, rafforzando il posizionamento del Gruppo su innovazione, sostenibilità e crescita tecnologica.

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

Sono quotati attualmente sul mercato n.558.00 *warrants* ("Execus S.p.A. 2023-2026"), emessi in sede di IPO. Per il loro esercizio, nel rapporto 1:2 (n. 1 azione di compendio per ogni n. 2 *warrants* esercitati), è previsto un residuale periodo di esercizio compreso tra l'1 e il 16 ottobre 2026 ad un prezzo di sottoscrizione di ciascun'azione di compendio pari a € 2,22.

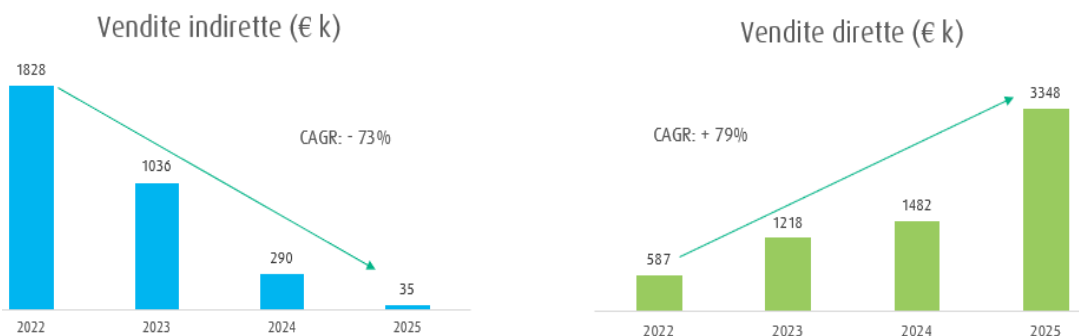
Risultati al 31.12.2025

€/k	2024	2025	Var %	FY2025E*
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	4.621	9.243	100,00	8.400
Altri ricavi e proventi	577	338	-41,46	420
VALORE DELLA PRODUZIONE	5.199	9.581	84,29	8.820
Materie prime	14	484	3374,52	239
%	0,27	5,05		2,71
Servizi	2.981	4.530	51,94	4.697
%	57,35	47,28		53,25
Godimento beni di terzi	445	549	23,40	330
%	8,56	5,73		3,74
Variazione di materie prime, sussidiarie e di consumo	0	0		0
%	0,00	0,00		0,00
VALORE AGGIUNTO	1.759	4.018	128,48	3.554
%	33,83	41,94		40,30
Costo del lavoro	1.017	2.721	167,55	2.500
%	19,56	28,40		28,34
Oneri diversi di gestione	448	291	-35,10	150
%	8,62	3,04		1,70
EBITDA	293	1.006	243,16	904
%	5,64	10,50		9,40
D&A	711	1.275	79,30	700
EBIT	-418	-269		204
%	n.a.	n.a.		2,32
Proventi/(Oneri) finanziari	-84	-158		-60
UTILE ANTE IMPOSTE	-502	-427		144
%	n.a.	n.a.		1,64
Imposte	-91	40		50
Tax rate (%)	n.a.	n.a.		35,00
RISULTATO NETTO	-411	-467		94
%	n.a.	n.a.		1,06
Minorities	138	-7		0
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	-549	-460		94
%	n.a.	n.a.		n.a.
Cash Flow	162	815		794
PFN	1.309	-22		3.461
Patrimonio netto di Gruppo	4.568	6.095		6.064

