

ZEST

Sector: Venture Capital

BUY

Price: Eu0.16 - Target: Eu0.32

Un diamante grezzo nel Venture Capital italiano

 Websim Team +39-02-76418200
 research@websim.it

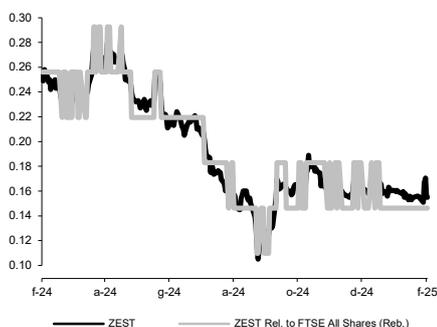
Stock Rating

 Rating: BUY (New Coverage)
 Target Price (Eu): 0.32 (New Coverage)

Next Event

 FY24 Results Out March 25th 2025

ZEST - 12M Performance



Stock Data

 Reuters code: ZEST.MI
 Bloomberg code: ZEST IM

Performance	1M	3M	12M
Absolute	-3.1%	-1.9%	-39.5%
Relative	-9.5%	-16.8%	-58.7%
12M (H/L)		0.28/0.11	
3M Average Volume (th):		170.62	

Shareholder Data

No. of Ord shares (mn):	161
Total no. of shares (mn):	161
Mkt Cap Ord (Eu mn):	25
Total Mkt Cap (Eu mn):	25
Mkt Float - Ord (Eu mn):	14
Mkt Float (in %):	56.7%
Main Shareholder:	
StarTIP S.r.l. (TIP Group)	13.7%

Balance Sheet Data

Book Value (Eu mn):	59
BVPS (Eu):	0.37
P/BV:	0.4
Net Financial Position (Eu mn):	-6
Enterprise Value (Eu mn):	31

Zest, nata nell'aprile 2024 dall'incorporazione di Digital Magics in LVenture Group, è il primo operatore italiano di dimensione europea per investimenti in venture capital early-stage, accelerazione startup, scale-up e programmi di open innovation e corporate venturing. Grazie a oltre 20 anni di esperienza nel settore, può contare su un know-how consolidato e su una rete di relazioni di lungo termine con una moltitudine di attori, sia sul lato corporate, sia sul lato investitori e partner. Riteniamo che Zest rappresenti un'opportunità unica per investire nel venture capital italiano, puntando su un portafoglio composto da oltre 250 startup attive su diversi settori digitali e beneficiando di una valutazione di mercato a sconto di oltre il 60% rispetto al fair value. Avviamo la copertura del titolo con rating BUY e target price di Eu0.32, pari ad un potenziale upside di circa il 100%.

- Il leader italiano nell'investimento in startup:** La fusione tra DM ed LVG ha dato vita a Zest, il principale player italiano, di rilevanza internazionale, specializzato negli investimenti in startup, nell'open innovation e nel corporate venturing, capace di attrarre i migliori talenti imprenditoriali e offrire un contributo tangibile all'intero ecosistema dell'innovazione in Italia, grazie agli oltre 20 anni di esperienza nel settore, nel corso dei quali ha investito in più di 500 startup ad alto potenziale. I due principali azionisti, TIP Group (13.7%) e LUISS (11.7%), ed il maggiore co-investitore, CDP Venture Capital, rappresentano ulteriori bollini di garanzia.
- Mercato del VC atteso in forte sviluppo in Italia:** Il mercato italiano del VC, pur con un peso ancora inferiore al 3% a livello europeo, sta mostrando una forte dinamicità e dovrebbe raggiungere nel 2028 un volume di investimenti di Eu5.5bn rispetto agli Eu1.5bn del 2024. Significative opportunità di business potranno derivare nei prossimi anni dal piano nazionale Transizione 5.0, finanziato con Eu6.3bn di fondi PNRR, e dal piano di investimenti di CDP Venture Capital 2024-2028 da Eu8bn.
- Portafoglio Investimenti da oltre 250 startup:** Il Portafoglio Investimenti di Zest si compone di oltre 250 partecipazioni in startup, di cui circa 40 acquisite nel solo 2024, con un fair value che al 3Q24 ammontava a Eu57.6mn, pari a circa 2.2x i valori di carico, ed un IRR implicito intorno al 22%. Nel 2024 sono state realizzate tre Exit, tutte di successo (Futura, Cardo AI e Fitprime), per un controvalore complessivo di Eu6.2mn, rispetto a Eu2.0mn di Exit realizzate da DM e LVG nel 2023. Il filo conduttore del Portafoglio è rappresentato dalla digitalizzazione e dall'innovazione tecnologica, con presenza nei settori Lifestyle & Culture (23%), Data & Digitization (19%), Smart City & Factory (19%), Fintech & Insurtech (18%), Cleantech (9%), Food & Agricoltura (6%) e Health & Lifescience (6%). Le attività consulenziali, di affitto spazi e organizzazione eventi dovrebbero generare nel 2025 circa Eu11mn di ricavi, con EBITDA vicino al break-even che dovrebbe migliorare nei prossimi anni.
- Sconto sul fair value di oltre il 60%, BUY:** Dalla nostra SoP emerge un fair value di circa Eu65mn di cui circa Eu61mn rappresentati dal valore del Portafoglio atteso a fine 2025. Rating BUY con TP di Eu0.32, che include uno sconto liquidità del 20%.

Key Figures & Ratios	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales (Eu mn)	7	9	11	12	13
EBITDA Adj (Eu mn)	-1	11	0	0	1
Net Profit Adj (Eu mn)	-3	10	-2	-1	0
EPS New Adj (Eu)	-0.028	0.073	-0.011	-0.006	0.000
EPS Old Adj (Eu)					
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	nm	3.7	nm	nm	nm
EV/EBIT Adj	nm	4.2	nm	nm	nm
P/E Adj	nm	2.1	nm	nm	nm
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	-1.1	0.6	-14.0	-658.8	5.0

ZEST – Key Figures						
Profit & Loss (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales	4	7	9	11	12	13
EBITDA	0	-1	11	-0	-0	1
EBIT	-1	-3	10	-2	-1	0
Financial Income (charges)	-1	0	-0	-0	-0	-0
Associates & Others	-1	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	-1	-3	10	-2	-1	-0
Taxes	-0	-0	0	0	0	0
Tax rate	-2.7%	-1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Minorities & Discontinued Operations	0	0	0	0	0	0
Net Profit	-1	-3	10	-2	-1	-0
EBITDA Adj	0	-1	11	-0	-0	1
EBIT Adj	-1	-3	10	-2	-1	0
Net Profit Adj	-1	-3	10	-2	-1	-0
Per Share Data (Eu)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	100	101	161	161	161	161
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	100	101	161	161	161	161
EPS f.d	-0.012	-0.028	0.073	-0.011	-0.006	0.000
EPS Adj f.d	-0.012	-0.028	0.073	-0.011	-0.006	0.000
BVPS f.d	0.385	0.335	0.397	0.368	0.424	0.493
Dividend per Share ORD	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash Flow (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Gross Cash Flow	0	2	-3	-0	-0	1
Change in NWC	-1	0	2	-0	-0	-0
Capital Expenditure	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Other Cash Items	-0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	-2	2	-1	-1	-1	0
Acquisitions, Divestments & Other Items	-1	-2	1	2	2	2
Dividends	0	0	0	0	0	0
Equity Financing/Buy-back	2	0	0	0	0	0
Change in Net Financial Position	-1	1	-0	1	1	2
Balance Sheet (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Fixed Assets	37	33	58	65	73	82
Net Working Capital	2	2	1	1	1	1
Long term Liabilities	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Net Capital Employed	38	34	59	65	73	82
Net Cash (Debt)	1	-1	-7	-6	-5	-3
Group Equity	38	33	52	59	68	79
Minorities	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Net Equity	39	34	52	59	68	79
Enterprise Value (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Average Mkt Cap	36	33	34	25	25	25
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	1	-1	-7	-6	-5	-3
Enterprise Value	35	34	41	31	30	28
Ratios (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA Adj Margin	3.6%	nm	124.4%	nm	nm	5.1%
EBIT Adj Margin	nm	nm	108.8%	nm	nm	0.5%
Gearing - Debt/Equity	-1.5%	2.6%	13.6%	10.9%	7.8%	4.2%
Interest Cover on EBIT	nm	20.9	34.0	nm	nm	0.7
Net Debt/EBITDA Adj	-3.5	-1.1	0.6	-14.0	-658.8	5.0
ROACE*	-10.5%	-67.1%	482.1%	-58.5%	-32.8%	2.6%
ROE*	-3.0%	-7.7%	20.2%	-2.9%	-1.4%	0.0%
EV/CE	7.3	7.8	20.4	11.8	12.2	11.7
EV/Sales	8.0	4.8	4.6	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA Adj	nm	nm	3.7	nm	nm	nm
EV/EBIT Adj	nm	nm	4.2	nm	nm	nm
Free Cash Flow Yield	-6.2%	9.5%	-4.9%	-5.1%	-2.8%	0.3%

Source: Intermonte SIM estimates

Company in Brief

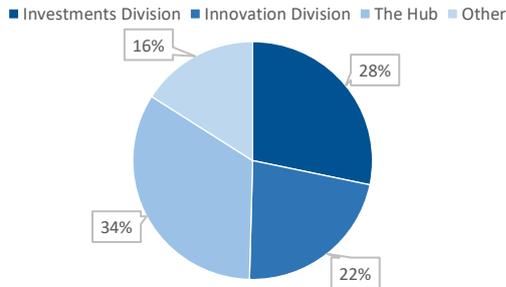
Descrizione della società

Zest, nata nell'aprile 2024 dalla fusione per incorporazione di Digital Magics in LVenture Group, è una società italiana specializzata in investimenti in venture capital early-stage e nell'accelerazione di startup, oltre che nell'open innovation e nel corporate venturing. La società si concentra su settori tecnologici innovativi, tra cui AI, Cleantech, Fintech, Insurtech, IoT, Proptech, Traveltech e Digital. Con un bagaglio di oltre 20 anni di esperienza nel settore, Zest ha investito in più di 500 startup ad alto potenziale.

Punti di forza/Opportunità

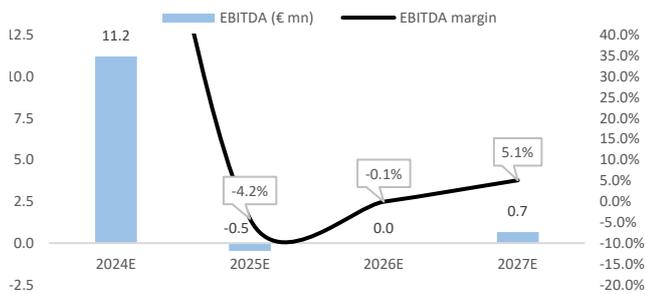
- Primo operatore italiano di dimensione europea per investimenti early-stage, accelerazione startup, scale-up e programmi di open innovation e corporate venturing
- Consolidato know-how e relazioni di lungo termine con società di venture capital e business angels grazie all'ultraventennale esperienza nel settore
- Supporto strategico e di business da parte degli azionisti TIP e LUISS
- Significative opportunità di business derivanti dal piano nazionale Transizione 5.0, finanziato con Eu6.3bn di fondi PNRR, e dal piano di investimenti di CDP Venture Capital 2024-2028 da Eu8bn
- Opportunità di ottimizzazione dei costi a seguito della fusione

Zest – 1H2024 Sales Breakdown



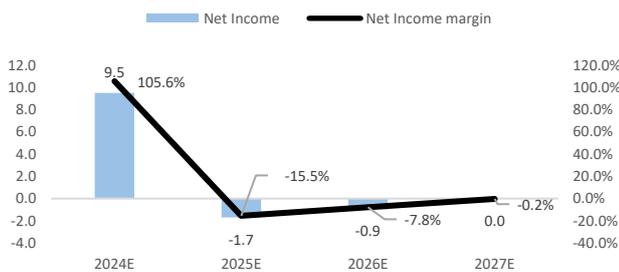
Source: Company Data

Zest – 2024E-2027E EBITDA (Eu mn) and EBITDA Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Zest – 2024E-2027E Net Income (Eu mn) & Net Income Margin (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Management

Executive Chairman: Marco Gay
CEO: Luigi Capello
CFO: Alessandro Malacart

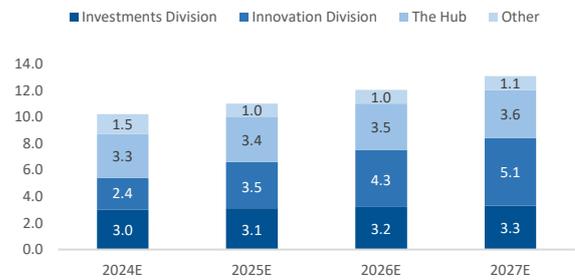
Azionisti

StarTIP Srl (TIP Group)	13.7%
LUISS	11.7%
LV.EN H. Srl (L.Capello)	8.6%
Alberto Fioravanti	4.4%
WebW. Srl (M.G.Gay)	3.3%
Market float	58.3%

Rischi/Debolezze

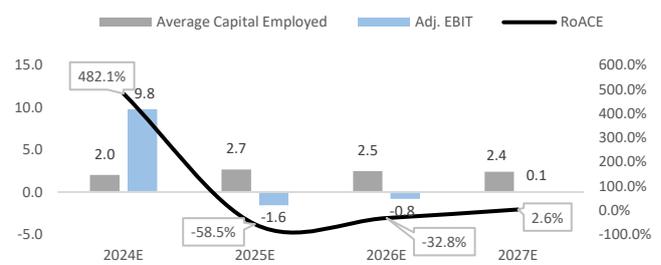
- Portafoglio concentrato per il 94% su società italiane
- Ridotta capitalizzazione di borsa
- Disponibilità finanziarie contenute
- Dimensioni marginali del mercato italiano del Venture Capital in ambito europeo

Zest – 2024E-2027E Net Turnover Breakdown by Division (Eu mn)



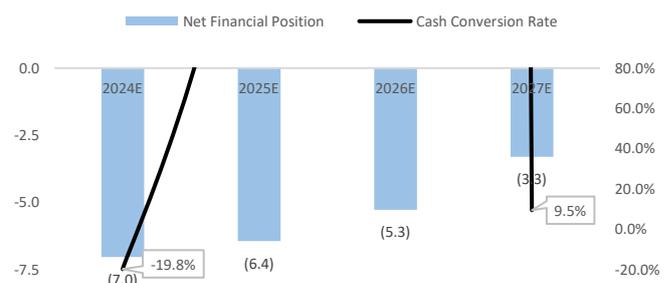
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Zest – 2024E-2027E RoACE Evolution (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Zest - 2024-2027E NFP (Eu mn) and Cash Conversion Rate (%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Contents

Company in Brief	3
Panoramica della società	5
Azionariato	5
Top management	6
Mercato di riferimento	8
Panoramica del mercato del Venture Capital	8
Andamento del Venture Capital in Europa	8
Andamento del Venture Capital in Italia	9
Modello di business e strategia	13
Investments Division	13
Innovation Division	23
The Hub	26
Strategia	26
Analisi finanziaria	28
Analisi economica	28
Analisi patrimoniale e del cash flow	31
Stime 2024-2027	33
Stime 2024	33
Stime 2025-2027	33
Valutazione e conclusioni	36
Fair value del Portafoglio Investimenti	36
Valutazione delle attività operative	36
Somma delle parti e target price	37
Conclusioni	37

Panoramica della società

Zest S.p.A., quotata sul mercato Euronext Milan, è la **società nata dalla fusione per incorporazione di Digital Magics S.p.A. (DM) in LVenture Group S.p.A. (LVG)**, con l'obiettivo di creare il primo operatore nazionale di dimensione europea negli investimenti early-stage & seed, nell'accelerazione di startup & scale-up e nell'open innovation & corporate venturing, rappresentando un punto di riferimento per tutto l'ecosistema italiano dell'innovazione. La società dispone di tre sedi a Roma, Milano e Torino.

Digital Magics, fondata nel 2003, ed LVenture Group, fondata nel 2013, rappresentavano i **due principali acceleratori e incubatori certificati di startup innovative in Italia**. I loro modelli di business erano simili e prevedevano l'investimento diretto in start-up digital e innovative, attraverso la sottoscrizione o l'acquisizione di partecipazioni o di strumenti finanziari partecipativi in fase di pre-seed o seed, apportando risorse qualificate attraverso una gestione attiva degli investimenti (c.d. approccio "hands on"), per supportare le imprese partecipate nel go-to-market e nel percorso di crescita, al fine di creare valore per i propri azionisti mediante le plusvalenze da realizzare in fase di exit in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo.

Il processo di integrazione tra le due società è stato formalmente avviato il 10 marzo 2023 con la sottoscrizione di un primo term-sheet (ancora non vincolante), ha ottenuto il via libera dai rispettivi CdA il 28 giugno 2023 ed è stato completato il **1° aprile 2024, data di efficacia della fusione**. Il rapporto di concambio prevedeva l'assegnazione agli azionisti DM di 46 nuove azioni Zest (la nuova denominazione LVG a seguito della fusione) per ogni 5 azioni DM detenute. Sulla base di tale rapporto, alla data di efficacia della fusione gli azionisti ex-DM detenevano il 63% del capitale sociale di Zest, mentre gli azionisti ex-LVG detenevano il restante 37%. I principali azionisti delle due società hanno inoltre sottoscritto un patto parasociale che, oltre a disciplinare il loro diritto di voto in assemblea su alcuni temi straordinari, prevedeva che la carica di **Presidente Esecutivo di Zest** fosse assunta da **Marco Gabriele Gay**, già Presidente Esecutivo di DM, e la carica di **Amministratore Delegato di Zest** fosse assunta da **Luigi Capello**, già Amministratore Delegato di LVG.

A seguito della fusione, Zest ha riorganizzato l'attività su **due veicoli operativi** denominati Zest Investments S.r.l. e Zest Innovation S.r.l. A **Zest Investments** è stato conferito un ramo d'azienda relativo alla gestione del portafoglio nelle startup, guidato da **Gabriele Ronchini (Amministratore Delegato)**, mentre a **Zest Innovation** è stato conferito un ramo d'azienda relativo alla consulenza corporate, guidato da **Antonella Zullo (Amministratore Delegato)**. A fine settembre 2024 Zest Investments deteneva in portafoglio oltre 250 partecipazioni in startup, con un fair value IFRS di Eu57.55mn, pari a Eu0.36 per azione, e Zest Innovation aveva oltre 100 controparti tra imprese e istituzioni.

Zest – Group Structure (pag. 13)



Source: Websim Corporate on Company Presentation

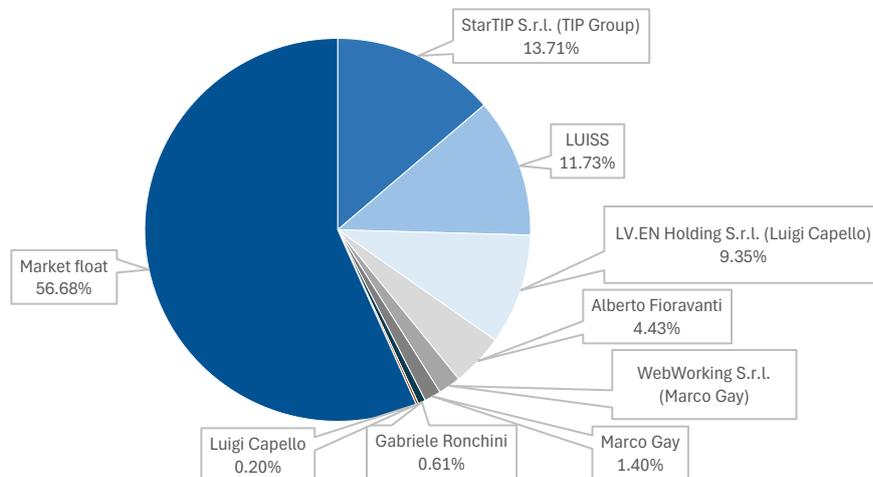
Azionariato

Zest ha un **capitale sociale** composto da **160,706,075 azioni**, controllato da un **patto parasociale** che rappresenta il **40.1% del capitale**. Il patto, stipulato il 28 giugno 2023 e divenuto efficace a seguito della fusione con una durata di tre anni, stabilisce le regole di corporate governance della società e disciplina i diritti e gli obblighi dei soci. Il **flottante** rappresenta il **56.7% del capitale**. Qui di seguito gli azionisti che partecipano al patto parasociale.

- **StarTIP S.r.l. (13.7%)**: società del Gruppo Tamburi Investment Partners
- **LUISS Libera Università Internazionale degli Studi Sociali Guido Carli (11.7%)**
- **LV.EN. Holding S.r.l. (9.3%)**: società controllata da Luigi Capello (le azioni conferite al patto parasociale rappresentano il 6.2% del capitale)
- **Alberto Fioravanti (4.4%)**: socio co-fondatore di DM e Chief Technology Officer di Zest

- **WebWorking S.r.l. (1.9%)**: società controllata da Marco Gay
- **Marco Gay (1.4%)**: già Presidente Esecutivo di DM, ora Presidente Esecutivo di Zest
- **Gabriele Ronchini (0.6%)**: socio co-fondatore di DM e Amministratore Delegato di Zest Investments
- **Luigi Capello (0.2%)**: socio co-fondatore di LVG, di cui era Amministratore Delegato, ora Amministratore Delegato di Zest (le azioni conferite al patto parasociale rappresentano lo 0.1% del capitale)

Zest – Shareholding Structure



Source: Company data

Top management



Marco Gay (Presidente Esecutivo)

Nato a Torino nel 1976, ha maturato oltre 20 anni di esperienza imprenditoriale nel settore digitale e dell'innovazione. Ha radici imprenditoriali che lo hanno influenzato nella sua visione etica e strategica. È attualmente Presidente dell'Unione Industriali Torino ed ha ricoperto e ricopre incarichi di rilievo in diverse organizzazioni: ex Presidente di Confindustria Piemonte, Anitec-Assinform e dei Giovani Imprenditori (sia regionali sia nazionali); membro del CdA di Online Sim, Talent Garden (dal 2016), Politecnico di Torino e in passato del Sole 24 Ore e dell'Università LUISS Guido Carli; dal 2021, partecipa come mentor al programma CEO Connect dell'Università Bocconi. In precedenza, è stato Amministratore Delegato in aziende dei settori Digital Health, Advertising e Healthtech. È Presidente dell'advisory board di Blooming Group S.p.A. e della Fondazione Ricerca & Imprenditorialità.



Luigi Capello (Amministratore Delegato)

Nato a Roma nel 1960, laureato in Economia presso la LUISS di Roma, ha frequentato l'Executive Program for Growing Companies presso la Stanford University e ha insegnato Imprenditorialità e Venture Capital alla LUISS. Ha sviluppato la propria attività lavorativa in Banche di Investimento e fondi di Private Equity fino al 2008. Imprenditore e business angel, ha avviato numerose iniziative imprenditoriali e realizzato importanti exit. Inoltre, ha fondato e guidato LVG ed ha promosso il primo ecosistema integrato italiano di venture capital e l'acceleratore di startup LUISS Enlabs, nato nel 2013 in joint venture con l'Università LUISS. È co-fondatore del primo gruppo di business angel italiani, Italian Angels for Growth (IAG), con i quali ha investito in numerose startup.



Alessandro Malacart (CFO)

Nato a Milano nel 1961, laureato in Scienze dell'Informazione presso l'Università degli Studi di Milano, la sua carriera è stata caratterizzata da una forte competenza nella gestione finanziaria, nelle operazioni straordinarie e nell'accompagnamento di società verso processi di crescita e quotazione in borsa. Dal 2014 ha ricoperto il ruolo di CFO di DM, dove si è occupato della supervisione di tutte le attività ordinarie e straordinarie. In passato è stato anche Amministratore Delegato di Corporate & Finance, dello stesso Gruppo, contribuendo in modo significativo alla sua evoluzione. Precedentemente è stato membro del CdA di Brainspark PLC, società di investimento, e di aziende tecnologiche come Inferentia (ora Beewize) e AISoftw@re (ora Exprivia), dove ha guidato processi di IPO e ha gestito operazioni strategiche e organizzative.



Gabriele Ronchini (Amministratore Delegato di Zest Investments)

Nato in Brianza nel 1964, si è laureato in Scienze dell'Informazione, con specializzazione in cibernetica e reti neurali, presso l'Università degli Studi di Milano ed ha successivamente intrapreso un percorso professionale che lo ha portato a ricoprire ruoli di rilievo in diverse aziende, tra cui IBM Consulting e Grey Interactive. Nel 2003 ha co-fondato DM, di cui è stato Amministratore Delegato dal 2015 fino alla fusione con LVG. Ha contribuito allo sviluppo di oltre cento startup e ha ricoperto ruoli di rilievo anche in iniziative legate alla pubblicità online.



Antonella Zullo (Amministratore Delegato di Zest Innovation)

Nata a Campobasso nel 1967, si è laureata in Finanza presso la LUISS Business School. La sua carriera è stata caratterizzata da un forte impegno nell'accompagnare le aziende nel processo di innovazione e trasformazione digitale, supportando la crescita di startup e PMI innovative attraverso strategie di corporate venturing e open innovation. Ha ricoperto posizioni di rilievo in LVG, dove ha assunto il ruolo di Head of Open Innovation.

Mercato di riferimento

Il Gruppo Zest rappresenta un sistema integrato che seleziona i migliori talenti nell'imprenditoria digitale, investe nel capitale di rischio delle startup selezionate e le supporta nel percorso di crescita fino a realizzare l'exit. Il Gruppo opera anche come partner strategico delle imprese italiane con progetti e servizi per l'innovazione e la trasformazione digitale beneficiando di relazioni commerciali e partnership complementari utili a rafforzare la capacità di sviluppo del portafoglio investimenti. Il suo **mercato di riferimento** è quello del **Venture Capital**.

Panoramica del mercato del Venture Capital

Il Venture Capital (VC) è una forma di finanziamento destinata a startup e aziende innovative con alto potenziale di crescita, ma anche elevato rischio. Gli investimenti VC sono suddivisi in **round di finanziamento**, ciascuno caratterizzato da uno specifico obiettivo e livello di maturità aziendale.

Tipologie principali di investitori

- **Business Angels:** individui che investono nelle fasi iniziali.
- **Fondi di VC:** gestiscono capitali per investimenti in startup ad alto potenziale.
- **Corporate VC:** divisioni di investimento di grandi aziende.
- **Private Equity e Hedge Funds:** investono nelle fasi più mature.

Suddivisione dei round di finanziamento

I round di VC si classificano in base al livello di maturità e necessità di capitale dell'azienda. Sono generalmente suddivisi in tre macrocategorie: **Early Stage**, **Growth Stage** e **Late Stage**.

- **Early Stage:** questi round finanziano startup nelle fasi iniziali, quando l'idea è ancora in sviluppo o appena validata.
 1. **Pre-seed:** round da Eu10k a Eu500k, in cui intervengono family & friends, business angels e pre-seed funds, con l'obiettivo di validare l'idea e sviluppare un prototipo.
 2. **Seed:** round da Eu500k a Eu2mn, in cui intervengono angel investors, fondi seed-stage e crowdfunding, con l'obiettivo di costruire il prodotto e dimostrare il problem-solution fit.
 3. **Series A:** round da Eu2mn a Eu15mn, in cui intervengono fondi di VC con l'obiettivo di scalare il modello di business e dimostrare il product-market fit.
- **Growth Stage:** in questa fase, l'azienda ha un prodotto validato e ricavi significativi e punta alla crescita rapida.
 4. **Series B:** round da Eu10mn a Eu50mn, in cui intervengono fondi growth stage e corporate VC, con l'obiettivo di espandere l'attività e acquisire una maggiore quota di mercato.
 5. **Series C:** round da Eu50mn a Eu200mn, in cui intervengono private equity, hedge funds e corporate VC, con l'obiettivo di scalare a livello globale, acquisire concorrenti e diversificare l'offerta.
- **Late Stage:** questi round preparano l'azienda per la fase di exit, come una IPO o un'acquisizione.
 6. **Series D (e successivi):** round da oltre Eu200mn, in cui intervengono private equity e investitori istituzionali, con l'obiettivo di consolidare la posizione e prepararsi per un'exit.
 7. **Pre-IPO:** round da oltre Eu500mn, in cui hedge funds e fondi pre-IPO, con l'obiettivo di preparare la startup per la quotazione in borsa.

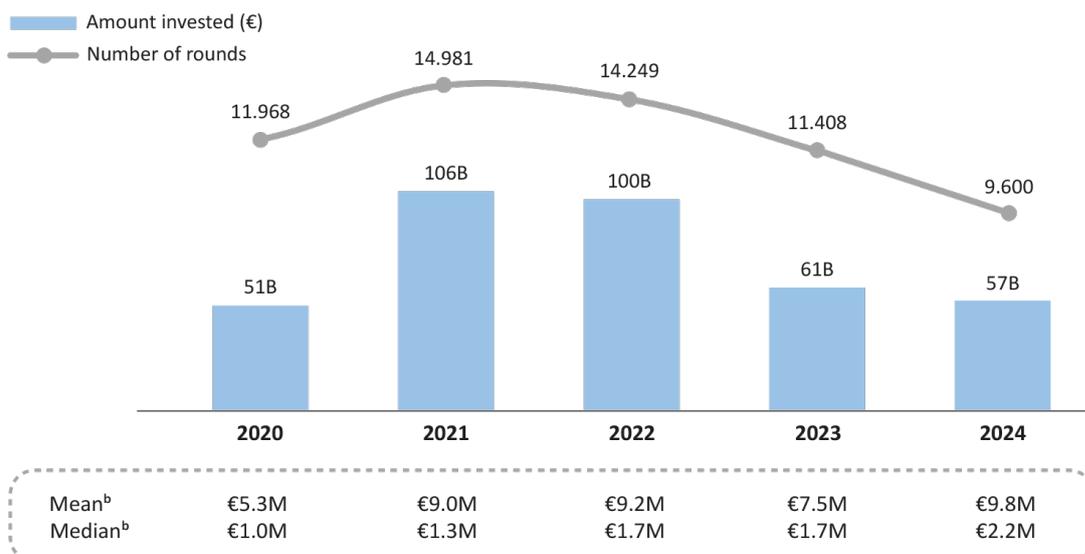
Questa struttura consente alle startup di accedere al capitale necessario per ogni fase del loro sviluppo, affrontando sfide specifiche e aumentando il valore per investitori e fondatori. **L'area di intervento di Zest** si colloca tipicamente nelle **fasi di pre-seed, seed e follow on nelle startup a più alto potenziale**.

Andamento del Venture Capital in Europa

Il **mercato europeo del Venture Capital nel 2023 ha registrato una flessione significativa**, con investimenti che hanno subito una contrazione del 39% rispetto all'anno precedente (Eu61bn da Eu100bn) e numero di operazioni in calo del 20% (11,408 da 14,249), con un valore medio delle operazioni in diminuzione del 18% (Eu7.5mn da Eu9.2mn). Il ridimensionamento del mercato nel 2023 è riconducibile principalmente all'aumento dei tassi di interesse (il tasso BCE ha raggiunto il 4.5% a settembre 2023 dal 2% di inizio anno), tuttavia va sottolineato che **il 2021 ed il 2022 sono stati due anni eccezionali** per il Venture Capital europeo e che rispetto al 2020 (Eu51bn) gli investimenti del 2023 sono stati superiori del 20%, pur con un calo del 5% del numero di operazioni. **Nel 2024 si è assistito ad una tendenziale stabilizzazione del mercato**, con un calo degli investimenti limitato al 7% YoY (Eu57bn) ed una riduzione del numero di operazioni del 16% YoY (9,600).

Venture Capital in Europe: 2020-2024

As expected, with €57B raised in 9,600 rounds^a, the European VC market is comparable to 2023 (-16% in dealmaking and -8% in amount invested)¹



Sources:

- a. PitchBook 2024 Annual European Venture Report;
- b. Growth Capital elaboration based on PitchBook data

Notes: 1. PitchBook data may slightly change in the future, due to delays in data update and constant backward correction

Source: Websim Corporate on Growth Capital, Venture Capital Report, Italy Q4-24 & FY-24

I **principali deal** realizzati in Europa nel **2024** hanno riguardato i **settori Software** (Wayve, Nebius, Mistral AI) e **Fintech** (Abound, Monzo).

Venture Capital in Europe: top 5 deals in 2024

TOP 5 DEALS ^a	SECTOR	STAGE	SIZE	INVESTORS
WAYVE	Software	Series C	€ 980M	Nvidia, Eclipse Ventures, Softbank Group, Microsoft, Uber
	Fintech	Series B	€ 933M ¹	GSR Ventures, K3 Ventures, Salica Investments, West Coast Capital, Tom Hunter
NEBIUS	Software	Growth VC	€ 667M	Accel, Nvidia, Orbis Investment Management
MISTRAL AI_	Software	Series B	€ 600M ¹	Andreessen Horowitz, Belfius Investment Partners, Bertelsmann Investments, BNP Paribas
monzo	Fintech	Growth VC	€ 580M	GV, CapitalG, Tencent, Ribbit Capital, HongShan, Hedosophia, Top Tier Capital, Passion Capital

Source: a. Growth Capital elaboration based on Pitchbook data Notes: 1. Value including debt and equity

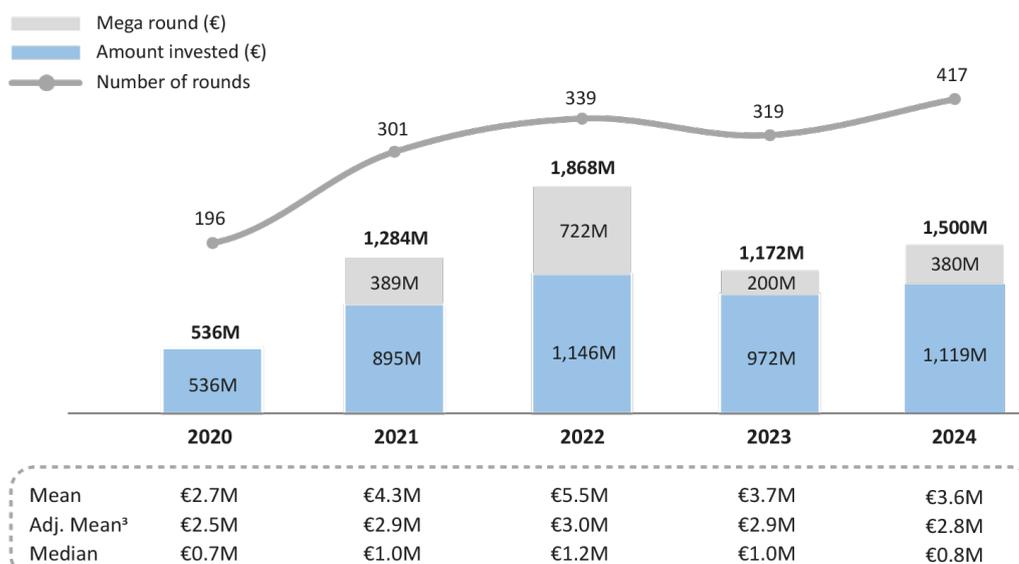
Source: Websim Corporate on Growth Capital, Venture Capital Report, Italy Q4-24 & FY-24

Andamento del Venture Capital in Italia

Anche in Italia il Venture Capital ha registrato una forte contrazione nel 2023, che si è chiuso con investimenti in calo del 37% YoY a Eu1.17bn da Eu1.87bn (-34% in UK, -36% in Francia, -45% in Spagna), tuttavia il numero di operazioni è sceso di appena il 6% YoY a 319 da 339 (-22% in UK, -22% in Francia, -43% in Spagna), mentre il valore medio delle operazioni è diminuito del 33% YoY a Eu3.7mn da Eu5.5mn (-16% a Eu7.3mn in UK, -18% a Eu7.8mn in Francia, -5% a Eu4.4mn in Spagna). Escludendo i mega round (operazioni da Eu100mn in su) il mercato italiano nel 2023 si è contratto solo del 15% YoY a Eu0.97bn da Eu1.15bn. Il Venture Capital italiano ha dunque mostrato una maggiore resilienza rispetto agli altri mercati europei nel corso del 2023, e nel 2024 ha già registrato un significativo recupero raggiungendo quota Eu1.50bn (+28% YoY), di cui circa 1/4 (Eu0.38bn) provenienti da 3 mega round (Bending Spoons, NewCleo e MMI).

Venture Capital in Italy: 2020-2024

With €1,500M raised in 417 rounds, 2024 is the best year by # of rounds (+31% vs 2023), and the 2nd-best year after 2022 in terms of amount, both with and without mega rounds^{1,2}



Notes:

- For the purposes of the report, mega rounds are defined as transactions where the equity component is equal to or exceeds €100M;
- BendingSpoons, MMI, NewCleo. As the two tranches of NewCleo's round are €87M in Q2 and €48M in Q3, this Report considers the fundraising as a single round of €135M. D-Orbit is not considered as mega round in 2024, despite the second tranche announced in Q3-24, because they had already been considered in 2023 when the first tranche was announced;
- Mean without outliers. For the purpose of the report, outliers are defined as rounds that are very far from the average amount for the quarter

Source: Websim Corporate on Growth Capital, Venture Capital Report, Italy Q4-24 & FY-24

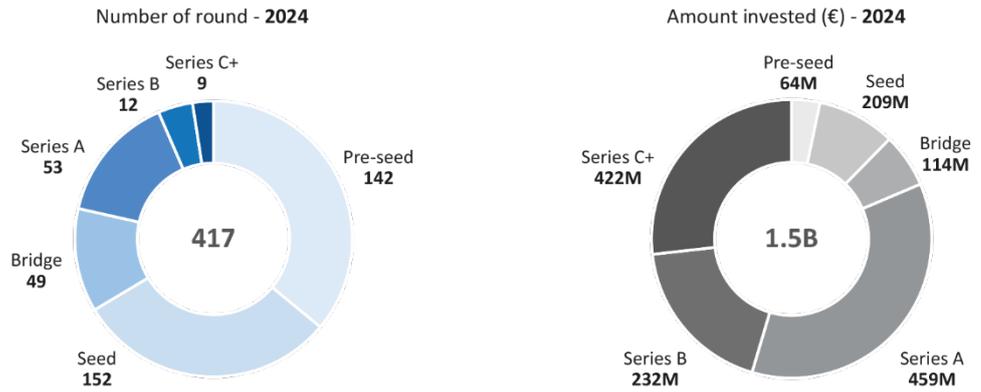
Il mercato italiano del Venture Capital, pur con un peso ancora marginale a livello europeo (inferiore al 3%), **ha mostrato una forte dinamicità nel periodo 2013-2023**, rappresentando un catalizzatore per l'ecosistema innovativo del paese. Sulla base dei dati del report "State of Italian VC" di P101 Ventures, dal 2013 al 2023, il Venture Capital italiano ha investito ben Eu8bn nelle startup, registrando un CAGR del 23% rispetto al 19% della media europea, e contribuendo alla crescita di oltre 13,000 startup e 2,000 PMI. Nel solo 2023, queste imprese hanno generato un fatturato complessivo di oltre Eu9.3bn, impiegando circa 62,000 persone. La valutazione dell'ecosistema delle startup italiane, pari a circa Eu67bn in termini di Enterprise Value, è aumentata di 25 volte nel periodo 2013-2023, più del doppio rispetto alla media europea, con una crescita accelerata nel 2023 che ha registrato un incremento YoY del 27% rispetto al 7% della media europea. Questi numeri confermano la scalabilità dei modelli di business delle startup italiane e l'emergere di entità con ulteriore potenziale di sviluppo, soprattutto nel settore tecnologico.

Pur con un ritardo temporale significativo nello sviluppo dell'ecosistema delle startup in Italia rispetto a Spagna, Francia e Germania, l'impennata del numero di società sostenute dal Venture Capital nella penisola (2,983 nel 2023 da 726 nel 2013, +311%) pone le basi per uno sviluppo accelerato. **La media di valutazione delle startup italiane nel 2023 ha superato Eu22mn**, registrando un **CAGR del 19% su base decennale**, il più alto in Europa. Paesi come la Germania e la Francia presentano ancora valutazioni medie delle startup quasi doppie rispetto a quelle dell'Italia, tuttavia, tale divario dovrebbe ridursi rapidamente nei prossimi anni.

Nel periodo 2019-2023 i fondi di Venture Capital europei hanno raccolto circa Eu109bn, registrando nel 2023 un calo del 32% YoY, mentre in Italia lo stesso anno sono stati raccolti Eu3.6bn da nuovi fondi, con un incremento dell'88% YoY. Nel 2023, inoltre, la dimensione media dei fondi italiani è cresciuta del 71% YoY. Il consistente aumento del numero di nuovi fondi di Venture Capital (11 nel 2023 da 3 nel 2019) e la loro crescente dimensione media indicano inequivocabilmente un **mercato in espansione e diversificato, che riflette la crescente fiducia degli investitori ed una più ampia gamma di opportunità di investimento nel paese**.

In particolare, **nei round Early Stage** (pre-seed, seed, bridge e series A) **sono stati investiti in Italia Eu3.7bn nel periodo 2013-2023**, con un incremento da Eu102mn nel 2013 a Eu516mn nel 2023, pari ad un **CAGR del 18%**, nonostante la flessione del 28% YoY registrata nel 2023, rappresentando il 94% del numero totale di round registrati nell'anno (88% la media europea). **Nel 2024, nei round Early Stage sono stati raccolti Eu846mn** (56% del totale) in 396 round (95% del totale), ed in particolare nei round pre-seed e seed sono stati raccolti Eu273mn (18% del totale) in 294 round (71% del totale). **Nei round Growth Stage nel periodo 2013-2023 sono stati investiti circa Eu2.2bn**, con un **CAGR del 23%** su base decennale, nonostante il calo del 26% registrato nel 2023. Nel 2023 hanno rappresentato meno del 6% dei round totali. **Nel 2024, nei round Growth Stage sono stati raccolti Eu654mn** (44% del totale). **I round Late Stage sono ancora poco frequenti in Italia**, con un incremento dell'importo investito da zero nel 2013 a Eu205mn nel 2023. Solo 12 operazioni sono state completate in questa categoria nel corso del decennio, con una concentrazione **nel periodo 2019-2023**, nei quali **l'investimento complessivo ha raggiunto circa Eu2.0bn**.