Fonte: Execus; (*) Stime Banca Finnat al 06.10.2025

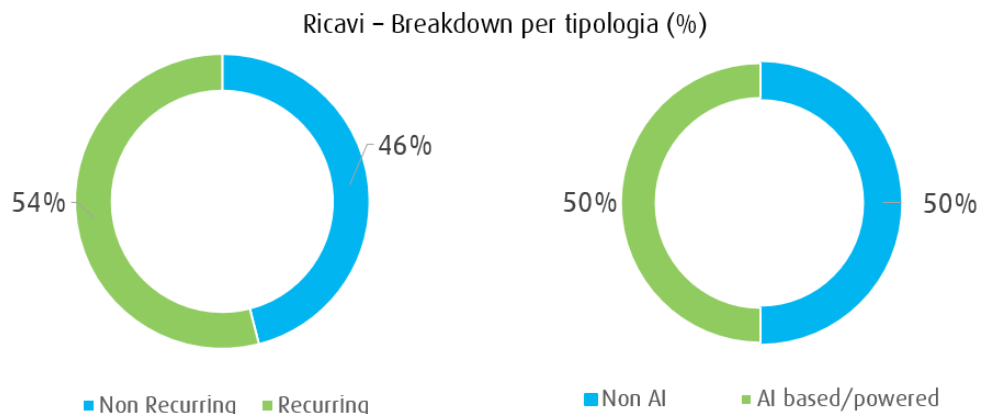
I risultati consolidati 2025 di Execus evidenziano un esercizio di forte espansione dimensionale, sostenuto sia dalla crescita organica sia dall'ampliamento del perimetro di consolidamento. I ricavi delle vendite si sono attestati a €9,2 milioni, in aumento del 100% rispetto ai €4,6 milioni del 2024 mentre il valore della produzione ha raggiunto i €9,6 milioni rispetto ai €5,2 milioni di fine 2024 (+84,3%). I dati risultano, inoltre, superiori alle attese da noi formulate in precedenza, che indicavano ricavi per circa €8,4 milioni e un valore della produzione per €8,8 milioni, evidenziando una crescita più sostenuta del previsto sia per effetto delle operazioni straordinarie sia per una dinamica organica favorevole.

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 €3,3 milioni rispetto a €1,5 milioni di dicembre 2024, a €1,2 milioni del consuntivo 2023 e rispetto alle €587 migliaia del consuntivo 2022, per un tasso di crescita media annua del 79%. Al contrario, le vendite indirette hanno registrato un andamento decrescente, con un tasso di crescita negativo, del 73% nell'ultimo quadriennio.



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 31 dicembre 2025 circa il 50% 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 54% dei ricavi del Gruppo.



Fonte: Execus; Elaborazione: Banca Finnat

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 €2,9 milioni a dicembre 2024 a €4,5 milioni a consuntivo 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 (+168% 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 un margine operativo lordo (Ebitda) pari a €1 milione, rispetto alle €293 migliaia al 31 dicembre 2024 (€904 migliaia le nostre previsioni per fine 2025), per una marginalità in crescita dal 5,6% al 10,5%.

Nonostante il miglioramento dell'Ebitda, il risultato operativo netto (Ebit) è rimasto ancora negativo a causa del significativo incremento degli ammortamenti (+79%) legati, principalmente, agli investimenti in asset immateriali e alle operazioni di crescita per linee esterne. La perdita operativa si è quindi attestata a €269 migliaia, rispetto alle nostre attese di un risultato positivo per circa €204 migliaia, sebbene in miglioramento rispetto alla perdita di €418 migliaia del consuntivo 2024.

Analogamente, il risultato netto di Gruppo resta negativo per €460 migliaia a consuntivo 2025, rispetto alla perdita di €549 migliaia del 2024 ma a fronte di nostre attese di un utile di circa €94 migliaia.

La posizione finanziaria netta è risultata, a fine 2025, sostanzialmente in equilibrio, con un debito netto pari a €22 migliaia, rispetto a una posizione di cassa netta di €1,3 milioni del 2024. Il patrimonio netto si è attestato a circa €6,1 milioni a fine 2025, in crescita rispetto ai €4,6 milioni del 2024, risultando sostanzialmente in linea con le attese. L'incremento riflette, principalmente, gli aumenti di capitale realizzati nel periodo, aumenti che hanno consentito di sostenere il piano di sviluppo del Gruppo.