Venture Capital in Italy: analysis by round type in 2024

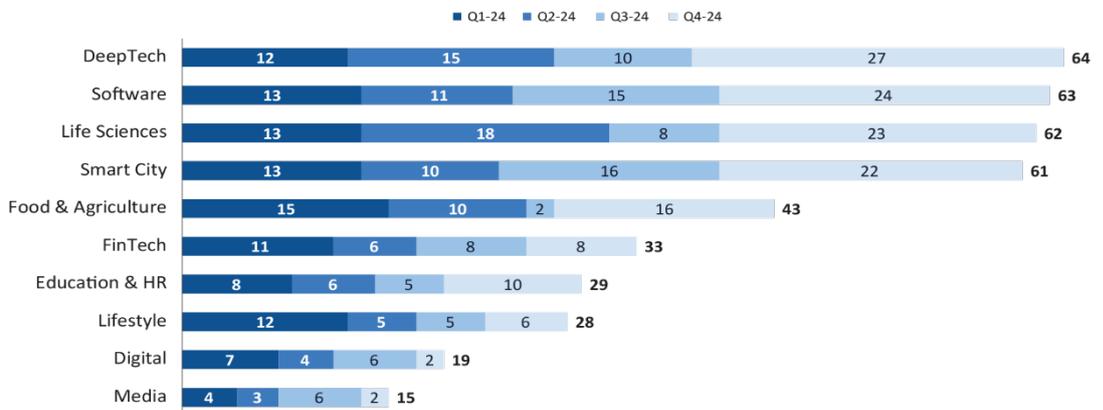


Source: Websim Corporate on Growth Capital, Venture Capital Report, Italy Q4-24 & FY-24

Nel 2023 in Italia c'è stato uno spostamento degli investimenti dai settori che avevano registrato una crescita molto forte durante la pandemia, come Fintech (Eu128mn investiti nel 2023 da Eu733mn nel 2022) e HealthTech (Eu123mn investiti nel 2023 da Eu324mn nel 2022), **verso tecnologie emergenti e sostenibili come Space** (Eu128mn investiti nel 2023) **ed Energy** (Eu147mn investiti nel 2023). Il settore **Software B2B**, tradizionale punto di riferimento per gli investitori, nel 2023 ha raggiunto il primo posto in classifica con una raccolta di Eu218mn. Gli investimenti in start-up legate agli obiettivi di sviluppo sostenibile hanno raggiunto Eu120mn, con un incremento del 60% rispetto al 2019, seppure ancora al di sotto del livello di picco del 2022. **Nel 2023 gli investimenti in start-up B2B sono risultati superiori del 45% rispetto al 2021 rappresentando l'82% del totale** (54% nel 2021), grazie principalmente al forte effetto traino della **tendenza in corso della digitalizzazione aziendale**. La concentrazione settoriale degli investimenti rimane elevata, con i primi 5 settori che rappresentano oltre il 50% del totale ed i primi 10 settori oltre l'80%.

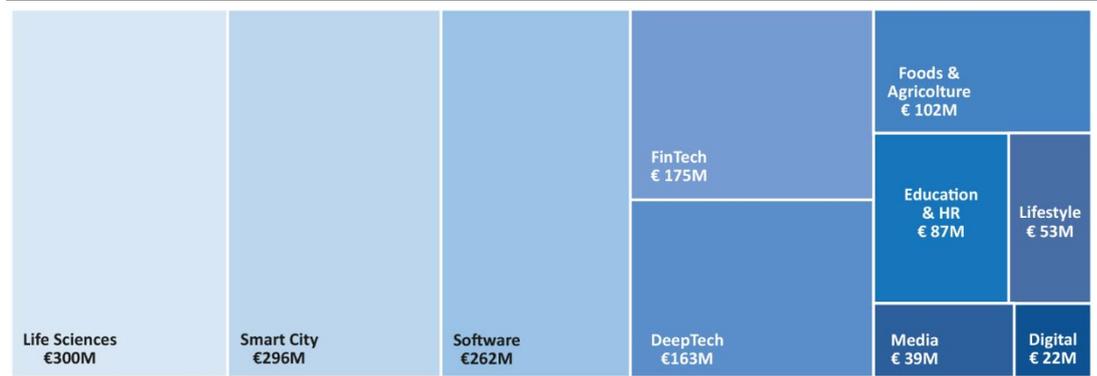
Nel 2024, il settore **DeepTech**, trainato dal picco degli investimenti nell'Intelligenza Artificiale verticale, ha guidato la classifica riferita al numero di round (64), seguito dai settori Software (63), Life Sciences (62), Smart City (61) e Food & Agricolture (43). Sulla base degli investimenti, la classifica del 2024 è invece guidata dal settore **Life Sciences** (Eu300mn), seguito da Smart City (Eu296mn), Software (Eu262mn), FinTech (Eu175mn) e DeepTech (Eu163mn).

Venture Capital in Italy: analysis by sector in 2024 (number of rounds)



Source: Websim Corporate on Growth Capital, Venture Capital Report, Italy Q4-24 & FY-24

Venture Capital in Italy: analysis by sector in 2024 (amount invested)



Source: Websim Corporate on Growth Capital, Venture Capital Report, Italy Q4-24 & FY-24

Venture Capital in Italy: top 5 deals in 2024

TOP 5 DEALS	SECTOR	STAGE	SIZE	INVESTORS ¹
BENDING SPOONS	Software	Growth VC	€ 144M	DurableCapitalPartnersLP, BaillieGifford, COXEnterprises, NB Renaissance, NUO Capital, StarTIP
newcleo <small>Futurable Energy</small>	Smart City	Series A	€ 135M*	Inarcassa, Ingérop, Walter Tosto, Other undisclosed investors
MMI <small>CONNECTING LIFE</small>	Life Sciences	Series C	€ 101M	Fidelity Management & Research Company, PanakésPartners, Andera Partners, BioStarVentures, btov, Deerfield, FountainHealthcarePartners, RACapitalManagement, Sambatech, WellingtonPartners
satispay	FinTech	Growth VC	€ 60M	Addition, Greyhound Capital, Lightrock
D-ORBIT	DeepTech	Series C	€ 50M*	Avantgarde, CDP Venture Capital, United Ventures, EIB, EIF, European Innovation Council Fund, Iberis Capital, IndacoVenture Partners, NEVA SGR, Phaistos Investment Fund, Primo Ventures, Seraphim Space

Notes: 1. Shaded investors are Italian and investors written in white are international, based on HQ location;
 2. Sum of two tranches: €87M announced in Q2-24 and €48M announced in Q3-24;
 3. Second tranche of a €150M round, with the first €100M invested by Marubeni Corporation in Q4-23

Source: Websim Corporate on Growth Capital, Venture Capital Report, Italy Q4-24 & FY-24

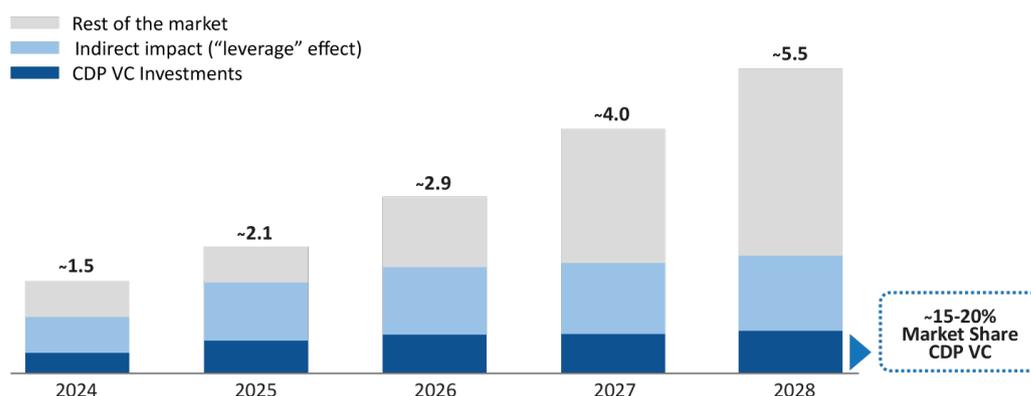
I disinvestimenti (exit) sono aumentati in modo significativo nel corso del decennio 2013-2023, in particolare attraverso M&A, con un aumento di 16 volte delle acquisizioni ed un picco storico di 234 operazioni nel 2023 (+47% YoY). Le IPO, invece, sono rimaste modeste e fluttuanti, in contrasto rispetto ad un panorama europeo più dinamico.

Gli investitori italiani continuano a dominare il panorama del VC domestico: nel 2023 hanno rappresentato il 69% del totale. La presenza di investitori europei e nordamericani è tuttavia aumentata, raggiungendo rispettivamente il 19% e l'8% nel 2023, rispetto al 10% e al 5% nel 2020. Gli investitori asiatici e di altri paesi hanno avuto un coinvolgimento minimo e fluttuante. Si conferma una correlazione positiva tra l'entità delle operazioni di finanziamento e il coinvolgimento degli investitori esteri, attribuita in parte alle dimensioni medie relativamente modeste dei fondi di VC italiani e al numero limitato di fondi italiani focalizzati sulla fase avanzata.

Nel complesso **l'ecosistema dell'innovazione in Italia sta vivendo una fase di forte sviluppo**. I programmi europei come Horizon 2020 e Horizon Europe sono stati importanti fonti di finanziamento per le università italiane, contribuendo alla crescita dell'ecosistema. Nel decennio 2014-2023 circa 7,500 progetti universitari italiani hanno ricevuto complessivamente Eu2.83bn e questa tendenza è attesa proseguire, contribuendo in modo significativo alla crescita economica ed al progresso tecnologico del paese. In particolare, aree come **Milano, Torino, Bologna e Roma** stanno diventando poli di innovazione, grazie alla collaborazione tra università, incubatori e acceleratori.

Un forte impulso al mercato del VC italiano arriverà nei prossimi anni da **CDP Venture Capital**, che nell'aprile 2024 ha presentato il **Piano Industriale 2024-2028**, denominato "Shaping Future", delineando una strategia volta a rafforzare l'ecosistema italiano del VC e a promuovere l'innovazione nel Paese. Il piano mira a raggiungere **Eu8bn di AUM entro il 2028**, di cui Eu1bn raccolto da investitori terzi. Gli investimenti si concentreranno su sette macroaree ritenute strategiche per l'economia nazionale: **Intelligenza Artificiale & Cybersecurity, AgrifoodTech, SpaceTech, Healthcare & Lifescience, CleanTech, IndustryTech, InfraTech & Mobility**. Sulla base delle stime di CDP Venture Capital, gli investimenti nel mercato VC Italia dovrebbero raggiungere il valore di **Eu5.5bn nel 2028**, pari ad un **CAGR del 36% nel quinquennio 2024-2028**.

Venture Capital in Italy: 2024-2028 projections (Eu bn)



Source: Websim Corporate on CDP Venture Capital SGR "Shaping Future – Industrial Plan 2024-2028"

Modello di business e strategia

Il Gruppo Zest ha **tre sedi (Roma, Milano e Torino)** ed è strutturato in **tre linee di business principali**.

- **Investments Division:** linea di business che fa capo alla controllata Zest Investments S.r.l., focalizzata negli investimenti in startup e PMI innovative a vocazione tecnologica e digitale.
- **Innovation Division:** linea di business che fa capo alla controllata Zest Innovation S.r.l., focalizzata su servizi di consulenza e formazione in ambito innovation, rivolti a imprese nazionali e internazionali e sui servizi di incubazione e accelerazione di progetti innovativi, startup e spinoff universitari e aziendali.
- **The Hub:** linea di business gestita direttamente dalla capogruppo, focalizzata sulla fornitura di servizi di co-working e organizzazione di eventi nell'Hub di Zest, all'interno della Stazione Termini di Roma.

Zest opera, inoltre, attraverso le società controllate **Livextention S.r.l. (88%)** e **Humaverse S.r.l. (85%)**, attive rispettivamente nell'ambito della **comunicazione digitale** e delle **soluzioni digitali per il reclutamento del personale**.

- **Livextention** è un'agenzia digitale a tutto tondo, specializzata nella progettazione, pianificazione e gestione della presenza dei clienti sui media più avanzati. Grazie a soluzioni personalizzate, supporta progetti sia a livello nazionale che internazionale. L'azienda vanta una conoscenza approfondita delle strategie di pianificazione media, assicurando ai propri clienti il massimo controllo sugli obiettivi da raggiungere e sulle risorse da investire.
- **Humaverse** si occupa della ricerca e selezione di talenti digitali, sia per le esigenze interne del Gruppo che per clienti esterni. Sfruttando algoritmi, dati e Intelligenza Artificiale, ottimizza il processo di selezione, garantendo al contempo che l'essere umano resti al centro di ogni decisione. Fondata nel maggio 2023, la società ha già sviluppato un portafoglio di progetti con una clientela di alto profilo.

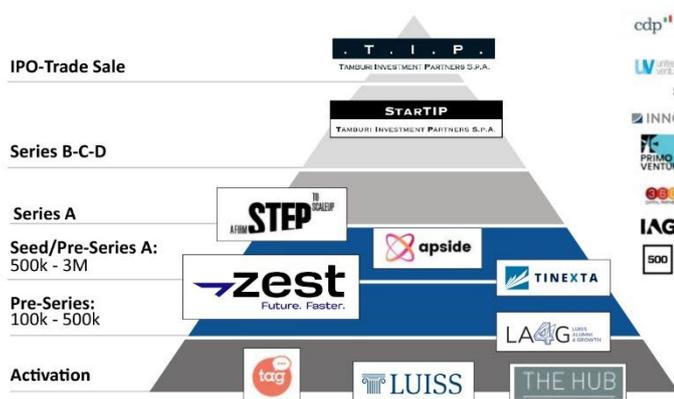
Tutte le attività del Gruppo Zest sono tra loro strettamente interconnesse ed hanno come comune denominatore quello dell'**innovazione digitale**, sia per quanto riguarda gli investimenti di Venture Capital, sia per quanto riguarda l'attività consulenziale e di servizi a valore aggiunto per startup e corporate. Il grafico seguente mostra l'**ecosistema dell'innovazione digitale** all'interno del quale si muove Zest, che include una moltitudine di attori, sia sul lato corporate, sia sul lato investitori e partner.

Zest – The Digital Innovation Ecosystem

Corporates



Investors



Source: Websim Corporate on Company Presentation

Investments Division

Zest Investments S.r.l. è la società operativa del Gruppo che, con il supporto della propria squadra di esperti qualificati, **accompagna talenti e aspiranti imprenditori** lungo tutto il percorso necessario **per trasformare le loro idee in aziende di successo**. Questo processo include l'adozione di format innovativi, l'esplorazione di modelli di business e l'integrazione di tecnologie disruptive.

L'azienda offre **servizi di incubazione, accelerazione e sviluppo**, mirati a supportare startup digitali che, per loro natura, non dispongono delle risorse finanziaria necessarie a coprire completamente i costi della consulenza e dei servizi forniti. Questo avviene attraverso un meccanismo che prevede una partecipazione al rischio da parte di Zest Investments, che **investe nella fase Pre-Seed** sia in modo diretto sia attraverso veicoli di investimento partecipati anche da altri investitori, i cosiddetti **"Programmi di Accelerazione"**,

caratterizzati da cicli di durata media di 12 mesi. Le fonti di finanziamento delle attività di investimento di Zest Investments sono, oltre al capitale proprio, i proventi delle attività di disinvestimento e, meno frequentemente, il ricorso al debito bancario a medio/lungo termine.

La presenza di Zest Investments nel capitale sociale delle startup servite rappresenta una componente iniziale del suo modello di business. Tale presenza è destinata a concludersi con la cessione delle partecipazioni (**Exit**), nel momento in cui le startup raggiungono una fase di maturità e non necessitano più del supporto diretto dell'azienda. Per sostenere lo sviluppo delle startup che abbiano raggiunto traguardi significativi, Zest può proseguire con **investimenti di tipo follow-on nella fase Seed**. Tali investimenti possono includere anche startup che non hanno preso parte al Programma di Accelerazione, a condizione che si trovino in una fase di sviluppo analoga e abbiano ottenuto risultati almeno comparabili.

I Programmi di Accelerazione

Qui di seguito descriviamo brevemente i **6 programmi di accelerazione verticale** di Zest Investments, che coinvolgono **10 co-investitori** e **39 corporate partners**.

- **Fin+Tech:** programma realizzato tramite il veicolo **Fintech & Insurtech Accelerator S.r.l.** (18.61% la quota Zest), fondata nel 2021, allo scopo di creare in Italia un polo di innovazione europeo nei **settori fintech e insurtech**, tra i principali ambiti del mercato del VC, con l'accelerazione di 16 startup all'anno. L'acceleratore è stato avviato in collaborazione con **CDP Venture Capital, Fintech District, Startupbootcamp, Credem e Nexi**, che co-investono nelle startup partecipanti. Il programma è inoltre sostenuto da diversi corporate partner, tra cui **Bnl, Cardiff, Mediolanum, Reale, Compass, Net Insurance, Intesa Sanpaolo, Intesa Sanpaolo Vita, Sella e Banca Ifis**. Al **2Q24** il programma aveva accelerato **40 startup**, delle quali **38** hanno ricevuto un investimento **pre-Seed**, mentre **9** hanno beneficiato di un ulteriore investimento **follow-on**. Al **2Q24** il **fair value** del veicolo era di **Eu1.43mn** (pari a Eu7.7mn per il 100%) a fronte di un **investimento di Eu0.41mn**, con un **IRR** di circa il **52%**, e rappresentava il **2.6% del Portafoglio**.
- **Magic Spectrum:** programma realizzato tramite il veicolo **Magic Spectrum S.r.l.**, che si concentra su startup nel **settore connectivity (IoT / 5G)**, con tecnologie progettate per offrire alle imprese prestazioni ottimali in ambito connettività. Lanciato con l'obiettivo di creare **20 nuove startup ad alto potenziale** nel triennio 2022-2024, il programma mira a promuovere innovazione e crescita in questo settore strategico. L'acceleratore è stato avviato in collaborazione con **CDP Venture Capital** e la **Fondazione Compagnia di San Paolo**, che co-investono nelle startup partecipanti. Il programma è inoltre sostenuto da importanti partner industriali, tra cui **Cisco, Inwit, Melita, Reale Group, UnipolTech, ViaNova, Iren e Irideos**. A fine giugno 2024, il programma aveva accelerato **20 startup**, di cui **4** hanno ottenuto un ulteriore investimento **follow-on**.
- **HabiSmart:** programma gestito tramite il veicolo **Habitech Accelerator S.r.l.** e focalizzato sui **settori del proptech e dell'edilizia sostenibile**. L'iniziativa è sostenuta da Zest e **CDP Venture Capital**, che co-investono insieme a partner come **Coima, Nova Capital e Ariston**. Per lo scouting internazionale di startup, il programma si avvale della collaborazione di **MassChallenge Switzerland**, mentre **Reale Group e Planet Smart City** partecipano come Corporate Partner. L'obiettivo di HabiSmart è investire in 25-30 startup ad alto potenziale nel periodo 2022-2025. A fine giugno 2024, il programma aveva completato con successo i primi due cicli di accelerazione, portando a **17 investimenti** e **3 follow-on**. Entro il 2024, erano previsti ulteriori investimenti sia per il terzo ciclo di accelerazione sia per Follow-on già identificati.
- **Magic Mind:** programma realizzato tramite il veicolo **Magic Mind Accelerator S.r.l.** e focalizzato su startup impegnate nello sviluppo di **soluzioni basate sull'intelligenza artificiale**. Lanciato con l'obiettivo di effettuare circa **25 investimenti pre-seed** nel periodo 2022-2025, il programma mira a promuovere innovazione in un settore chiave per il futuro tecnologico. L'acceleratore è co-finanziato dalla **Compagnia di San Paolo** e sostenuto da diversi corporate partner, tra cui **Tecnomat, Gruppo Scai, Exprivia, AWS, Reale Mutua, Infocamere e Credem**. Inoltre, la **Fondazione Bruno Kessler** partecipa come partner tecnico. A fine giugno 2024, il programma aveva accelerato **16 startup**, di cui **14** hanno già ricevuto un investimento **pre-seed**, mentre **2** hanno beneficiato di un ulteriore investimento **follow-on**.
- **Zero:** programma gestito tramite il veicolo **Clean-Tech Accelerator S.r.l.** e dedicato a startup che sviluppano tecnologie volte ad accelerare i processi di **transizione ecologica** e **decarbonizzazione** delle imprese. Lanciato con l'obiettivo di creare **30 nuove startup ad alto potenziale** nel triennio 2020-2023, il programma si pone come un pilastro dell'innovazione sostenibile. L'acceleratore è stato avviato in collaborazione con **CDP Venture Capital** ed **Elis**, che co-investono nelle startup, ed è supportato dal main partner **Eni** e dai corporate partner **Acea, Maire Tecnimont, Microsoft e Vodafone**. Dal 2020, il programma ha accelerato **29 startup**, di cui **27** hanno ricevuto un investimento **pre-seed**, mentre **4** hanno beneficiato di un ulteriore investimento **follow-on**.
- **Argo:** programma realizzato tramite il veicolo **Traveltech Accelerator S.r.l.** e avviato con l'obiettivo di promuovere la nascita di 30 startup innovative tra il 2022 e il 2025 che favoriscano la **digitalizzazione nei settori del turismo, dei viaggi e della cultura**. Il progetto vede la partecipazione di **CDP Venture**

Capital, che co-investe nelle startup, con il supporto di **Intesa Sanpaolo** e del suo **Innovation Center** in qualità di main partner, del corporate partner **Human Company** e dei partner tecnici **VeniSIA**, **Università Ca' Foscari** e **Scuola Italiana dell'Ospitalità**.

Zest Investments – Vertical Acceleration Programmes

		10 CO-INVESTORS	39 PARTNERS
4 th BATCH OPENING	FINTECH & INSURTECH 16 STARTUPS / YEAR Fin+Tech	Leading EU Accelerator 	
4 th BATCH RUNNING	IoT/5G 8 STARTUPS / YEAR Magic Spectrum	First Mover in EU 	
3 rd BATCH RUNNING	PROPTech 8 STARTUPS / YEAR HabiSmart	First Mover in Italy 	
3 rd BATCH RUNNING	ARTIFICIAL INTELLIGENCE 8 STARTUPS / YEAR Magic Mind	First Mover in Italy 	
4 th BATCH RUNNING	CLEANTECH 10 STARTUPS / YEAR Zero	First Mover in Italy 	
3 rd BATCH OPENING	TRAVELTECH 8 STARTUPS / YEAR Argo	First Mover in EU 	

Source: Websim Corporate on Company Presentation

Le Joint Venture

Oltre ai programmi di accelerazione, gli investimenti vengono effettuati anche tramite **Joint Venture**, che prevedono la collaborazione tra Zest ed una **corporate partner**, la quale si unisce a Zest in un'iniziativa di investimento, mettendo a disposizione risorse finanziarie. Questa Corporate può essere un'azienda già consolidata, spesso con un interesse strategico nel settore in cui Zest si sta concentrando. Le risorse fornite dalla Corporate vengono canalizzate in uno **Special Purpose Vehicle (SPV)**, una entità legale separata creata appositamente per investire in determinati progetti o aziende. L'SPV funge da veicolo di investimento per il portafoglio di startup o aziende in Zest ha già investito, permettendo alla Corporate di entrare nelle fasi successive di sviluppo di queste imprese. L'SPV, che opera come un fondo dedicato, **investe nelle fasi late stage** delle aziende già presenti nel portafoglio di Zest, concentrandosi su quelle che stanno per scalare o espandere significativamente. Questi investimenti hanno lo scopo di **supportare la crescita** delle startup e facilitarne il passaggio ad un livello successivo, come ad esempio l'espansione internazionale, la preparazione a una possibile IPO o altre operazioni strategiche.

Questo modello offre vantaggi per entrambe le parti, in quanto la Corporate partner ottiene accesso a nuove tecnologie e opportunità di crescita innovative che potrebbero allinearsi con la propria strategia aziendale, e Zest e le startup ricevono capitale aggiuntivo e supporto strategico, grazie all'afflusso di risorse che permette di accelerare la crescita delle aziende in portafoglio.

Attualmente Zest partecipa a due Joint Ventures: **Apside** e **OpenT**.

- **Apside**: JV 50/50 lanciata nel 2023 insieme ad **Intesa Sanpaolo** e dotata di **Eu15mn** di risorse finanziarie per supportare startup promettenti. I tagli di investimento sono da Eu250k per il lancio delle attività delle startup e da Eu1mn nelle fasi successive per sostenere la crescita delle aziende più promettenti. Sono stati già siglati **sette investimenti**, supportando startup in settori chiave che favoriscono l'innovazione e lo sviluppo tecnologico.
- **OpenT**: JV 50/50 lanciata nel 2024 insieme a **Tinexta**, società attiva nei servizi digitali e tecnologici, e dotata di **Eu5mn** per supportare progetti strategici nelle fasi early e growth stage. I tagli di investimento sono da Eu250k per il supporto iniziale e da Eu1mn nelle fasi successive, per sostenere startup con elevato potenziale di crescita. Sono in fase di approvazione **due investimenti**, con prospettive di consolidamento per il 2025.

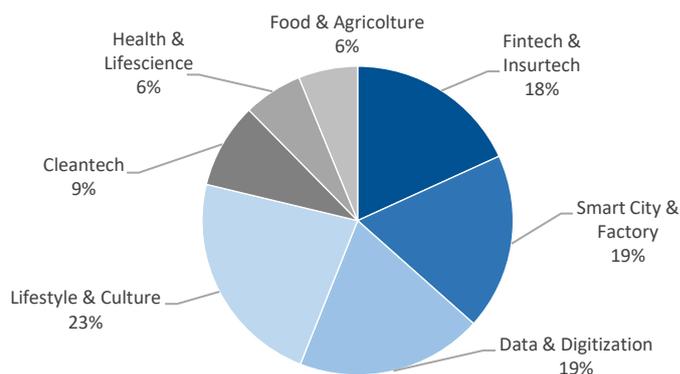
Il Portafoglio

Il Portafoglio Investimenti di Zest Investments si compone complessivamente di circa **250** partecipazioni o altri strumenti partecipativi in **startup**, di cui circa **40** acquisiti nel solo **2024**, con un **fair value** che al 3Q24 ammontava ad **Eu57.6mn** da Eu54.3mn al 2Q24. Di queste startup, una sessantina realizzano prodotti che contengono Intelligenza Artificiale.

Il Portafoglio, il cui filo conduttore è rappresentato dalla digitalizzazione e dall'innovazione tecnologica, è composto da startup attive nei seguenti **settori** (tra parentesi il peso nel portafoglio):

- **Lifestyle & Culture (22.8%)**: comprende i sub-settori Traveltech, Sport & Wellness, Hospitality, Fashion. Trainato dal mercato del lusso, questo settore ha un CAGR stimato intorno al 3% fino al 2027.
- **Data & Digitization (19.4%)**: comprende i sub-settori Data Analytics, Cybersecurity & Data Protection, Martech. Questo settore beneficerà degli investimenti del PNRR ed è atteso crescere ad un CAGR intorno al 4% fino al 2027.
- **Smart City & Factory (18.5%)**: comprende i sub-settori Proptech, Mobility, Logistics, IoT & Connectivity. Questo settore è atteso crescere ad un CAGR a doppia cifra fino al 2027.
- **Fintech & Insurtech (18.2%)**: comprende i sub-settori Fintech, Insurtech e Regtech. Questo settore è in fase di consolidamento e con tendenze che dimostrano l'esistenza di un mercato maturo.
- **Cleantech (8.9%)**: comprende i sub-settori Circular Economy, Waste Management, Decarbonization Tech. Questo settore è atteso crescere ad un CAGR intorno al 10% fino al 2027.
- **Food & Agriculture (6.2%)**: comprende i sub-settori Foodtech e Agritech. Questo settore presenta potenzialità di crescita più contenute rispetto agli altri.
- **Health & Lifescience (6.2%)**: comprende i sub-settori E-Health, Medtech e Lifescience. Questo settore sta vivendo una fase di significativa evoluzione, caratterizzata da innovazioni tecnologiche, cambiamenti nelle dinamiche di mercato e nuove prospettive occupazionali.

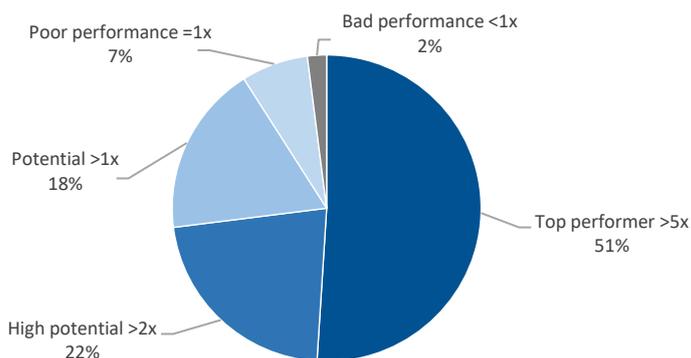
Zest Investments – Portfolio Breakdown by Sector



Source: Company data

Dall'analisi della composizione del Portafoglio attuale, sulla base della **performance delle partecipazioni rispetto ai valori di carico emerge l'elevato livello qualitativo del Portafoglio** di Zest Investments. Infatti, solo il 2% del Portafoglio ha un fair value inferiore all'investimento effettuato, il 7% è in linea con il valore di carico ed il restante 91% si è rivalutato, ed in particolare il 22% ha moltiplicato il valore iniziale per almeno 2x ed il 51% per almeno 5x. Complessivamente il valore del Portafoglio corrisponde a 2.2x rispetto al valore di carico degli investimenti. Si stima una **maturità media degli investimenti di circa 4 anni** ed un **IRR del Portafoglio pari a circa il 22%**, che riteniamo più che adeguato in relazione al suo profilo di rischio. Inoltre, il 39% del portafoglio è composto da startup con un livello di maturità elevata e conseguentemente con un profilo di rischio relativamente contenuto.

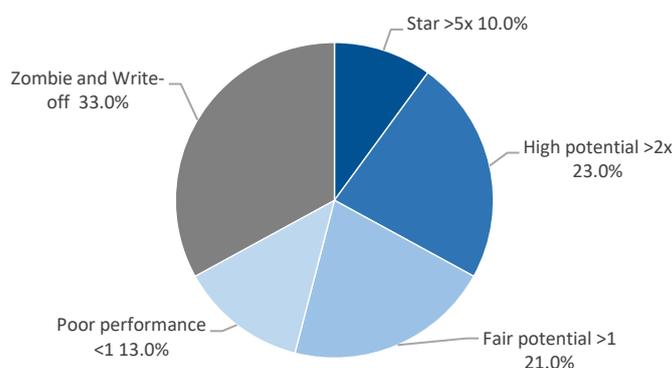
Zest Investments – Portfolio Breakdown by Performance



Source: Company Presentation

Il grafico seguente mostra invece la composizione del Portafoglio sulla base del **potenziale di rivalutazione** che Zest si attende **rispetto ai livelli attuali di fair value**. Da poco più della metà del Portafoglio (54%) sono attese performance positive, ed in particolare da circa il 10% è atteso un moltiplicatore del fair value superiore a 5x e da circa il 23% un moltiplicatore superiore a 2x, mentre circa il 46% del Portafoglio dovrebbe subire svalutazioni parziali (13%) o totali (33%). Questo tipo di struttura è piuttosto tipico in un portafoglio di VC, in cui gli investimenti seguono spesso una distribuzione asimmetrica, dove pochi investimenti producono ritorni eccezionali e la maggior parte offre ritorni modesti o porta a perdite. Questa dinamica è strettamente legata alla natura del VC, che ci concentra su aziende giovani e innovative, con alto potenziale di crescita ma anche elevato rischio.

Zest Investments – Portfolio Breakdown by Potential



Source: Company Presentation

Di seguito forniamo alcune informazioni sulle **principali partecipazioni** che compongono il Portafoglio (tra parentesi è indicata la quota di partecipazione in ciascuna società) e che ne rappresentano oltre il 50% del fair value.

- **Talent Garden S.p.a. (6.98%), settore Lifestyle & Culture, sub-settore EdTech:** piattaforma di co-working e formazione fondata a Brescia nel 2011 da Davide Dattoli dedicata ai professionisti del digitale, che offre spazi di lavoro, eventi e corsi per stimolare l'innovazione e la collaborazione tra startup e aziende. **DM** ha investito in Talent Garden nel marzo 2015, stringendo un accordo strategico con Talent Garden e Tamburi Investment Partners per la costruzione di un hub per l'innovazione e il sostegno ai talenti digitali italiani, dall'ideazione fino all'IPO. Nel corso degli anni, Talent Garden ha ampliato la sua presenza in 13 paesi, offrendo spazi di lavoro condivisi, programmi di formazione attraverso la sua **Innovation School** e organizzando eventi per connettere professionisti del settore tecnologico. Oggi, Talent Garden ospita una comunità di oltre 45,000 innovatori nei suoi campus, fungendo da punto di riferimento per startup, agenzie, laboratori aziendali, freelance, investitori, aziende mediatiche e studenti. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu9.12mn** (pari a Eu130.7mn per il 100%, con una raccolta equity totale di Eu67.0mn) a fronte di un **investimento di Eu0.52mn**, con un **IRR** di circa il **36%**, e rappresentava il **16.8% del Portafoglio**.
- **Whoosnap S.r.l. (8.81%), settore Fintech & Insurtech, sub-settore Insurtech:** società fondata a Roma nel 2015 da Enrico Scianaro e Vito Arconzo, e che dal luglio dello stesso anno ha partecipato al programma di accelerazione di LUISS Enlabs "La Fabbrica delle Startup", acceleratore nato da una JV tra **LVG** e l'Università LUISS. Contestualmente ha ricevuto un round di investimento a cui hanno partecipato, oltre a LVG, i business angel di Angel Partner Group e del Club degli Investitori di Torino. La società ha creato la **piattaforma Insoore**, pensata per consentire alle compagnie assicurative e di fleet management di ottimizzare la gestione dei sinistri e di ottenere rilevazioni video-fotografiche in real time e on demand. Dal **2017** al **2023** il **fatturato** è cresciuto ad un **CAGR** del **57%** raggiungendo **Eu3.9mn**. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu2.60mn** (pari a Eu29.5mn per il 100%, con una raccolta equity totale di Eu9.4mn) a fronte di un **investimento di Eu0.32mn**, con un **IRR** di circa il **26%**, e rappresentava il **4.8% del Portafoglio**.
- **Wellhub Inc. (quota stimata allo 0.09%), settore Lifestyle & Culture, sub-settore Sport & Wellness:** società precedentemente nota come **Gympass**, fondata a New York nel 2012 da César Carvalho, che ha realizzato una piattaforma globale di benessere aziendale. Inizialmente focalizzata sull'accesso a palestre e centri fitness, l'azienda ha ampliato la sua offerta per includere una rete sia fisica che virtuale di oltre 50,000 palestre, studi, classi personal trainer e app di benessere, come **Fitness First**, **Barry's**, **Strava** e **Headspace**. Questa evoluzione riflette l'impegno di Wellhub nel supportare il benessere olistico dei dipendenti, coprendo aspetti come fitness, consapevolezza, nutrizione e sonno. Nel dicembre 2024, l'azienda ha annunciato il rebranding da **Gympass** a **Wellhub**, sottolineando la transizione da un focus esclusivo sul fitness a un approccio più ampio al benessere dei dipendenti. Il nuovo nome e logo, denominato "Wellbeing Flywheel", simboleggiano la missione di mantenere in movimento continuo le ruote del benessere, supportando persone più sane e felici. Nel dicembre 2024, Wellhub ha acquisito **Fitprime**, una piattaforma italiana di welfare aziendale, punto di

riferimento del mercato italiano con oltre 200 clienti corporate e PMI e più di 400,000 dipendenti serviti, di cui **Zest deteneva l'8.69%**. Fondata nel 2016, Fitprime è stata infatti lanciata da **LVG** dal febbraio dello stesso anno grazie al programma di accelerazione LUISS EnLabs. Zest ha dunque investito in Wellhub attraverso la cessione della propria partecipazione in Fitprime, che per il 50% è stata monetizzata per un importo di Eu2mn, pari a 8.5x l'investimento iniziale, mentre per il restante 50% è stato convertito in azioni di Wellhub. Attualmente, Wellhub serve oltre due milioni di dipendenti a livello globale, collaborando con più di 15,000 aziende per promuovere il benessere del loro personale. La piattaforma offre accesso a una vasta gamma di risorse per il benessere fisico e mentale, contribuendo a migliorare la produttività e la soddisfazione dei dipendenti e a ridurre i costi sanitari. Dal **2021 al 2023 il fatturato** è cresciuto ad un **CAGR del 37%** raggiungendo **Eu28.0mn**. Il **fair value** della partecipazione in Wellhub, pari a **Eu2mn**, se confrontato con l'**investimento** effettuato nel 50% della partecipazione in Fitprime, pari a **Eu0.24mn**, corrisponde un **IRR** stimato intorno al **40%**.

- **Together Price Ltd (11.51%), settore Fintech & Insurtech, sub-settore Fintech:** società fondata a Roma nel 2015 da Marco Taddei, Sabrina Taddei e Luca Ugolini, e accelerata da LUISS EnLabs, il programma di accelerazione di **LVG**, nel 2016, coinvolgendo anche il fondo di investimento madrileno Samaipata Ventures. La società ha creato una piattaforma che consente di condividere il costo degli abbonamenti digitali multi-account, come Netflix Premium, Spotify Family, Disney Plus, all'interno di una community. Gli utenti possono partecipare come "Admin", condividendo gli account non utilizzati del proprio abbonamento, o come "Joiner", unendosi a un gruppo con slot disponibili. La piattaforma offre un portafoglio digitale per raccogliere i pagamenti ed una chat di gruppo per comunicazioni in tempo reale. Together Price è disponibile sia come applicazione web che mobile, con app dedicate per Android e iOS. Nel 2020, la piattaforma ha lanciato una campagna di crowdfunding su Crowdcube, coinvolgendo quasi 2,000 utenti di Together Price come investitori. Oggi, Together Price è riconosciuta come una delle principali piattaforme per la condivisione di abbonamenti digitali. Dal **2017 al 2023 il fatturato** è cresciuto ad un **CAGR dell'86%** raggiungendo **Eu1.3mn**. Al **2Q24 il fair value** della partecipazione era di **Eu1.56mn** (pari a Eu13.5mn per il 100%, con una raccolta equity totale di Eu2.4mn) a fronte di un **investimento di Eu0.36mn**, con un **IRR** di circa il **20%**, e rappresentava il **2.9% del Portafoglio**. Nell'1H24 il fair value della partecipazione è stato svalutato del 32% (Eu0.73mn) sulla base dei risultati economici e finanziari emersi nel 2023, che si è chiuso con ricavi in crescita del 16% a Eu1.26mn ed EBITDA margin del 10.3% (Eu0.13mn) da -18.3% del 2022 (Eu-0.20mn) e che hanno indotto a adottare una valutazione più prudente rispetto a quella emersa dall'ultimo aumento di capitale del marzo 2021.
- **KPI6.com S.r.l. (15.23%), settore Data & Digitization, sub-settore Data Analytics:** società fondata nella provincia di Reggio Emilia nel 2015 da Alberto Nasciuti, Luca Castagnetti e Marco Pederzini, e accelerata da dicembre dello stesso anno da LUISS EnLabs, il programma di accelerazione di **LVG**. È un'azienda specializzata in soluzioni di social data intelligence, con l'obiettivo di aiutare le organizzazioni a comprendere e monitorare i consumatori in tempo reale. La piattaforma di KPI6 utilizza tecnologie avanzate di intelligenza artificiale per trasformare le conversazioni digitali in informazioni strategiche, consentendo alle aziende di anticipare le esigenze dei consumatori e prendere decisioni informate. Nel corso degli anni, KPI6 ha sviluppato diverse **soluzioni innovative**, tra cui: **Behaviour**, progettata per trasformare i segnali comportamentali dei consumatori in approfondimenti strategici, aiutando le aziende a comprendere e anticipare le reali esigenze dei loro clienti; **Odiense**, piattaforma che permette di analizzare e comprendere il comportamento degli utenti in tempo reale, utilizzando gemelli digitali per simulare e prevedere scenari di interazione con i clienti. KPI6 ha collaborato con numerose aziende di rilievo, offrendo soluzioni per la gestione della reputazione online, l'espansione del mercato e la creazione di esperienze personalizzate per i clienti. Oggi, KPI6 continua a innovare nel campo della ricerca di mercato, combinando il monitoraggio avanzato dei social media con gemelli digitali alimentati dall'intelligenza artificiale. Dal **2017 al 2023 il fatturato** è cresciuto ad un **CAGR del 28%** raggiungendo **Eu3.2mn**. Al **2Q24 il fair value** della partecipazione era di **Eu1.51mn** (pari a Eu9.9mn per il 100%, con una raccolta equity totale di Eu1.5mn) a fronte di un **investimento di Eu0.34mn**, con un **IRR** di circa il **19%**, e rappresentava il **2.8% del Portafoglio**.
- **2hire S.r.l. (6.81%), settore Smart City & Factory, sub-settore Mobility:** società fondata a Roma nel 2015 da Filippo Agostino, Matteo Filippi, Andrea Verdelocco ed Elisabetta Mari. L'azienda ha iniziato offrendo un servizio di scooter sharing per gli studenti dell'Università LUISS di Roma. Dal dicembre 2016, ha partecipato al programma di accelerazione di LUISS EnLabs, l'acceleratore d'impresa di **LVG**, focalizzandosi sulla connessione dei veicoli per facilitare la digitalizzazione nel settore della mobilità. 2hire sviluppa tecnologie che permettono di connettere diversi tipi di veicoli, rendendoli controllabili tramite applicazioni mobili. Nel 2017, ha ricevuto un primo finanziamento da LVG, Invitalia Ventures, Boost Heroes e MobilityUp, per un totale di Eu0.72mn. Oggi, 2hire connette oltre 15,000 veicoli in 15 paesi e più di 60 città nel mondo, supportando aziende nel lanciare, gestire e scalare nuovi servizi di mobilità digitale. Al **2Q24 il fair value** della partecipazione era di **Eu1.24mn** (pari a Eu18.2mn per il 100%, con una raccolta equity totale di Eu7.0mn) a fronte di un **investimento di Eu0.37mn**, con un **IRR** di circa il **19%**, e rappresentava il **2.3% del Portafoglio**.
- **Ncore S.r.l. (11,88%), settore Data & Digitization, sub-settore HR Tech:** società fondata a Milano nel 2017 da Enrico Ariotti e Aldo Toja, e accelerata dal dicembre 2017 da **DM**, con l'obiettivo di semplificare e innovare il processo di selezione di personale attraverso soluzioni digitali avanzate. L'azienda ha sviluppato una piattaforma di recruiting automation che utilizza l'intelligenza artificiale per ottimizzare

la gestione delle candidature, migliorando l'efficienza dei processi di selezione per le aziende. Oggi, Ncore continua a supportare le aziende nel processo di trasformazione digitale delle risorse umane, offrendo strumenti innovativi per la gestione efficace del recruiting. Dal **2019** al **2023** il **fatturato** è cresciuto ad un **CAGR** del **32%** raggiungendo **Eu1.0mn**. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu1.14mn** (pari a **Eu0.6mn** per il 100%, con una raccolta equity totale di **Eu2.2mn**) a fronte di un **investimento di Eu0.06mn**, con un **IRR** di circa il **59%**, e rappresentava il **2.1% del Portafoglio**.