Outlook 2026-2029

Old 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	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	
%	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	
%	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	
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 al 14.04.2025

New estimates

EUR (K)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	CAGR 25/29
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	4.621	9.243	11.035	12.800	14.350	15.382	13,58
Altri ricavi e proventi	577	338	150	101	101	150	
VALORE DELLA PRODUZIONE	5.199	9.581	11.185	12.901	14.451	15.532	12,84
Materie prime (incl. var.ni materie)	14	484	331	382	470	490	
%	0,27	5,05	2,96	2,96	3,25	3,15	
Servizi	2.981	4.530	5.260	5.881	6.249	6.763	10,54
%	57,35	47,28	47,03	45,58	43,24	43,54	
Godimento beni di terzi	445	549	72	88	90	90	
%	8,56	5,73	0,64	0,69	0,62	0,58	
VALORE AGGIUNTO	1.759	4.018	5.522	6.550	7.642	8.189	19,48
%	33,83	41,94	49,37	50,77	52,88	52,72	
Costo del lavoro	1.017	2.721	3.401	3.911	4.220	4.630	14,21
%	19,56	28,40	30,41	30,32	29,20	29,81	
Oneri diversi di gestione	448	291	180	180	180	180	
%	8,62	3,04	1,61	1,40	1,25	1,16	
EBITDA	293	1.006	1.941	2.458	3.242	3.379	35,37
%	5,64	10,50	17,35	19,06	22,43	21,75	
D&A	711	1.275	1.130	1.280	1.300	1.200	
EBIT	-418	-269	811	1.178	1.942	2.179	
%	n.a.	-2,81	7,25	9,13	13,44	14,03	
Proventi/(Oneri) finanziari	-84	-158	-150	-150	-150	-150	
UTILE ANTE IMPOSTE	-502	-427	661	1.028	1.792	2.029	
%	n.a.	-4,46	5,91	7,97	12,40	13,06	
Imposte	-91	40	231	360	627	710	
Tax rate (%)	n.a.	-9,37	35,00	35,00	35,00	35,00	
RISULTATO NETTO	-411	-467	430	668	1.165	1.319	
%	n.a.	-4,87	3,84	5,18	8,06	8,49	
Minorities	138	-7	0	0	0	0	
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	-549	-460	430	668	1.165	1.319	
%	n.a.	-4,80	3,84	5,18	8,06	8,49	
Cash Flow	162	815	1.560	1.948	2.465	2.519	
PFN	1.309	-23	49	945	1.691	2.792	
Patrimonio netto di Gruppo	4.089	5.751	6.182	6.851	7.348	8.171	
CIN	3.327	6.132	6.474	6.248	5.998	5.720	
NWC	862	2.804	3.242	3.534	3.359	3.541	
CAPEX	1.270	2.254	856	764	711	672	
ROI	n.a.	-4,4	12,5	18,9	32,4	38,1	
ROE	n.a.	-8,0	7,0	9,8	15,9	16,1	

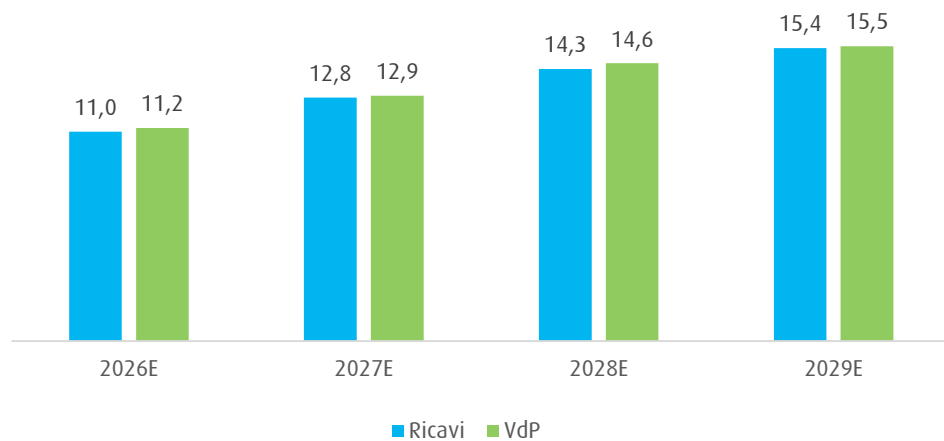
Fonte: Execus; Stime Banca Finnat

Alla luce dei risultati consuntivi 2025, che mostrano una dinamica operativa leggermente superiore alle nostre attese ma una redditività netta inferiore alle previsioni, abbiamo aggiornato il modello previsionale per il periodo 2026-2029.

Stimiamo ora che i ricavi di vendita possano aumentare da €9,2 milioni registrati a consuntivo 2025 fino a €11 milioni attesi a fine 2026, dai €10,9 milioni della nostra precedente stima, per poi raggiungere i €15,4 milioni a consuntivo 2029. Tale miglioramento 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.

Il valore della produzione dovrebbe così passare da €9,6 milioni registrati a consuntivo 2025 a €11,2 milioni attesi nel 2026 (€11 milioni la nostra precedente stima), fino al raggiungimento di €15,5 milioni a fine 2029, per un CAGR 2025-2029 del 12,8%.

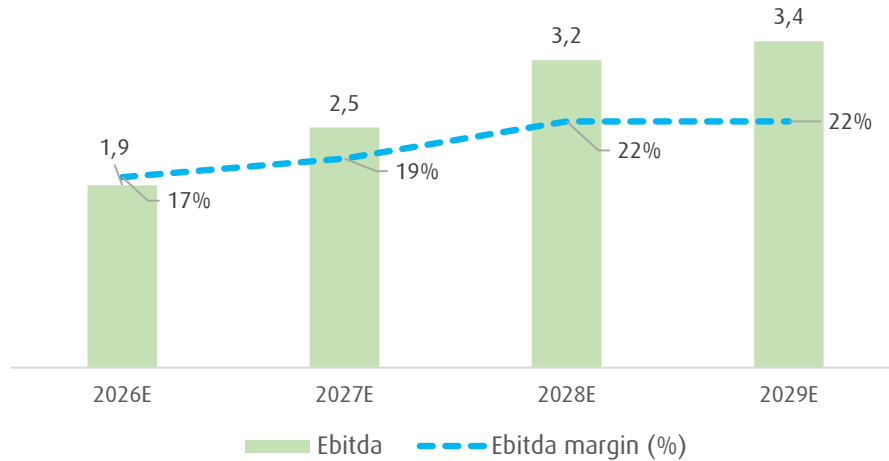
Ricavi & VdP (€ mln)



Stime: Banca Finnat

L'incremento dei ricavi, congiuntamente allo sviluppo di un'offerta AI-based a più elevata marginalità, dovrebbe sostenere una crescita elevata del margine operativo lordo (Ebitda) per tutto l'arco di piano. Prevediamo che questo possa attestarsi a €1,9 milioni a consuntivo 2026 (da un margine operativo lordo pari a €1 milione conseguito al 31 dicembre 2025 e rispetto alle nostre precedenti stime pari a €1,5 milioni), a €2,5 milioni nel 2027 (€2,3 milioni il precedente target), per giungere a €3,2 milioni a fine 2028 (da €2,9 milioni precedentemente attesi) e a €3,4 milioni nel 2029, per una crescita media annua (CAGR 25-29) al 35,4% e per una marginalità in crescita dal 17,4% atteso a fine 2026 al 21,8% nel 2029.

Ebitda (€ mln) & Ebitda margin (%)



Stime: Banca Finnat

In merito al risultato operativo netto (Ebit), questo lo stimiamo pari a €811 migliaia a consuntivo 2026, rispetto a una perdita operativa netta di €269 migliaia a fine 2025 (€872 migliaia precedentemente preventivati), in crescita a €1,2 milioni nel 2027 (da €1,7 milioni precedentemente stimati), per giungere a €1,9 milioni a fine 2028 (€2,2 milioni le nostre precedenti previsioni) fino a €2,2 milioni a consuntivo 2029. La marginalità sul valore della produzione la stimiamo al 7,3% a fine 2026, al 13,4% a fine 2028 per giungere al 14% a fine arco di piano.