- **GamePix S.r.l. (20.58%), settore Lifestyle & Culture, sub-settore Entertainment:** società fondata a Roma nel 2013 da Edouard Wawra, Justine Silipo e Valerio Pullano, e accelerata dal dicembre 2013 da LUISS EnLabs / **LVG**, specializzata nella creazione di una piattaforma per la distribuzione di videogiochi in HTML5, offrendo agli sviluppatori un'alternativa ai tradizionali app store e permettendo loro di raggiungere milioni di utenti su PC, smartphone e tablet. Nel corso degli anni, l'azienda ha ampliato la sua offerta, collaborando con sviluppatori indipendenti per distribuire giochi HTML5 di alta qualità. Nel novembre 2016, GamePix è stata selezionata come fornitore per il servizio di gaming online di Facebook, contribuendo al lancio di Instant Games sulla piattaforma Messenger. Questa collaborazione ha ulteriormente consolidato la posizione di GamePix nel settore del gaming online. Oggi, GamePix continua a supportare gli sviluppatori di giochi HTML5, facilitando la distribuzione e la monetizzazione dei loro prodotti attraverso una vasta rete di partner globali. Il **fatturato** nel **2023**, pari a **Eu1.8mn**, risultava sugli stessi livelli del 2017, e nel corso degli anni ha avuto un andamento volatile con un picco di **Eu2.7mn** nel 2018. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu1.03mn** (pari a **Eu5.0mn** per il 100%, con una raccolta equity totale di **Eu0.4mn**) a fronte di un **investimento di Eu0.31mn**, con un **IRR** di circa il **12%**, e rappresentava l'**1.9% del Portafoglio**.
- **Viceversa S.r.l. (8.18%), settore Fintech & Insurtech, sub-settore Fintech:** società fondata nel 2021 da Matteo Masserdotti e Pedro Salvi, con sedi a Milano e Dublino. L'azienda ha introdotto in Italia il modello di finanziamento basato sul fatturato, noto come Revenue-Based Financing (RBF), offrendo capitale di crescita alle imprese digitali senza richiedere diluizione del capitale o garanzie personali. La società è stata accelerata da **DM** dal novembre 2021, quando ha completato un round di finanziamento Seed da **Eu23mn**, di cui **Eu3.5mn** di equity, coinvolgendo nell'operazione anche Fasanara Capital Ltd, Fabrick, Roberto Ferrari, Enrico Pandian ed Enrico Giacomelli. A maggio 2023, la startup ha completato un round di finanziamento di Serie A da **Eu11mn** per sostenere l'espansione internazionale ed il continuo sviluppo della sua piattaforma tecnologica. Oggi, Viceversa supporta le aziende digitali fornendo capitale flessibile e insights basati sui dati, contribuendo alla crescita sostenibile del business online. I **ricavi** nel **2023** sono cresciuti del **62% YoY** a **Eu1.5mn**. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu0.92mn** (pari a **Eu11.2mn** per il 100%, con una raccolta equity totale di **Eu15.5mn**) a fronte di un **investimento di Eu0.15mn**, con un **IRR** di circa il **99%**, e rappresentava l'**1.7% del Portafoglio**. Nell'1H24 il fair value della partecipazione è stato svalutato del **28%** (**Eu0.36mn**) sulla base della valutazione al floor, utilizzata come riferimento prudenziale, del bridge round da **Eu1mn** realizzato a giugno 2024.
- **Criptalia S.r.l. (8.34%), settore Fintech & Insurtech, sub-settore Fintech:** società fondata a Bergamo nel 2018 da Diego Dal Cero e Mattia Rossi, che ha realizzato una piattaforma di crowdlending, specializzata nel facilitare il finanziamento di progetti imprenditoriali attraverso prestiti partecipativi, sfruttando la tecnologia blockchain per garantire trasparenza e sicurezza. La società è stata accelerata da **DM** dall'ottobre 2019. Nel corso degli anni, Criptalia ha finanziato diversi progetti imprenditoriali, puntando su iniziative innovative e sostenibili in settori come l'energia rinnovabile, la tecnologia e l'industria. Nel settembre 2021, Criptalia ha annunciato il cambio di nome in **EvenFi**. Il nuovo nome riflette l'obiettivo di contribuire, attraverso tecnologie innovative, alla democratizzazione del mondo finanziario: "Even" come "to even", cioè, rendere equo, e "Fi" come Fintech. La transizione da Criptalia a EvenFi è stata motivata da cambiamenti significativi, tra cui l'entrata in vigore del nuovo Regolamento Europeo sul Crowdfunding, che consente alle piattaforme di ottenere un passaporto per operare in tutti gli Stati Membri dell'UE. Questo è in linea con l'espansione internazionale di EvenFi, già presente in Spagna e con piani per l'apertura in Portogallo. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu0.88mn** (pari a **Eu10.6mn** per il 100%, con una raccolta equity totale di **Eu2.4mn**) a fronte di un **investimento di Eu0.16mn**, con un **IRR** di circa il **44%**, e rappresentava l'**1.6% del Portafoglio**.
- **Wish list S.r.l. (7.32%), settore Lifestyle & Culture, sub-settore Martech:** società fondata a Milano nel 2010 che offre cofanetti regalo che includono una vasta gamma di esperienze, come soggiorni in hotel, corsi online e attività ricreative. **DM** ha investito nella società nel maggio 2015 partecipando ad un round Series B1. Tra i clienti corporate della società figurano marchi molto noti come Hilton, Brembo, Arexons, Parmacotto, Petronas, Harley-Davidson, Fiorucci e Fabbri. Dal **2017** al **2023** il **fatturato** è cresciuto ad un **CAGR** del **49%** raggiungendo **Eu14.8mn**. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu0.87mn** (pari a **Eu11.9mn** per il 100%) a fronte di un **investimento di Eu0.19mn**, con un **IRR** di circa il **18%**, e rappresentava l'**1.6% del Portafoglio**.
- **Kiwi Campus Inc. (0.69%), settore Smart City & Factory, sub-settore Mobility:** nota anche come **Kiwibot** è una startup colombiana fondata nel novembre 2016 da Felipe Chávez (CEO), Jason Oviedo (CTO) e Sergio Pachón (COO) a seguito della partecipazione al programma Startupbootcamp FoodTech Roma. L'azienda ha iniziato l'attività nel 2017 presso l'Università della California, Berkeley, offrendo servizi di consegna di cibo tramite robot autonomi chiamati Kiwibot. I Kiwibot sono piccoli robot a

quattro ruote dotati di sensori, telecamere e sistemi di navigazione che consentono loro di muoversi in sicurezza sui marciapiedi e consegnare cibo agli studenti in modo tempestivo ed efficiente. Nel corso degli anni, Kiwi Campus ha ampliato le sue operazioni includendo altre aree, come la città di Berkeley, il campus dell'Università di Stanford a Palo Alto e San Jose, ed attualmente offre servizi a più di 30 università negli Stati Uniti. Ad aprile 2024, Kiwi Campus ha acquisito la **Auto Mobility Solutions**, con sede a Taipei, specializzata nella produzione di chip per robot, citando le crescenti tensioni tra Stati Uniti e Cina. Oltre alle consegne di cibo, Kiwi Campus ha ampliato i suoi servizi includendo consegne business-to-business, continuando a innovare nel settore della logistica autonoma. **LVG** ha investito nella società nel luglio 2017 nell'ambito del round Seed 1. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu0.81mn** (pari a Eu117.5mn per il 100%) a fronte di un **investimento di Eu0.01mn**, con un **IRR** di circa l'**83%**, e rappresentava l'**1.5% del Portafoglio**.

- **Lisari S.r.l. (12.77%), settore Lifestyle & Culture, sub-settore Entertainment:** società fondata a Lecce nel 2014 da Antonio Vecchio (CEO) che opera nel settore dei media e dell'intrattenimento digitale. Dal dicembre 2015 ha partecipato al programma di accelerazione LUISS Enlabs / **LVG** a Roma, dove ha sviluppato la sua visione di creare il primo talent show mobile. Tra i prodotti principali di Lisari spicca **Karaoke One**, un'applicazione mobile che offre un'esperienza innovativa di karaoke, permettendo agli utenti di creare e condividere le proprie cover musicali. Lisari ha ottenuto riconoscimenti significativi, tra cui la vittoria nella prima edizione del programma internazionale di accelerazione per startup nel settore media e intrattenimento, imMEDIate, promosso da RS Productions, Rolling Stone, Andrea Iervolino Entertainment, TaTATu, H-Farm, Intesa San Paolo e altri partner. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu0.81mn** (pari a Eu6.3mn per il 100%) a fronte di un **investimento di Eu0.24mn**, con un **IRR** di circa il **16%**, e rappresentava l'**1.5% del Portafoglio**.
- **Manet Mobile Solution S.r.l. (10.52%), settore Lifestyle & Culture, sub-settore Traveltech:** società fondata a Roma nel 2015 da Antonio Calia, Marco Barbato, Luca Liparulo, Marco Maisto e Andrea Proietti, che sviluppa soluzioni digitali per l'industria del turismo, offrendo ai viaggiatori connettività Internet e un ecosistema di contenuti e servizi per arricchire l'esperienza di viaggio. Nel 2016, Manet Mobile Solutions è stata selezionata per partecipare al programma di accelerazione di LUISS Enlabs / **LVG** ed ha firmato il suo primo contratto con Palazzo Montemartini, un prestigioso hotel a Roma. Negli anni successivi, l'azienda ha consolidato la sua presenza in Italia e ha esteso il suo business in diversi paesi europei, tra cui Spagna, Grecia, Francia, Regno Unito, Danimarca, Austria e Cipro. Nel 2020, in risposta alla pandemia Covid-19, Manet ha ampliato la sua offerta introducendo un concierge digitale completo, fruibile anche tramite app, che include funzionalità come check-in remoto, prenotazione di servizi aggiuntivi e contenuti turistici. Nel 2023, l'azienda ha acquisito la **piattaforma Edgar Smart Concierge** per consolidare la sua leadership nel settore dell'hospitality technology. Dal **2017** al **2023** il **fatturato** è cresciuto ad un **CAGR** del **28%** raggiungendo **Eu1.1mn**. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu0.79mn** (pari a Eu7.5mn per il 100%) a fronte di un **investimento di Eu0.47mn**, con un **IRR** di circa l'**8%**, e rappresentava l'**1.5% del Portafoglio**.
- **Joinrs S.r.l. (9.56%), settore Data & Digitization, sub-settore HR Tech:** società fondata a Roma nel 2014 da Gabriele Giugliano, Nicolò Bardi, Martina Mattone e Stefano Antonelli, che si occupa di mettere in contatto studenti universitari e neolaureati con opportunità di stage e lavoro offerte da grandi aziende. La **piattaforma**, chiamata **Tutored**, utilizza un modello di intelligenza artificiale per analizzare centinaia di annunci di lavoro e proporre agli utenti quelli più compatibili con il loro profilo e le loro preferenze. La società è stata accelerata da **LVG** dall'ottobre 2014. Nel 2024, Joinrs ha introdotto un innovativo programma di welfare aziendale che consente ai suoi dipendenti di usufruire di ferie illimitate, basato su fiducia e responsabilizzazione. Nello stesso anno la società, che ha sedi a Milano e Roma, dopo aver chiuso un round Series A da Eu1.85mn ha annunciato piani di espansione internazionale con l'apertura di una nuova sede all'estero. Dal **2017** al **2023** il **fatturato** è cresciuto ad un **CAGR** del **51%** raggiungendo **Eu1.3mn**. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu0.79mn** (pari a Eu8.3mn per il 100%) a fronte di un **investimento di Eu0.28mn**, con un **IRR** di circa il **12%**, e rappresentava l'**1.5% del Portafoglio**.
- **BeSafe Group S.r.l. (7.08%), settore Lifestyle & Culture, sub-settore Hospitality:** società fondata a Roma nel 2018 da Alessandro Bartolucci (CEO), specializzata nel settore dell'ospitalità e dei viaggi. L'azienda, accelerata dal **LVG** da giugno 2020, progetta e sviluppa prodotti tecnologici e software per operatori di strutture ricettive, tour operator, agenzie di viaggio e i loro ospiti, con l'obiettivo di digitalizzare l'offerta dei servizi. Il personale di BeSafe Group è composto da oltre 25 professionisti provenienti da Italia, Spagna e Grecia, uniti da valori condivisi e una missione chiara: rivoluzionare il mercato e portare innovazione nel settore. Tra i **prodotti principali** offerti da BeSafe Group vi sono: **BeSafe Rate**, una soluzione assicurativa che protegge gli incassi delle strutture ricettive, dei tour operator e delle Online Travel Agencies (OTA), offrendo al contempo sicurezza ai soggiorni degli ospiti; **BeSafe Pay**, un gateway di pagamento dedicato all'ospitalità, che fornisce servizi come riconciliazione bancaria, bonifici istantanei e carte virtuali delle OTA. La cultura aziendale di BeSafe Group promuove il riconoscimento dell'unicità di ciascun membro della squadra, celebrando le differenze come punti di forza e lavorando insieme verso obiettivi comuni. L'azienda organizza ritiri sociali per rafforzare le relazioni tra i gruppi, programmi di formazione per la crescita professionale e partecipa a eventi di sensibilizzazione su tematiche importanti. Inoltre, BeSafe Group adotta una filosofia di equilibrio tra vita lavorativa e personale, offrendo modelli di lavoro ibridi che combinano la presenza in ufficio con

il lavoro da remoto, promuovendo una cultura di flessibilità e supporto. Dal **2019** al **2023** il **fatturato** è cresciuto ad un **CAGR** del **136%** raggiungendo **Eu1.9mn**. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu0.79mn** (pari a Eu11.1mn per il 100%, con una raccolta equity totale di Eu5.0mn) a fronte di un **investimento di Eu0.24mn**, con un **IRR** di circa il **38%**, e rappresentava l'**1.4% del Portafoglio**.

- **Yakkyo S.p.a. (13.07%), settore Smart City & Factory, sub-settore Logistics:** società precedentemente nota come **Yakkyo S.r.l.**, fondata a Roma nel 2016 da Giovanni Conforti e Carol Hsiao, con uffici aggiuntivi nella provincia di Milano e a Shenzhen (Cina), che ha realizzato una **piattaforma e-commerce end-to-end** chiamata **Yakkyofy**, che consente ai venditori online di automatizzare processi come l'elaborazione degli ordini, il picking dei prodotti, la spedizione e la consegna. La piattaforma integra strumenti di intelligenza artificiale per l'estrazione di dati, l'analisi di mercato e lo sviluppo di strategie di vendita. La società è stata accelerata da **LVG** dal novembre 2016. Nel dicembre 2023, Yakkyo è stata quotata in borsa nel segmento EGM consolidando la sua posizione nel mercato e-commerce globale. Il **fatturato** nel **2023**, pari a **Eu6.3mn**, è cresciuto del 6% YoY, dopo avere subito un calo del 26% YoY nel 2022. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu0.72mn** (pari a Eu5.5mn per il 100%, in linea con l'attuale capitalizzazione di borsa) a fronte di un **investimento di Eu0.36mn**, con un **IRR** di circa il **10%**, e rappresentava l'**1.3% del Portafoglio**. Nell'1H24 il fair value della partecipazione è stato svalutato del 37% (Eu0.42mn) in quanto gli scambi effettuati sul mercato EGM ne hanno determinato un prezzo inferiore rispetto alla valorizzazione dell'ultimo round di aumento di capitale del giugno 2020.
- **Datafalls S.r.l. (10.82%), settore Data & Digitization, sub-settore Data Analytics:** società conosciuta commercialmente come **BigProfiles**, fondata a Roma nel 2017 da Lorenzo Luce, durante il suo dottorato in Ingegneria Informatica presso l'Università degli Studi Roma Tre, specializzata in soluzioni di intelligenza artificiale per la gestione delle relazioni con i clienti (CRM). L'azienda ha sviluppato una piattaforma SaaS che arricchisce i profili dei clienti utilizzando informazioni esterne, migliorando così le strategie di vendita e marketing delle aziende. La società è stata accelerata da **LVG** da maggio 2017. Nel corso degli anni, BigProfiles ha ampliato la sua presenza internazionale, servendo clienti in oltre 15 paesi. La piattaforma offre funzionalità come la previsione della probabilità di acquisto in campagne di cross-selling, la previsione del churn, la valutazione in tempo reale della probabilità di acquisto dei lead web e la previsione della probabilità di recupero di crediti deteriorati (NPL). Grazie a queste soluzioni, BigProfiles ha aiutato le aziende a incrementare le vendite fino al 66% nelle campagne di cross-selling e a ridurre il tasso di abbandono dei clienti dell'11%. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu0.70mn** (pari a Eu6.4mn per il 100%) a fronte di un **investimento di Eu0.33mn**, con un **IRR** di circa l'**11%**, e rappresentava l'**1.3% del Portafoglio**.
- **AWorld S.r.l. (5.75%), settore Cleantech, sub-settore Circular Economy:** società fondata a Torino nel 2018 da Alessandro Armilotta, Marco Armellino e Alessandro Lancieri, con l'obiettivo di sensibilizzare e coinvolgere le persone in azioni concrete per la sostenibilità e la lotta al cambiamento climatico. Da gennaio 2020 è stata accelerata da **DM** e nel corso dello stesso anno ha lanciato l'**app AWorld**, sviluppata per educare e incentivare comportamenti sostenibili. La piattaforma propone contenuti educativi, sfide interattive e strumenti per monitorare l'impatto positivo delle azioni individuali. AWorld è stata scelta dalle Nazioni Unite come piattaforma ufficiale per supportare la **campagna globale ActNow**, dedicata alla promozione di pratiche sostenibili. L'app è stata adottata da aziende, scuole e istituzioni in tutto il mondo, consolidandosi come strumento per misurare e incentivare l'impatto ambientale positivo. Oltre a educare, AWorld offre strumenti per aiutare aziende e organizzazioni a coinvolgere dipendenti e clienti in programmi di sostenibilità. AWorld si distingue per il suo approccio innovativo e collaborativo, rendendo il cambiamento sostenibile accessibile a tutti. Dal **2018** al **2023** il **fatturato** è cresciuto ad un **CAGR** del **59%** raggiungendo **Eu2.9mn**. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu0.64mn** (pari a Eu11.1mn per il 100%, con una raccolta equity totale di Eu2.8mn) a fronte di un **investimento di Eu0.14mn**, con un **IRR** di circa il **42%**, e rappresentava l'**1.2% del Portafoglio**.
- **Soundreef S.p.a. (3.96%), settore Lifestyle & Culture, sub-settore Music:** società fondata nel 2011 da Davide D'Atri, un imprenditore con esperienza nel settore musicale e nella gestione dei diritti d'autore. Soundreef, accelerata da **LVG** dal febbraio 2011, opera nel settore della gestione e tutela dei diritti d'autore musicale e si pone come alternativa innovativa rispetto alle tradizionali società di gestione collettiva, come la SIAE (Società Italiana degli Autori e Editori), sfruttando la tecnologia per monitorare l'uso delle opere musicali in tempo reale. Inizialmente attiva a livello europeo, Soundreef è cresciuta rapidamente ed è diventata un punto di riferimento per artisti di diversi paesi che cercano un'alternativa alla gestione tradizionale dei diritti. La nascita di Soundreef ha generato un acceso dibattito con la SIAE, che ha dominato il mercato italiano per decenni. La questione ha portato a battaglie legali e politiche, ma ha consolidato Soundreef come un'opzione valida per gli artisti. Grazie ad una direttiva europea recepita in Italia, Soundreef nel 2017 ha ottenuto il riconoscimento come **Entità di Gestione Indipendente (EGI)**. Questo ha segnato un punto di svolta, consentendo agli autori italiani di scegliere Soundreef per la gestione dei loro diritti. Diversi artisti noti, tra cui Fedez, hanno scelto Soundreef per la gestione dei loro diritti, contribuendo a rafforzarne la reputazione e la credibilità nel mercato musicale italiano. Al **2Q24** il **fair value** della partecipazione era di **Eu0.49mn**

(pari a Eu12.6mn per il 100%) a fronte di un **investimento di Eu0.40mn**, con un **IRR** stimato in circa il **3%**, e rappresentava lo **0.9% del Portafoglio**.

Le Exit

Le **Exit** rappresentano un fattore cruciale nella gestione di un portafoglio di VC, in quanto consentono agli investitori di realizzare il valore del capitale investito e ottenere un ritorno sull'investimento (IRR). In pratica, l'Exit è il modo in cui i VC monetizzano la loro partecipazione in una startup, trasformando il capitale di rischio in profitto. I portafogli di VC sono caratterizzati da **ritorni asimmetrici**, in quanto i VC puntano su poche Exit di grande successo che possono compensare i fallimenti. Il **timing rappresenta un fattore strategico** nell'Exit, che deve avvenire in un momento favorevole, quando il mercato valorizza al massimo l'azienda.

Le **Exit** hanno dunque un ruolo fondamentale nell'ambito della gestione di un portafoglio VC in quanto **svolgono molteplici funzioni**, che cerchiamo di sintetizzare qui di seguito.

- **Realizzazione dei rendimenti:** le Exit sono il momento in cui il valore creato durante il periodo di investimento si concretizza in ritorni economici. I VC mirano a ottenere multipli significativi sul capitale investito (10x o più nei casi di successo).
- **Redistribuzione del capitale:** le risorse derivanti da un'Exit vengono spesso reinvestite in nuove startup, alimentando il ciclo di investimento e innovazione. Questo processo aiuta i VC a mantenere la liquidità necessaria per continuare a finanziare nuovi progetti o sostenere le aziende in portafoglio con ulteriori round di finanziamento.
- **Misurazione del successo:** il numero e la qualità delle Exit (soprattutto quelle di alto valore) rappresentano un indicatore chiave del successo di un VC. Gli investitori istituzionali e privati (Limited Partners) valutano le performance dei VC sulla base delle Exit realizzate.
- **Attrazione di nuovi investitori:** Exit di successo attraggono nuovi Limited Partners per futuri investimenti, poiché dimostrano la capacità del VC di individuare startup promettenti e creare valore.
- **Ripagare i Limited Partners:** i rendimenti ottenuti tramite le Exit servono a remunerare anche i Limited Partners, come parte del loro ritorno sull'investimento.

Le **Exit** possono essere classificate nelle **tipologie** elencate qui di seguito.

- **IPO:** la startup si quota in borsa, consentendo ai VC di vendere le proprie quote sul mercato pubblico. Questa rappresenta spesso il tipo di exit più redditizia e ambita.
- **Acquisizione:** la startup viene acquistata da un'azienda più grande, che paga in contanti o in azioni. Questa rappresenta l'opzione più comune nel VC, in quanto le acquisizioni spesso sono agevolate da rapporti preesistenti tra la startup e potenziali acquirenti.
- **Secondary Sale:** il VC vende le sue quote a un altro investitore, come un fondo di private equity o un altro VC.
- **Buyback:** i fondatori o la startup stessa acquistano le quote detenute dai VC-
- **Liquidazione:** se la startup non ha successo, il VC cerca di recuperare parte del capitale investito vendendo gli asset residui.

In sintesi, le **Exit** rappresentano il momento cruciale in cui il valore generato dall'investimento viene **concretizzato**, definendo il successo complessivo del portafoglio di VC e la capacità di sostenere e attrarre futuri investimenti.

Sotto questo profilo, **Zest** nel corso del **2024** ha fornito segnali molto positivi, in quanto ha realizzato **tre Exit, tutte di successo (Futura, Cardo AI e Fitprime)**, che hanno determinato introiti complessivi pari a oltre **Eu6.2mn** (oltre l'11% del valore del Portafoglio), di cui Eu4.2mn in contanti ed Eu2mn in azioni, più che triplicando il valore delle Exit realizzato nel **2023** (circa **Eu2mn**) da DM e LVG e superando di oltre il 40% il valore delle Exit realizzato complessivamente dalle due società nel triennio **2021-2023** (circa **Eu4.4mn**).

- **A.D.T. S.r.l. (Futura), settore Lifestyle & Culture, sub-settore EdTech:** nel marzo 2024 il Gruppo ha concluso l'operazione di dismissione totale delle quote della startup A.D.T. S.r.l., conosciuta commercialmente come **Futura**, di cui deteneva il **5.97%**. L'operazione ha generato un **corrispettivo di Eu1.61mn** (pari ad una valorizzazione del 100% della società di Eu27.0mn), a fronte di un fair value al 12/2023 di Eu0.46mn, quindi una plusvalenza di Eu1.15mn. Rispetto all'investimento iniziale da parte di LVG, Futura ha generato un **ritorno pari a 15x**, pari ad un **IRR stimato oltre il 150%**. L'operazione è stata finalizzata nell'ambito del **round Series A da Eu14mn**, che ha visto l'ingresso nel capitale sociale del Fondo di VC francese Eurazeo, di Axon Partners Group e la partecipazione del precedente investitore United Ventures. Futura è stata accelerata nel 2021 da LUISS EnLabs / LVG e ha chiuso nel 2022 un seed round da Eu1.8mn con primari fondi di Venture Capital, tra cui Ithaca Ventures, Exor Seeds e United Ventures, oltre a LVG. La startup si è affermata rapidamente come una delle realtà EdTech a più forte crescita nel panorama europeo, con una squadra internazionale di 40 persone destinato ad espandersi ulteriormente. La mission di Futura è democratizzare l'accesso ad un'istruzione di eccellenza personalizzando i processi di apprendimento attraverso i suoi algoritmi di

intelligenza artificiale. Futura simula l'esperienza di apprendimento con un insegnante privato estremamente qualificato, offrendo contenuti di altissima qualità ad un prezzo accessibile e adattandoli in tempo reale alle esigenze in continua evoluzione degli studenti.

- **Cardo S.r.l. (Cardo AI), settore Fintech & Insurtech, sub-settore Fintech:** nel novembre 2024 Zest ha comunicato l'exit totale dalla startup fintech **Cardo AI**, specializzata nello sviluppo di tecnologie avanzate per la finanza strutturata, di cui deteneva il **2.28%**. La partecipazione è stata ceduta nell'ambito del **round Series A da \$15mn** chiuso da Cardo AI, guidato dal Blackstone e Fintop Capital. Questa Exit ha generato un **incasso superiore a Eu0.60mn** (pari da una valorizzazione del 100% della società superiore a Eu26mn), più basso rispetto al fair value della partecipazione al 06/2024, pari a Eu1.71mn. Nel febbraio 2022 **DM**, che aveva accelerato la startup dal giugno 2018 nell'ambito del programma "Magic Wand", aveva già effettuato una prima cessione parziale delle quote del capitale di Cardo AI, che aveva determinato un incasso di circa Eu1.3mn. Complessivamente **l'introito delle due Exit è stato dunque pari a circa Eu1.9mn**, vale a dire un **ritorno** sull'investimento iniziale (circa Eu0.1mn) **superiore a 17x**, con un **IRR del 106%**. Cardo AI, fondata a Milano nel 2018 da Altin Kadareja, è nata con l'obiettivo di semplificare la gestione di portafogli di investimento nel mercato del debito privato. La società ha sviluppato soluzioni avanzate basate su algoritmi di intelligenza artificiale, che gli consentono di offrire strumenti innovativi per la gestione dei portafogli e la valutazione dei rischi. La piattaforma proprietaria di Cardo AI fornisce analisi in tempo reale e soluzioni automatizzate per migliorare il processo decisionale e l'efficienza operativa. Negli anni successivi, la startup ha consolidato la sua presenza in Europa e nel Regno Unito, facilitando la gestione efficiente di portafogli di investimento per un valore di oltre Eu40bn, integrando e standardizzando dati provenienti da oltre 42 paesi e 150 sistemi diversi. Dal **2017 al 2023 il fatturato** è cresciuto ad un **CAGR del 13%** raggiungendo **Eu3.5mn**. Le risorse raccolte nel novembre 2024 sosterranno la crescita nel mercato americano, dove la startup ha già avviato collaborazioni di rilievo, integrando alcuni tra i più sofisticati investitori del paese. Oltre a guidare il round di finanziamento, Blackstone ha iniziato a utilizzare la tecnologia di Cardo AI per ottimizzare la gestione delle proprie operazioni di asset-based finance e direct lending. Oggi, Cardo AI continua ad espandersi, con un organico di oltre 120 persone distribuite tra New York, Londra, Milano, Tirana e Pristina.
- **Checkmoov S.r.l. (Fitprime), settore Lifestyle & Culture, sub-settore Sport & Wellness:** nel dicembre 2024 Zest ha comunicato l'exit dalla startup **Fitprime**, di cui deteneva l'**8.69%**, piattaforma B2B di corporate welfare, punto di riferimento del mercato italiano con oltre 200 clienti corporate e PMI e oltre 400,000 dipendenti serviti. Fitprime è stata acquisita da Wellhub, la piattaforma di corporate wellness leader a livello globale, unicorno del proprio settore con una valutazione di \$2.4bn. **La exit ha generato un controvalore di Eu4mn** (pari ad una valorizzazione del 100% della società di Eu46mn), di cui il **50% in contanti** e il **50% in azioni Wellhub**, con un **ritorno** sull'investimento iniziale (Eu0.47mn) **di 8.5x** ed un **IRR stimato intorno al 40%**. Fondata a Roma nel 2016 da Matteo Musa, Damiano Rossi, Gianluca Mozzillo e Laura Carpinteri, Fitprime è stata lanciata dal programma di accelerazione LUISS Enlabs / **LGV**. L'azienda ha sviluppato un marketplace del fitness che consente agli utenti di allenarsi in migliaia di centri sportivi partner in tutta Italia con un unico abbonamento flessibile. Nel 2018, Fitprime ha ampliato la sua offerta lanciando "Fitprime Corporate", un servizio dedicato al benessere aziendale. Questo programma supporta aziende di varie dimensioni nell'implementazione di programmi di benessere e coinvolgimento per i dipendenti, promuovendo uno stile di vita sano e attivo attraverso sport, alimentazione equilibrata e cura della salute psicofisica. Tra le aziende che utilizzano i servizi di Fitprime Corporate figurano Sky, Nike, McDonald's, Unilever, Capgemini e Tetrapak. Durante la pandemia Covid-19, Fitprime ha introdotto "Fitprime Tv", una piattaforma digitale che offre sessioni di allenamento da casa con trainer selezionati tra i migliori del settore, integrando così la sua offerta tradizionale con servizi online per rispondere alle nuove esigenze degli utenti. Ad oggi, Fitprime continua a crescere, offrendo servizi di benessere sia a individui che a imprese, con l'obiettivo di migliorare la qualità della vita attraverso l'attività fisica e la cura della salute.

Innovation Division

Zest Innovation S.r.l. è la società operativa del Gruppo che, con il supporto della propria squadra di esperti qualificati, offre **consulenza alle imprese** per favorire l'**adozione di nuovi modelli di innovazione** o il **miglioramento di prodotti, processi e strategie di business già esistenti**. In sostanza Zest Innovation fornisce supporto alle corporate nell'ambito dell'**Open Innovation Management**, che è l'insieme di strategie, processi e strumenti utilizzati dalle aziende per gestire in modo strutturato l'innovazione aperta. Questo approccio implica la collaborazione con attori esterni, come startup, università, centri di ricerca, clienti, fornitori e partner industriali, per sviluppare nuove tecnologie, prodotti o modelli di business.

L'**Open Innovation Management** può fornire all'azienda importanti **vantaggi competitivi**.

- **Aumento dell'intensità di innovazione:** lavorare con persone altamente innovative e tecnologie potenzialmente rivoluzionarie stimola la crescita continua e migliora la competitività del mercato.
- **Riduzione del time-to-market:** lo sviluppo, il collaudo e la validazione di idee e tecnologie permette di ridurre il time-to-market.

- **Nuove fonti di ricavi:** l'esplorazione di opportunità commerciali innovative permette di scoprire nuove fonti di reddito.
- **Maggiore customer focus:** lo sviluppo di soluzioni innovative che soddisfino meglio le esigenze e le aspettative in evoluzione del mercato permette di migliorare la customer focus.
- **Accesso a competenze emergenti:** l'Open Innovation Management permette di ottenere l'accesso a competenze emergenti (ad esempio AI) che portano innovazione e tecnologia all'avanguardia nell'azienda.
- **Sviluppo di una cultura aziendale dell'innovazione:** l'Open Innovation Management promuove una cultura agile, innovativa e imprenditoriale all'interno dell'azienda, adottando metodologie di lavoro rapide e iterative.

Zest Innovation collabora con i propri clienti allo scopo di **individuare le aree di innovazione** in grado di determinare **l'impatto più significativo sui risultati economici** dell'azienda. Zest Innovation aiuta il management a definire le priorità e interviene con un approccio imprenditoriale, lavorando a stretto contatto con i clienti come un gruppo unificato, assicurando il massimo livello di esecuzione. Questo rapporto evolve via via che l'azienda avanza sulla scala della maturità innovativa, passando attraverso tre stadi.

- **Beginner:** nelle fasi iniziali, il management prende consapevolezza del valore dell'innovazione, identificando le prime opportunità, costruendo una squadra dedicata e sviluppando una strategia dell'innovazione.
- **Expert:** in una fase più avanzata, il management realizza e migliora i processi per la gestione delle idee innovative, definisce gli obiettivi a lungo termine e implementa un sistema strutturato di gestione delle idee innovative.
- **Structured:** infine, quando l'azienda ha raggiunto una fase di piena maturità innovativa, l'innovazione è gestita come un portafoglio di iniziative e l'azienda crea collaborazioni con organizzazioni esterne e monitora e misura le performance dell'innovazione (KPI strategici).

Zest Innovation – Corporates Evolution in Innovation Maturity

BEGINNER

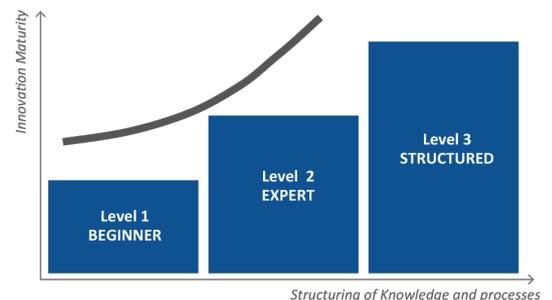
- Understand the value of innovation
- Identify initial opportunities
- Form a dedicated team
- Develop an innovation strategy

EXPERT

- Develop and improve processes for managing innovative ideas
- Set long-term vision goals
- Have a structured idea management system

STRUCTURED

- Manage innovation as a portfolio of initiatives
- Create partnerships with external organizations
- Monitor and measure innovation performance (strategic KPIs)



Source: Websim Corporate on Company Presentation

Zest Innovation rappresenta un partner chiave per l'innovazione aziendale. La sua esperienza gli permette di aiutare le aziende a muoversi rapidamente in un mercato dinamico e in evoluzione, trasformando le idee in risultati concreti con agilità, precisione e visione strategica. Zest Innovation supporta le aziende e le istituzioni di tutti i settori guidando la **trasformazione digitale (Transformation & Empowerment)**, promuovendo la **collaborazione con le startup (Corporate Venturing)** e creando **nuove iniziative per accelerare la crescita e l'innovazione (Ecosystem Development)**. Il grafico seguente mostra alcuni tra i principali clienti di Zest Innovation nei più svariati settori in ciascuna di queste tre aree di attività.

Zest Innovation – Main Clients in Transformation & Empowerment, Corporate Venturing and Ecosystem Development

TRANSFORMATION & EMPOWERMENT	CORPORATE VENTURING	ECOSYSTEM DEVELOPMENT

Source: Websim Corporate on Company Presentation

Di seguito sono descritte le **principali attività** svolte da Zest Innovation in ciascuna delle tre aree.

- **Transformation & Empowerment:** definizione di strategie, governance, organizzazione, processi e KPI per la gestione dell'innovazione; sviluppo di competenze specifiche e diffusione di una cultura aziendale dell'innovazione; formazione dei dipendenti per incoraggiarli a proporre e sviluppare nuove idee, favorendo la collaborazione tra le varie funzioni aziendali.
- **Corporate Venturing:** spinta all'innovazione attraverso l'acquisto di prodotti o servizi forniti da startup per integrarli nel proprio business (Corporate Venture Client); accelerazione della sperimentazione commerciale e industriale attraverso programmi basati su Proof of Concept (PoC); realizzazione di spin-off aziendali; definizione di strategie e modelli di investimento in startup (Corporate VC).
- **Ecosystem Development:** sviluppo dell'ecosistema dell'innovazione, attraverso partnership con vari attori (startup, VC, acceleratori, Università e Technology Transfer Office); sviluppo di programmi di incubazione e accelerazione dedicati a progetti di studenti, spin-off universitari e startup; promozione di programmi di aggiornamento su innovazione, digitalizzazione e venture capital.

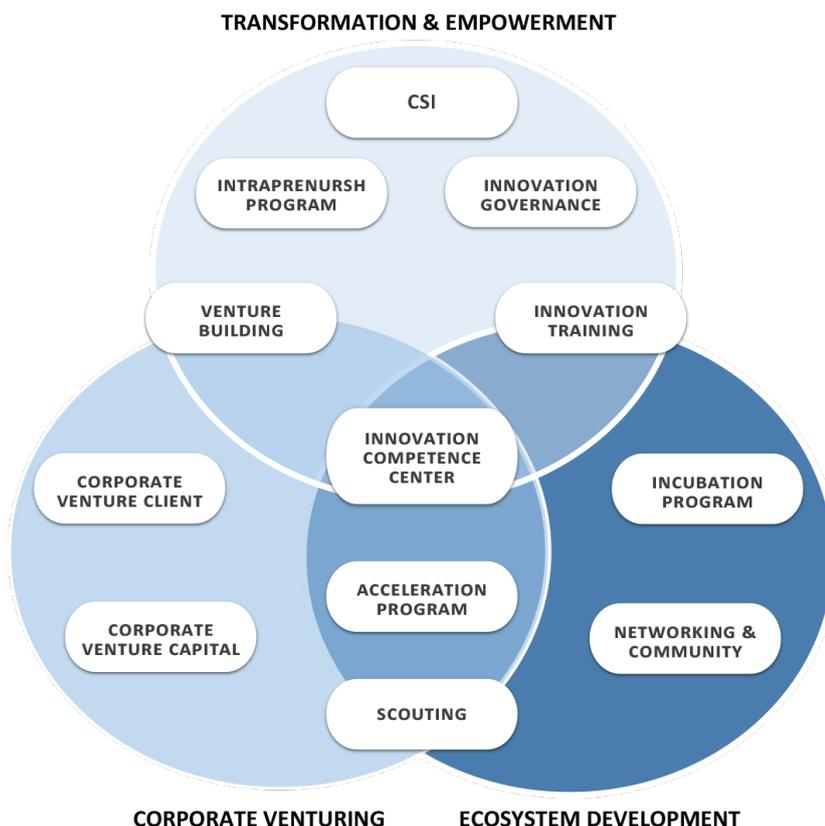
Zest Innovation si concentra sul potenziamento delle organizzazioni sfruttando un **approccio basato su tre pilastri**:

- **AI:** utilizzo di strumenti di intelligenza artificiale per aumentare l'efficienza e l'efficacia;
- **Focus settoriale:** approccio personalizzato in base al settore e al mercato dell'azienda;
- **Sostenibilità:** integrazione di strategie sostenibili dal punto di vista ambientale e sociale.

La molteplicità di rapporti che Zest Innovation ha costruito e continua a costruire tra tutti gli attori coinvolti nei processi innovativi ha portato alla creazione ed al continuo sviluppo nell'ambito di ciascun settore di un **Innovation Competence Center**, una piattaforma strategica e multifunzionale in cui convergono risorse e servizi avanzati, a disposizione di tutti gli attori dell'ecosistema di uno specifico settore. Ogni stakeholder trova al suo interno risorse e competenze ad alto valore aggiunto che abilitano e accelerano i processi di sviluppo, collaborazione e innovazione. L'Innovation Competence Center diventa un hub strategico che accelera l'innovazione, crea connessioni tra il mondo accademico e quello industriale e supporta la nascita e la crescita di startup allineate alle tendenze del mercato.

Il grafico seguente sintetizza l'insieme di tutte le attività che compongono l'**offerta di Zest Innovation**, il cui fulcro è rappresentato dall'Innovation Competence Center.

Zest Innovation – Structure of the Value Proposition



Source: Websim Corporate on Company Presentation

The Hub

La capogruppo gestisce un **Innovation Hub di circa 9,000sqm all'interno della Stazione Termini di Roma (The Hub)**. La struttura include 33 uffici, 10 sale riunioni, 3 sale eventi, 2 aule ed un Open Space con più di 110 postazioni, oltre a spazi esterni. Questi ambienti sono dedicati a **servizi di co-working** e all'**organizzazione di eventi**, favorendo la creazione di connessioni tra gli attori dell'ecosistema dell'innovazione.

Le Startup e le Corporate ospitate all'interno degli spazi di Zest (fatta eccezione per le start-up partecipanti al Programma di Accelerazione) corrispondono alla Società un **canone mensile**, comprensivo di un'**ampia gamma di servizi**, tra i quali la possibilità di accedere 24/7, reception 09:00-18:00 dal lunedì al venerdì, pulizia degli uffici, open space e aree comuni, connessione internet wireless ad alta velocità e disponibilità di apparecchiature di videosorveglianza, stampanti e fotocopiatrici. Il **tasso di occupazione è superiore al 90%**, con oltre 50 startup e corporate residenti, per un totale di circa 350 persone presenti quotidianamente nella struttura.

Per quanto riguarda l'attività di organizzazione di eventi, The Hub rappresenta la **soluzione ideale per aziende innovative e proiettate verso il futuro**, offrendo uno spazio esclusivo per conferenze e incontri riservati. Un ambiente che combina flessibilità e riservatezza, trasformando ogni evento in un'occasione di ispirazione e networking di alto livello. I suoi principali **punti di forza** sono i seguenti.