Attendiamo, per fine 2026, un utile netto di Gruppo pari a €430 migliaia (€528 migliaia precedentemente preventivati), da una perdita di €460 migliaia dell'esercizio 2025, per giungere a €1,2 milioni a consuntivo 2028 (€1,4 milioni le nostre precedenti stime) e a €1,3 milioni a consuntivo 2029.

Stimiamo una posizione finanziaria netta positiva (cassa) durante l'intero arco di piano, passando da €49 migliaia attesi a consuntivo 2026 (da un debito netto pari a €22 migliaia del consuntivo 2025) a €2,8 milioni nel 2029, a fronte di un patrimonio netto di Gruppo stimato pari a €6,2 milioni a fine 2026 e a €8,2 milioni a fine 2029.

Valuation

Ai fini della valutazione abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2026/2029.

Il tasso di crescita perpetua lo manteniamo invariato e pari all'1% ed il WACC è stato determinato all'11,1% (precedente 11,92%) in funzione di un Risk Free Rate al 3,9% (precedente 3,5%), un Coefficiente Beta *unlevered* pari allo 0,72 (fonte: Damodaran, settore: "Business & Consumer Services" europeo, quale media di un campione composto da 176 società) e un Market Risk Premium al 10% (precedente 9,9%).

Otteniamo un Enterprise Value pari a € 16,7 milioni ed un valore ad equity pari a €2,2/azione. La nostra raccomandazione permane di **acquisto (BUY)**.

CASH FLOW MODEL (K €)

	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	811	1.178	1.942	2.179
Tax rate	35,00	35,00	35,00	35,00
NOPAT	527	766	1.262	1.416
D&A	1.130	1.280	1.300	1.200
Capex	856	764	711	672
CNWC	438	292	117	6
FOCF	363	990	1.734	1.938

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,0
WACC (%)	11,10
Discounted Terminal Value	12.985
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	3.742
Enterprise Value	16.727
Net financial position as of 31/12/2025	-22
Equity Value	16.705
Nr. Shares (x) [^]	7.583.808
Value per share (€)	2,20

Stime: Banca Finnat; [^] al netto delle azioni proprie

WACC Calculation (%)

Risk free rate	3,90
Market risk premium	10,00
Beta (x)	0,72
Cost of Equity	11,10
WACC	11,10

Stime: Banca Finnat

TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

	2026E	2027E	2028E	2029E
P/E [*]	38,87	24,99	14,34	12,67
P/CF [*]	10,71	8,57	6,78	6,63
P/BV [*]	2,70	2,44	2,27	2,04
EV/SALES	1,49	1,23	1,04	0,90
EV/EBITDA	8,61	6,43	4,65	4,13
EV/EBIT	20,60	13,42	7,76	6,41