- **Spazi versatili:** una struttura modulabile, pensata per adattarsi a qualsiasi esigenza e tipologia di evento.
- **Posizione strategica:** situato all'interno della Stazione Termini, The Hub è facilmente accessibile tramite treni e mezzi pubblici, e dispone di un collegamento diretto con l'aeroporto di Fiumicino.
- **Team specializzato:** un supporto professionale e attento ai dettagli, pronto a fornire soluzioni su misura per garantire il successo di ogni incontro.
- **Servizi per ogni esigenza:** disponibilità di una gamma completa di servizi per garantire la riuscita di ogni evento (allestimenti personalizzati, catering, assistenza tecnica, servizio hostess, guardaroba custodito, facchinaggio, presidio pulizie, fotografo, microfonista, messa in onda slide, streaming).

The Hub – The Innovation “Place to Be”



Source: Websim Corporate on Company Presentation

Strategia

Le **principali linee strategiche** indicate dalla società lo scorso anno in occasione della fusione sono sintetizzate qui di seguito.

- **Consolidamento del posizionamento in Italia:** Zest Investments punta a rafforzare la propria presenza nel mercato nazionale attraverso l'espansione e la diversificazione del portafoglio investimenti, attualmente composto da oltre 250 startup. L'obiettivo è avviare tra 10 e 20 programmi di accelerazione verticale nel triennio 2024-2026, adottando un modello di business basato sulla collaborazione con co-investitori, corporate partners e tech-partners. Ogni programma selezionerà in media otto nuove iniziative. Parallelamente, **Zest Innovation** prevede un consolidamento progressivo della propria presenza su tutto il territorio nazionale, con poli strategici a Milano, Torino e Roma. Inoltre, è in programma l'attivazione di un'iniziativa dedicata al Sud Italia, con un focus su settori chiave come il turismo sostenibile, l'agroalimentare di qualità e l'innovazione tecnologica.

- **Espansione geografica internazionale:** Zest mira a rafforzare la propria presenza in nuovi mercati europei, sviluppando opportunità strategiche per ampliare il proprio raggio d'azione. **Zest Investments** punta a creare le basi per replicare il modello di accelerazione verticale attualmente adottato in Italia anche in altri mercati europei, concentrandosi su settori chiave. Questo avverrà attraverso lo sviluppo di partnership con operatori locali specializzati. Entro il 2026, è prevista l'espansione delle attività in almeno due paesi dell'Europa occidentale con caratteristiche economiche e culturali simili a quelle italiane. **Zest Innovation** articolerà la propria espansione geografica seguendo due direttrici principali: (i) **programmi di supporto e mentoring** per aiutare le startup italiane a entrare nei mercati esteri e favorirne la scalabilità a livello globale; (ii) **sviluppo di una rete di collaborazioni internazionali**, per garantire ai clienti corporate italiani l'accesso a soluzioni globali e a un ecosistema innovativo più ampio.
- **Ampliamento dell'offerta di servizi:** Zest punta a potenziare e diversificare i servizi e i programmi destinati sia alle startup che alle aziende. In particolare, per le imprese di piccole e medie dimensioni, verranno sviluppate soluzioni mirate per supportarle nell'adozione e nell'ottimizzazione di processi innovativi, favorendone la crescita e la competitività.
- **Partnership e collaborazioni:** Zest punta a rafforzare la propria rete attraverso lo sviluppo di partnership strategiche con investitori, imprese, operatori istituzionali e università. Questo approccio consentirà di intercettare con maggiore rapidità nuove opportunità di mercato. In particolare, l'attenzione di **Zest Investments** sarà rivolta alla creazione di veicoli di investimento dedicati, supportando i partner strategici nella selezione delle migliori opportunità. L'obiettivo è facilitare potenziali acquisizioni future da parte degli stessi, garantendo un approccio mirato e sinergico nella gestione degli investimenti.
- **Ricerca e sviluppo:** Zest prevede la creazione di nuove piattaforme e metodologie per potenziare l'efficacia dei servizi offerti, migliorando la gestione del ciclo di vita degli investimenti e delle startup. L'innovazione sarà supportata dall'ottimizzazione dei processi di **innovation management** e dall'accelerazione di progetti e startup, con un ruolo chiave attribuito all'**Intelligenza Artificiale** per rendere più efficiente l'intero ecosistema.
- **Sinergie:** Zest prevede che l'integrazione di DM e LVG generi significative sinergie, principalmente attraverso l'aumento progressivo dell'efficienza operativa. Questo risultato sarà ottenuto grazie alla **condivisione di risorse** e alla **razionalizzazione dei processi**. A partire dal 2025, sono attese sinergie anche sul fronte commerciale, con lo sviluppo di nuove opportunità derivanti dall'**ampliamento della struttura commerciale, di partnership e operativa** del Gruppo.

Analisi finanziaria

I dati relativi all'1H24 sono significativamente influenzati dall'operazione di fusione tra DM e LVG che ha avuto efficacia dal 1° aprile 2024 e che è stata contabilmente inquadrata come **Reverse Acquisition**, vale a dire come un'operazione in cui la società di valore inferiore (LVG) ha acquisito la società di valore superiore (DM). Sulla base dell'IFRS 3 la rilevazione contabile della Reverse Acquisition deve essere effettuata dando prevalenza alla sostanza economica rispetto alla forma giuridica. La semestrale 1H24 consolidata di Zest, di conseguenza, riflette:

- le attività e le passività di **DM (acquirente contabile / acquisita giuridica)** rilevate e valutate ai valori che preesistevano all'operazione;
- le attività e le passività di **LVG (acquirente giuridica / acquisita contabile)** valutate al fair value, con conseguente emersione di una **differenza negativa da concambio** pari a **Eu11.2mn**, che ha rappresentato un componente positivo di reddito nell'1H24;
- i risultati economici di DM, a cui si aggiungono i risultati dell'acquisita contabile LVG dalla data dell'operazione.

In sostanza, i risultati economici consolidati 1H24 di Zest riflettono principalmente i risultati dell'ex DM, con il contributo dei risultati economici di LVG per il solo 2Q24 e l'importante contributo della differenza negativa da concambio. Per facilitare una comprensione adeguata dei fenomeni economici si farà riferimento ad una **versione "pro-forma" del conto economico**, che mostra i dati **come se la fusione fosse entrata in vigore il 1° gennaio 2024**.

I dati relativi al FY23 ed al FY22 sono invece relativi alla sola DM. Va ricordato che DM, poiché quotata nel mercato EGM, non era tenuta all'adozione dei principi IFRS; quindi, redigeva le proprie situazioni contabili secondo i principi italiani OIC. Nella relazione semestrale 1H24 sono stati presentati il conto economico FY23 e gli stati patrimoniali FY22 e FY23 con le rettifiche da conversione IFRS. Non risulta dunque possibile analizzare l'andamento economico di DM nel FY23 rispetto al FY22 su basi IFRS, in quanto non si dispone dei dati relativi al FY22.

Per quanto riguarda l'effetto contabile della gestione degli investimenti, va sottolineato che per la parte più rilevante del portafoglio la società ha esercitato l'**OCI Option (Other Comprehensive Income Option)**, che è un metodo contabile previsto dall'**IFRS 9** per la contabilizzazione degli investimenti in strumenti di capitale. Quando un'azienda acquisisce partecipazioni in strumenti di capitale non detenuti per il trading, può infatti scegliere di contabilizzarli utilizzando l'OCI Option allo scopo di evitare che la volatilità del mercato influenzi i suoi risultati economici nel breve periodo. Infatti, l'utilizzo dell'OCI Option comporta che:

- **le variazioni di fair value** dell'investimento vengono rilevate direttamente nel patrimonio netto, invece che nel conto economico;
- **i dividendi** ricevuti vengono comunque rilevati nel conto economico;
- **le plusvalenze/minusvalenze** alla dismissione dell'investimento non transitano nel conto economico, per cui non impattano sull'utile netto.

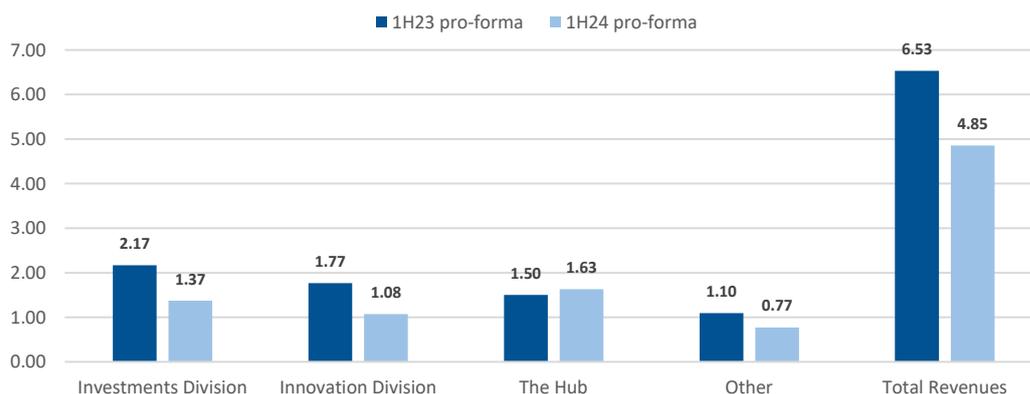
La conseguenza dell'utilizzo dell'OCI Option è dunque che il conto economico fornisce una visione solo parziale dell'andamento del Gruppo, mentre l'evoluzione dello stato patrimoniale consente di cogliere in modo più completo la performance aziendale.

Tenuto conto dei rilevanti cambiamenti intervenuti nell'area di consolidamento a seguito della fusione, e della mancanza di dati pro-forma per il FY23 ed il FY22, **focalizzeremo la nostra analisi sui risultati pro-forma dell'1H24 confrontati con quelli pro-forma dell'1H23 (a perimetro omogeneo).**

Analisi economica

I **ricavi nell'1H24 pro-forma** sono ammontati a **Eu4.85mn**, risultando in crescita del 32% rispetto all'1H23 (Eu3.68mn), che però includeva i soli ricavi di DM. I ricavi di LVG nell'1H23 erano ammontati a Eu2.85mn, per cui da un confronto **su basi omogenee** risulta una **riduzione** dei ricavi **del 26% YoY** (Eu6.53mn nell'1H23). In particolare, il confronto su basi omogenee vede:

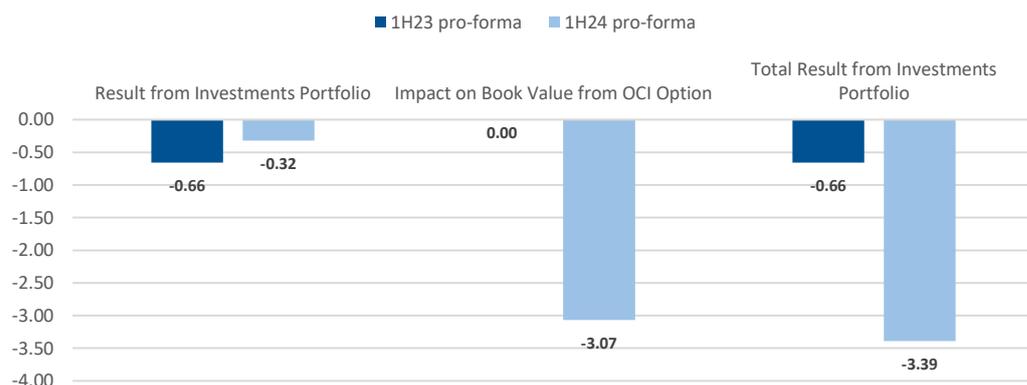
- **l'Investments Division con ricavi in calo del 37% YoY a Eu1.37mn**, avendo risentito del ritardo nell'avvio di alcuni programmi di accelerazione per effetto del nuovo Piano Industriale di CDP in attesa di attuazione;
- **l'Innovation Division con ricavi in calo del 39% YoY a Eu1.08mn**, avendo risentito dei ritardi nel completamento delle operazioni di fusione e di riorganizzazione societaria, nonché dell'impatto del rallentamento economico generale;
- **The Hub con ricavi in crescita del 9% YoY a Eu1.63mn**, grazie all'ottimo andamento dell'attività di organizzazione di eventi, che ha registrato un incremento del 67% YoY a Eu0.39mn, mentre i ricavi per affitti di spazi sono diminuiti del 2% YoY a Eu1.25mn;
- **gli altri ricavi in calo del 29% YoY a Eu0.77mn**, a causa principalmente del negativo andamento della controllata Livextention (agenzia digitale) e della controllata Stillabit (network pubblicitario italiano dedicato alle tematiche ESG), quest'ultima in fase di concordato.

Zest – 1H23 pro-forma and 1H24 pro-forma (Eu mn) revenues


Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

Il **risultato netto della gestione investimenti**, che comprende le variazioni di valore di tutti quegli strumenti per i quali non è stata attivata la OCI Option ed il risultato delle società collegate valutate con il metodo del patrimonio netto, su basi adjusted, nell'**1H24** è stato **negativo per Eu0.32mn**, a fronte di un risultato positivo di Eu0.17mn nell'**1H23** della sola DM. Il risultato netto della gestione investimenti di LVG nell'**1H23** era stato negativo per Eu0.83mn, per cui il **risultato pro-forma 1H23 a parità di perimetro sarebbe stato pari a Eu-0.66mn**. Per avere una visione più completa della gestione degli investimenti, per quanto riguarda l'**1H24** bisogna considerare tuttavia anche le variazioni di valore che non sono transitate a conto economico per effetto della OCI Option, che sono state negative per Eu3.07mn, e che avrebbero dunque portato il **risultato netto complessivo pro-forma della gestione investimenti a Eu-3.39mn**. Le variazioni di fair value negative che hanno maggiormente impattato sul risultato del semestre sono le seguenti.

- **Together Price (Fintech & Insurtech), Eu-0.73mn**: sulla base dei risultati economici e finanziari emersi, è stato elaborato un DCF che ha portato ad una valutazione di Eu1.56mn per la partecipazione dell'11.51%, inferiore del 32% rispetto a quella emersa dall'ultimo aumento di capitale.
- **Codemotion (Lifestyle & Culture), Eu-0.49mn**: a seguito del mancato completamento del pivot del modello di business e dell'impossibilità di raggiungere il break-even nei tempi previsti, la società necessita di ulteriori risorse finanziarie per supportare il proprio sviluppo, per cui si è deciso di svalutare a Eu0.20mn la partecipazione del 4.05%, valore inferiore del 71% rispetto al precedente fair value.
- **DeesUp (Lifestyle & Culture), Eu-0.43mn**: la società non è riuscita a reperire le risorse finanziarie necessarie per sostenere il proprio sviluppo e raggiungere il break-even, per cui si è ritenuto opportuno di svalutare a Eu0.28mn la partecipazione dell'11.63%, valore inferiore del 61% rispetto al precedente fair value.
- **Yakkyo (Smart City & Factory), Eu-0.42mn**: a gennaio 2024 la società ha concluso un'operazione di quotazione al segmento professionale del mercato EGM, e gli scambi effettuati sul mercato hanno determinato una valorizzazione di Eu0.72mn per la partecipazione del 13.07%, inferiore del 37% rispetto alla valorizzazione dell'ultimo round di aumento di capitale.
- **Viceversa (Fintech & Insurtech), Eu-0.36mn**: nel mese di giugno 2024 si è conclusa un'operazione di bridge round con una raccolta complessiva di Eu1mn, di cui Eu0.35mn da Apside, Eu0.30mn da Banca Finint ed Eu0.25mn da Kairos. La valutazione utilizzata come riferimento del suddetto round è stata inferiore rispetto alla valutazione precedente ed ha portato ad un valore di Eu0.92mn per la partecipazione dell'8.18%, inferiore del 28% rispetto al precedente fair value.

Zest – Total Result from Investments Portfolio, 1H23 pro-forma and 1H24 pro-forma (Eu mn)


Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

I **costi del personale nell'1H24 pro-forma** sono ammontati a **Eu2.08mn**, risultando in **calo del 13%** rispetto all'1H23 pro-forma (Eu2.38mn). La riduzione è dovuta al fatto che i costi del personale di LVG nell'1H23 includevano una componente non ricorrente di Eu0.38mn legata alle attività svolte nell'ambito di due bandi pubblici. Al netto di questo effetto, i **costi del personale adjusted** risultano in **crescita del 4% YoY**.

Gli altri costi operativi nell'1H24 pro-forma sono ammontati a **Eu5.10mn**, risultando in **crescita del 4%** rispetto all'1H23 pro-forma (Eu4.91mn).

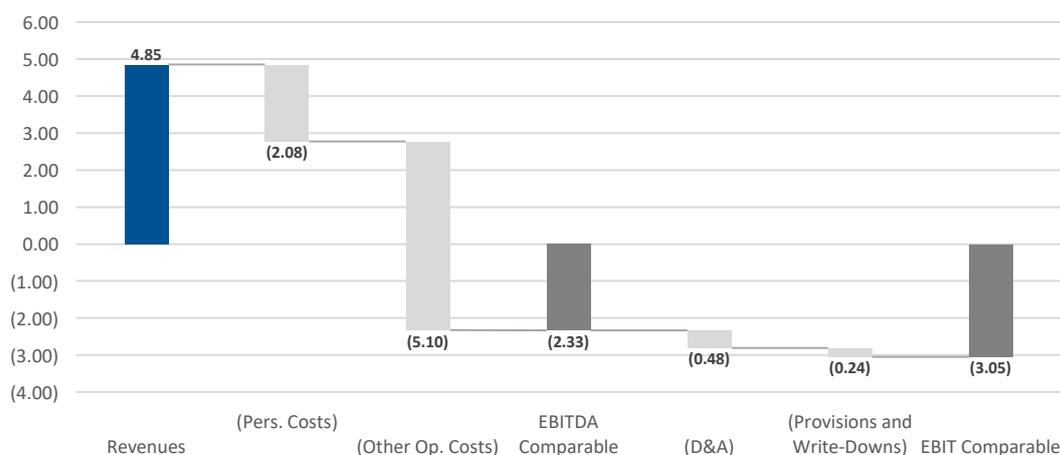
L'EBITDA dell'1H24 pro-forma è stato pari a **Eu8.56mn** e si confronta con il risultato di Eu0.13mn realizzato nell'1H23 da DM, cui va aggiunto il risultato negativo di Eu1.55mn di LVG, che porta a **Eu-1.43mn l'EBITDA dell'1H23 pro-forma**. L'EBITDA 1H24 ha tuttavia beneficiato, come già sottolineato in precedenza, di un contributo positivo di Eu11.21mn derivante dalla differenza da concambio di fusione. Riteniamo che allo scopo di fornire una visione più chiara delle dinamiche economiche del Gruppo sia opportuno analizzare l'andamento dell'EBITDA al netto sia dell'impatto straordinario della differenza da concambio sia dell'impatto volatile della gestione investimenti. Definiamo tale risultato come EBITDA comparable allo scopo di differenziarlo dall'EBITDA contabile. **Nell'1H24 pro-forma l'EBITDA comparable** è stato pari a **Eu-2.33mn**, che si confronta con un valore pro-forma per l'1H23 di **Eu-0.77mn**, con un **peggioramento YoY di Eu1.56mn** essenzialmente **riconducibile alla riduzione di Eu1.68mn registrata dai ricavi**.

Gli **ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni nell'1H24 pro-forma** sono ammontati a **Eu0.72mn**, risultando in **calo del 24%** rispetto all'1H23 pro-forma (Eu0.95mn). In particolare, gli ammortamenti sono ammontati a Eu0.48mn da Eu0.63mn, in calo del 23% YoY, mentre gli accantonamenti e le svalutazioni sono ammontati a Eu0.24mn da Eu0.32mn, in calo del 26% YoY. Ciò ha portato **l'EBIT comparable a Eu-3.05mn nell'1H24 pro-forma da Eu-1.72mn dell'1H23 pro-forma**.

Gli **oneri finanziari netti nell'1H24 pro-forma** sono ammontati a **Eu0.09mn da Eu0.19mn dell'1H23 pro-forma**, e le **imposte sono state nulle nell'1H24 pro-forma da Eu0.11mn dell'1H23 pro-forma**.

Nonostante il negativo andamento dei risultati operativi comparable, **il risultato netto contabile nell'1H24 pro-forma** si è chiuso con un **utile di Eu7.75mn**, a fronte della **perdita di Eu2.68mn dell'1H23 pro-forma**, grazie all'impatto positivo di Eu11.21mn della differenza da concambio.

Zest – 1H24 pro-forma Operating Results (Eu mn)



Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

I risultati dei primi 9 mesi evidenziano un **miglioramento** nel corso del **3Q24**, lieve per quanto riguarda i **costi operativi**, molto più significativo per quanto riguarda il **risultato complessivo del portafoglio**.