Stime: Banca Finnat; (^{*}) al netto delle azioni proprie

INCOME STATEMENT (EUR K)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
Valore della produzione	5.199	9.581	11.185	12.901	14.451	15.532
Materie prime	14	484	331	382	470	490
Servizi	2.981	4.530	5.260	5.881	6.249	6.763
Godimento beni di terzi	445	549	72	88	90	90
Costo del lavoro	1.017	2.721	3.401	3.911	4.220	4.630
Oneri diversi di gestione	448	291	180	180	180	180
EBITDA	293	1.006	1.941	2.458	3.242	3.379
D&A	711	1.275	1.130	1.280	1.300	1.200
EBIT	-418	-269	811	1.178	1.942	2.179
Proventi/(Oneri) finanziari	-84	-158	-150	-150	-150	-150
Utile Ante Imposte	-502	-427	661	1.028	1.792	2.029
Imposte	-91	40	231	360	627	710
Tax-rate (%)	0,18	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35
Risultato Netto	-411	-467	430	668	1.165	1.319
Minorities	138	-7	0	0	0	0
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	-549	-460	430	668	1.165	1.319
Cash Flow	162	815	1.560	1.948	2.465	2.519
BALANCE SHEET (EUR k)	2024	2025	2026E	2027E	2027E	2028E
Patrimonio Netto Totale	4.568	6.109	6.523	7.192	7.689	8.512
PFN	1.241	-22	49	945	1.691	2.792
CIN	3.327	6.132	6.474	6.248	5.998	5.720
FINANCIAL RATIOS (%)	2024	2025	2026E	2027E	2027E	2028E
EBITDA margin	5,6	10,5	17,4	19,1	22,4	21,8
EBIT margin	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	7,3	9,1	13,4	14,0
Net margin	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	3,8	5,2	8,1	8,5
ROI	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	12,5	18,9	32,4	38,1
ROE	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	7,0	9,8	15,9	16,1
GROWTH (%)	2024	2025	2026E	2027E	2027E	2028E
Valore della produzione	127,1	84,3	16,7	15,3	12,0	20,4
EBITDA	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	93,0	26,6	31,9	37,4
EBIT	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	45,3	64,8	84,9
Net Profit	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	55,5	74,3	97,3
Cash Flow	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	91,4	24,9	26,5	29,3
VALUATION METRICS	2024	2025	2026E	2027E	2027E	2028E
EPS*	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,06	0,09	0,15	0,17
CFPS*	0,02	0,11	0,21	0,26	0,33	0,33
BVPS*	0,60	0,81	0,86	0,95	1,01	1,12
P/E	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	19,82	12,74	7,31	6,46
P/CF	52,49	10,45	5,46	4,37	3,46	3,38
P/BV	1,87	1,39	1,31	1,18	1,11	1,00
EV/SALES	1,40	0,89	0,76	0,59	0,47	0,37
EV/EBITDA	24,83	8,49	4,36	3,08	2,11	1,70
EV/EBIT	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	10,44	6,43	3,52	2,63

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

Raccomandazioni emesse sul titolo Ena nei 12 mesi precedenti

Date	Rating	Target Price	Market Price
06.10.2025	Buy	2,1 €	€1,28
14.04.2025	Buy	1,9 €	€1,23

Rating System (orizzonte temporale di 12 mesi)

BUY (acquistare): qualora il target price risulti superiore di oltre il 15% rispetto al prezzo corrente di mercato

HOLD (mantenere): qualora il target price risulti compreso nel range +/-15% rispetto al prezzo corrente di mercato

SELL (vendere): qualora il target price risulti inferiore di oltre il 15% rispetto al prezzo corrente di mercato

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

Banca Finnat Research Rating Distribution**31/03/2026**

N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 26	BUY	HOLD	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	77%	15%	0%	8%
Percentuali di società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	-	100%

DISCLAIMER

Informazioni generali

La ricerca è stata preparata da **Pierluigi Cosentino**, 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.

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 prestatato servizi bancari, di investimento o accessori) si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche.

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.

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 Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli Studi Roma Tre) 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.
- Nonostante la società non abbia ottenuto la qualifica di B-Corp o di azienda benefit, ne soddisfi standard particolarmente elevati di governance e trasparenza verso i fattori ESG in quanto:
 - 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.
- Purtuttavia, facendo significativa disclosure sulle determinanti ESG nella propria comunicazione aziendale (Bilancio, sito WEB, Report di sostenibilità, notizie, ecc.), è stata considerata "committed" sui fattori ESG.

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 aziendale dell'Università degli Studi Roma Tre, 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 da Banca Finnat e dal Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli Studi Roma Tre.

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 ed 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 ⁽²⁾. 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

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



L'incontro ESG con gli analisti di Banca Finnat

Execus ha accolto la proposta di sottoporsi ad un incontro mirato con i nostri analisti ed alla somministrazione di un questionario appositamente predisposto, volti ad approfondire direttamente con il management caratteristiche e policy ESG adottate dall'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 degli Studi Roma Tre, 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 tre 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. Inoltre, ha iniziato il percorso di certificazione ISO 27001:2022;
- 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 Fiorenero, associazione no profit e collaborazione con Crazy Volley Rozzano. Dal 2026 coordina probono tutte le attività comunicative di "Le Stelle di Lorenzo", ATS lombarda.
- 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 giugno 2026);
- 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 19.

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.