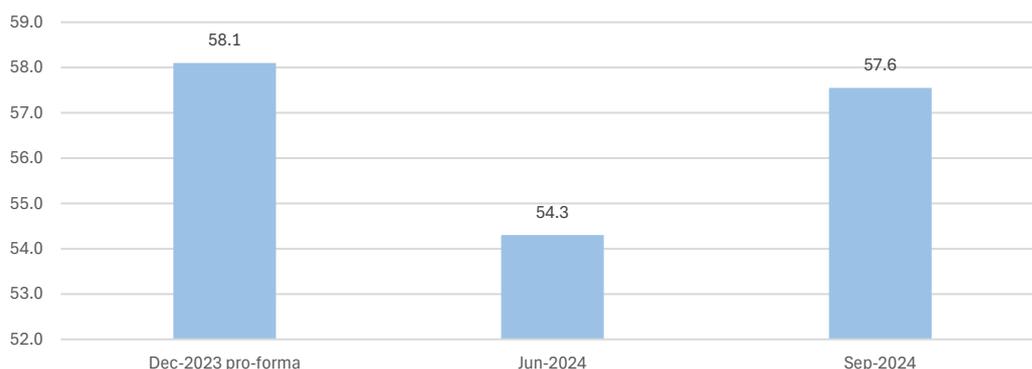
L'EBITDA comparable nel 3Q24 è infatti stato negativo per Eu0.91mn, con una riduzione della perdita del 22% rispetto a quella registrata mediamente nei primi due trimestri dell'anno (Eu1.17mn). Il 3Q24 ha registrato **ricavi** pari a **Eu2.49mn**, in miglioramento del 3% rispetto ai ricavi medi dei primi due trimestri dell'anno (Eu2.43mn), e **costi operativi** pari a **Eu3.40mn**, in calo del 5% rispetto ai costi operativi medi dei primi due trimestri dell'anno (Eu3.59mn). Riteniamo che tale positiva performance sia attribuibile al venire meno di alcuni costi di carattere non ricorrente legati al processo di fusione.

Il risultato della gestione del portafoglio **nel 3Q23** è stato positivo per Eu2.20mn nel conto economico dell'esercizio e per Eu0.32mn nella riserva FVOCI del patrimonio netto, portando a **Eu2.52mn il risultato complessivo del portafoglio** nel corso del trimestre, e permettendo di ridurre a Eu0.87mn la perdita registrata complessivamente dal portafoglio nei primi 9 mesi dell'anno. La positiva performance del portafoglio nel 3Q24 è stata determinata **dall'adeguamento del valore della partecipazione dell'8.69% in Checkmoov (Fitprime), rivalutata di €2.57mn** rispetto al fair value di fine giugno, pari a €1.41mn (+182%), in quanto il 15 ottobre 2024 è stato sottoscritto un contratto vincolante per la cessione della stessa per un controvalore di circa €4.0mn. La rivalutazione è stata imputata al conto economico dell'esercizio poiché su tale partecipazione non era stata esercitata la FVOCI Option.

Analisi patrimoniale e del cash flow

Il **valore complessivo del portafoglio investimenti** alla fine dell'**1H24** ammontava a **Eu54.3mn** secondo i principi contabili IFRS EU, rispetto a Eu58.1mn del valore pro-forma all'inizio dell'anno. La **riduzione del valore del portafoglio di circa il 7%** nel corso del semestre è stata principalmente determinata dalle **svalutazioni effettuate nel periodo**, di cui si è detto precedentemente, che hanno portato a chiudere il semestre con un risultato complessivo della gestione investimenti negativo per Eu3.39mn. **A fine settembre 2024 il fair value del portafoglio è risalito a Eu57.6mn**, con un recupero di Eu3.3mn rispetto a fine giugno, grazie principalmente alla positiva performance registrata nel 3Q24 oltre che ai nuovi investimenti del periodo, pari a Eu0.36mn.

Zest – Portfolio Fair Value (Eu mn)



Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

Nel semestre Zest ha concluso **23 operazioni di investimento** per un controvalore complessivo pari a Eu19.2mn, di cui **Eu0.86mn investiti da Zest** ed Eu18.4mn investiti da terzi. Gli investimenti del periodo sono stati così suddivisi:

- **Primo investimento:** sono state realizzate 9 operazioni di investimento in nuove startup attraverso i programmi di accelerazione, con un impegno complessivo da parte di Zest pari a Eu0.45mn. In particolare, si è conclusa la terza edizione del programma di accelerazione Magic Spectrum, che ha portato alla selezione di 6 nuove startup, mentre ulteriori 3 investimenti sono stati effettuati tramite il veicolo Magic Mind all'interno del secondo Batch.
- **Follow-on:** sono state realizzate 14 operazioni di investimento follow-on, con un impegno complessivo da parte di Zest di Eu0.40mn. In particolare, 8 operazioni sono state realizzate attraverso i programmi di accelerazione, per un controvalore di Eu0.24mn, 4 operazioni hanno riguardato startup in portafoglio, per un controvalore di Eu0.12mn, e 2 operazioni hanno riguardato altre startup, per un controvalore di Eu0.04mn.

Zest – 1H24 Portfolio Investments

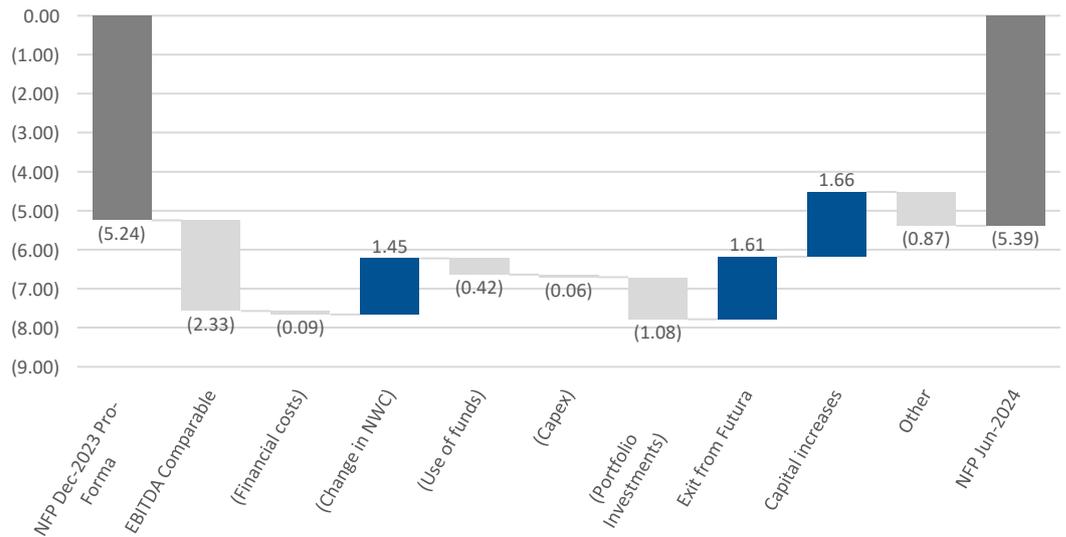
(Eu mn)	First Investment	Follow-On	Total
Acceleration Programs	0.45	0.24	0.70
Portfolio Startups	0.00	0.12	0.12
Other Operations	0.00	0.04	0.04
Total	0.45	0.40	0.86

Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

L'indebitamento finanziario netto a giugno 2024 era pari a **Eu5.39mn**, un valore solo marginalmente superiore rispetto a quello di **dicembre 2023 pro-forma**, pari a **Eu5.24mn**. Zest ha potuto sostanzialmente stabilizzare la posizione finanziaria nel semestre nonostante la perdita di Eu2.33mn registrata a livello di EBITDA comparable, cui si sono aggiunti Eu0.09mn di oneri finanziari, Eu0.42mn di utilizzo fondi ed Eu1.15mn di investimenti complessivamente realizzati nel periodo, grazie principalmente alla riduzione di €1.45mn del capitale circolante netto, che a fine semestre risultava negativo per Eu1.25mn, all'introito di €1.61mn derivante dall'Exit dalla startup Futura, di cui deteneva il 5.97%, ed all'aumento dei mezzi propri di €1.66mn, di cui Eu1.50mn di aumento di capitale sottoscritto da LUISS contestualmente alla stipula dell'atto di fusione. Va tuttavia detto che il valore negativo del capitale circolante netto a giugno 2024 rappresentava un fatto anomalo, in quanto a quella data risultavano debiti commerciali scaduti pari ad Eu2.64mn.

Il **patrimonio netto a giugno 2024** ammontava a **Eu51.3mn** (Eu51.5mn la quota di competenza degli azionisti), pari ad un **rapporto Debt/Equity di 0.11x** ed un **rapporto Loan-to-Value (LTV) del 10%** che riteniamo del tutto **coerenti con il profilo di rischio del business**.

Zest – Net Financial Position bridge from Dec-2023 Pro-Forma to Jun-2024 (Eu mn)



Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

A settembre 2024 l'indebitamento finanziario netto è salito a Eu7.84mn, registrando un incremento di Eu2.45mn nel 3Q24. Riteniamo che tale aumento dell'indebitamento sia attribuibile, oltre che agli Eu0.91mn di EBITDA comparabile ed agli Eu0.36mn di nuovi investimenti in portafoglio anche ad un aumento del capitale circolante netto, che dovrebbe spiegare gran parte degli Eu1.18mn rimanenti di incremento. In particolare, nel corso del 3Q24, si segnala una riduzione di Eu0.48mn dei debiti scaduti, scesi a Eu2.16mn a fine settembre. Nel complesso riteniamo che la situazione debitoria continui a non destare preoccupazione, in quanto il rapporto **LTV** a fine settembre 2024 risultava **pari al 14%** ed anche aggiungendo all'indebitamento finanziario i debiti scaduti il rapporto LTV salirebbe al 17%, valori che riteniamo **compatibili con il profilo di rischio del business**.

Stime 2024-2027

Stime 2024

Il **22 novembre scorso** Zest ha fornito un **aggiornamento in merito ai dati previsionali 2024**, che rappresenta il nostro riferimento per le stime relative all'esercizio appena concluso. Tale guidance si riferisce ai dati contabili, che escludono il contributo di LVG nel primo trimestre dell'anno, vale a dire prima della formalizzazione della fusione.

I **ricavi totali 2024** dovrebbero attestarsi a **circa Eu9mn**, il che significa **circa Eu10.2mn su base pro-forma**, in quanto i ricavi totali di LVG nell'1Q24 erano ammontati a Eu1.22mn. Questa nuova guidance risulta inferiore rispetto a quella indicata nel prospetto informativo redatto in occasione della fusione, depositato in Consob il 6 marzo 2024, che prevedeva ricavi nel range Eu11.5-12.7mn. La revisione al ribasso della guidance dei ricavi è stata determinata dai ritardi nel completamento delle operazioni post fusione e di riorganizzazione societaria, dall'impatto del rallentamento economico generale, dal ritardo nell'avvio di alcuni programmi di accelerazione per effetto del nuovo Piano Industriale di CDP in attesa di attuazione e dal negativo andamento della controllata Livextension (agenzia digitale) e della controllata Stillabit (network pubblicitario italiano dedicato alle tematiche ESG), quest'ultima in fase di concordato. La Società ha comunque affermato che i ritardi riscontrati sul fronte dei ricavi sono stati sostanzialmente superati e che le previsioni relative all'esercizio 2025 sono in miglioramento. La tendenza al miglioramento nell'andamento dei ricavi, a nostro avviso, è già visibile nel **4Q24**, che, sulla base della guidance sull'intero esercizio, dovrebbe essersi chiuso con una **top line di circa Eu2.9mn**, superiore di quasi il 20% rispetto alla media dei primi tre trimestri dell'anno.

Il **contributo economico della gestione investimenti**, che nella precedente guidance era stato previsto nel range Eu0.5-0.9mn, dovrebbe ammontare a **circa Eu2.2mn**, il che significa **circa Eu2.6mn su base pro-forma**, in quanto il contributo di LVG su questa linea nell'1Q24 sarebbe stato pari a Eu0.37mn. La revisione al rialzo della guidance in questo caso è attribuibile all'ottima performance dell'Exit su Fitprime, che ha determinato un introito di Eu4.0mn (di cui il 50% in contanti ed il 50% in azioni Wellhub) ed un impatto positivo sul conto economico di circa Eu2.6mn.

L'**EBITDA, al netto dell'impatto positivo del disavanzo di fusione** (Eu11.2mn), che nella precedente guidance era previsto nel range Eu1.3-1.9mn, dovrebbe risultare **sostanzialmente azzerato** a causa della flessione dei ricavi, dopo avere scontato anche costi straordinari per circa Eu0.8mn da ricondurre principalmente alle operazioni relative alla fusione. L'**EBITDA comparabile 2024** dovrebbe risultare dunque pari a **circa Eu-2.2mn**, il che equivarrebbe a **circa Eu-2.7mn per il 2024 pro-forma**, in quanto l'EBITDA comparabile di LVG nell'1Q24 era risultato negativo per Eu0.47mn. Riteniamo che tale dato sia da valutare molto positivamente in quanto implicherebbe che nel **4Q24** i **costi operativi** siano scesi a circa **Eu2.3mn**, registrando un calo di oltre il 30% rispetto al 3Q24, e l'**EBITDA comparabile** sia passato in territorio **positivo per circa Eu0.5mn**.

L'**utile netto contabile**, per il quale non è stata fornita alcuna guidance, è da noi **stimato in circa Eu9.5mn**, inclusivo dell'impatto positivo del disavanzo di fusione, dopo avere speso Eu1.4mn di ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni ed Eu0.3mn di oneri finanziari netti. Tale stima implica un risultato positivo di circa Eu1.5mn nel 2H24, grazie al contributo economico della gestione investimenti.

L'**indebitamento finanziario netto** del Gruppo a **dicembre 2024**, che nella precedente guidance era previsto nel range Eu4.2-5.1mn, dovrebbe risultare pari a **circa Eu7.0mn**, a causa della revisione al ribasso della performance operativa e di tempi di incasso superiori a quanto preventivato. Ciò implica che nel 4Q24 la PFN sia migliorata di circa Eu0.8mn rispetto al trimestre precedente, avendo beneficiato delle Exit di Cardo AI (oltre Eu0.6mn) e di Fitprime (circa Eu2.0mn) in parte controbilanciate dall'assorbimento di cassa dell'attività operativa dovuta all'incremento del capitale circolante netto.

Stimiamo un valore del portafoglio investimenti a dicembre 2024 di circa Eu54mn, pari ad un **rapporto LTV del 13%**, ed un **patrimonio netto di circa Eu52mn**, pari ad un **rapporto Debt/Equity di 0.13x**.

Stime 2025-2027

Nel prossimo triennio stimiamo che i **ricavi totali** crescano ad un **CAGR di circa il 9%** (prendendo come base la stima di ricavi FY24 pro-forma di Eu10.2mn) raggiungendo il valore di **Eu13.1mn nel 2027**. Riteniamo che il **principale driver** della crescita dei ricavi dovrebbe essere rappresentato dalla **Innovation Division**, per la quale stimiamo nel triennio un più che raddoppio del fatturato (Eu5.1mn nel 2027). Per l'Investment Division e The Hub stimiamo invece un CAGR dei ricavi intorno al 3% nel triennio, che dovrebbero raggiungere rispettivamente Eu3.3mn ed Eu3.6mn nel 2027. Gli altri ricavi sono stimati in area Eu1.0-1.1mn all'anno.

Non stimiamo alcun impatto sul conto economico da parte del portafoglio investimenti, in quanto assumiamo che tutte le variazioni di fair value e le plusvalenze o minusvalenze confluiscono direttamente nella riserva FVOCI del patrimonio netto. Riteniamo comunque che tutta la generazione di valore nei prossimi anni dovrebbe arrivare dalla gestione del portafoglio investimenti, dal quale ci attendiamo un **IRR medio annuo intorno al 15%** (prudenzialmente inferiore rispetto all'IRR storico, stimato intorno al 22%).

I **costi operativi** sono stimati in **Eu11.5mn nel 2025**, in calo di oltre il 10% YoY rispetto al 2024 pro-forma, per poi risalire nel biennio successivo fino a **Eu12.4mn nel 2027**. Ciò dovrebbe portare ad una sostanziale

riduzione della **perdita a livello EBITDA nel 2025**, stimata a circa **Eu0.5mn**, per raggiungere il **break-even nel 2026** ed un **valore positivo di Eu0.7mn nel 2027**.

Gli ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni sono stimati in calo a **Eu1.1mn nel 2025**, **Eu0.8mn nel 2026** ed **Eu0.6mn nel 2027**, mentre gli oneri finanziari netti dovrebbero scendere a **Eu0.1mn all'anno nell'intero triennio**. Sulla base di tali assunzioni, il **risultato netto dovrebbe raggiungere un sostanziale break-even nel 2027, dopo perdite stimate a Eu1.7mn nel 2025 e a Eu0.9mn nel 2026**.

Per quanto riguarda la gestione del portafoglio ci aspettiamo che le **Exit** generino circa **Eu4.0mn di introiti finanziari all'anno** e che questi vengano utilizzati al 50% per effettuare nuovi investimenti di portafoglio ed al 50% per ridurre l'**indebitamento finanziario netto**, che stimiamo a **Eu6.4mn nel 2025**, **Eu5.3mn nel 2026** ed **Eu3.3mn nel 2027**.

Sulla base delle nostre ipotesi il **fair value del Portafoglio Investimenti** dovrebbe arrivare intorno agli **Eu78mn a fine 2027** con un **patrimonio netto di circa Eu79mn**, pari ad un **rapporto LTV del 4%** ed un **rapporto Debt/Equity di 0.04x**.

Zest – 2023–2027E Consolidated Income Statement

(Eu mn)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Net Sales	7.0	9.0	11.0	12.0	13.1
YoY growth (%)	58.8%	27.8%	22.2%	9.3%	8.6%
Other revenues	(0.2)	13.4	0.0	0.0	0.0
Value of Production	6.8	22.4	11.0	12.0	13.1
YoY growth (%)	39.1%	229.4%	-50.9%	9.3%	8.6%
Purchases	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
Services	(5.2)	(5.2)	(4.6)	(4.8)	(5.0)
Third-Party	0.0	(1.2)	(1.3)	(1.3)	(1.4)
Personnel	(2.2)	(3.6)	(4.3)	(4.5)	(4.7)
Other operating costs	(0.2)	(1.2)	(1.3)	(1.4)	(1.4)
EBITDA	(0.8)	11.2	(0.5)	(0.0)	0.7
EBITDA margin (%)	-10.9%	124.4%	-4.2%	-0.1%	5.1%
D&A and Provisions	(2.1)	(1.4)	(1.1)	(0.8)	(0.6)
EBIT	(2.9)	9.8	(1.6)	(0.8)	0.1
EBIT margin (%)	-40.9%	108.8%	-14.2%	-6.7%	0.5%
Net financial charges	0.1	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBT	(2.7)	9.5	(1.7)	(0.9)	(0.0)
Taxes	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Income	(2.8)	9.5	(1.7)	(0.9)	(0.0)
Net margin (%)	-39.4%	105.6%	-15.5%	-7.8%	-0.2%

Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

Zest – 2023-2027E Consolidated Balance Sheet

(Eu mn)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Fixed Assets	33.1	58.4	64.9	72.6	81.6
Inventory	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
Trade receivables	3.8	3.4	3.4	3.4	3.4
Trade payables	(1.9)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)
Operating Working Capital	1.9	1.4	1.4	1.4	1.4
Other current assets	1.0	1.9	2.0	2.1	2.2
Other current liabilities	(1.0)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.1)
Net Working Capital	1.9	1.2	1.3	1.4	1.5
NWC as a % of LTM Net Sales	26.6%	12.8%	11.4%	11.2%	11.1%
Long-term liabilities	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
Net Invested Capital	34.3	58.8	65.4	73.2	82.3
ST debt	(1.6)	(3.0)	(2.9)	(2.5)	(2.0)
LT debt	(4.2)	(5.3)	(4.5)	(4.0)	(3.5)
Cash & cash equivalents	4.9	1.3	1.0	1.2	2.2
Net Financial Position	(0.9)	(7.0)	(6.4)	(5.3)	(3.3)
Shareholders' equity	33.7	52.0	59.2	68.2	79.2
Minority interests	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Net Equity	33.4	51.8	59.0	67.9	79.0
Total Sources	34.3	58.8	65.4	73.2	82.3

Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

Zest – 2023-2027E Consolidated Cash Flow Statement

(Eu mn)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Group Net Income	(2.8)	9.5	(1.7)	(0.9)	(0.0)
P&L taxes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P&L financial charges (income)	(0.8)	0.3	0.1	0.1	0.1
Capital (gain) losses from disposals	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Depreciations and amortizations	0.7	1.0	0.8	0.6	0.5
Provisions, net of use of funds	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
Write-downs (ups)	4.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Other operating non-monetary items	0.0	(14.1)	0.0	0.0	0.0
(Δ OWC)	0.6	0.5	0.0	0.0	0.0
(Δ Other current assets, liabilities and funds)	(0.4)	1.5	(0.4)	(0.3)	(0.2)
(Paid taxes)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
Cashed (Paid) financial income (charges)	0.8	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Operating Cash Flow	3.5	(1.2)	(1.0)	(0.4)	0.4
(Capex)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
(Acquisitions)	(2.6)	(4.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
Divestments	0.4	4.6	4.0	4.0	4.0
Free Cash Flow	1.0	(0.9)	0.6	1.2	2.0
Dividend distribution	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend distribution to third parties	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Own shares buy-back	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital increase (reimbursement)	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0
Third parties capital increase (reimbursement)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other non-operating non-monetary items	(2.9)	(5.4)	0.0	0.0	0.0
Cash Flow	(1.4)	(6.2)	0.6	1.2	2.0
NFP @ beginning of the period	0.6	(0.9)	(7.0)	(6.4)	(5.3)
Cash Flow	(1.4)	(6.2)	0.6	1.2	2.0
NFP @ end of the period	(0.9)	(7.0)	(6.4)	(5.3)	(3.3)

Source: Company Data, Websim Corporate elaboration

Valutazione e conclusioni

Fair value del Portafoglio Investimenti

L'IFRS 13 ha introdotto la **gerarchia del fair value (FVH)** per migliorare la trasparenza nella valutazione degli strumenti finanziari. Questa gerarchia si articola in **tre livelli** basati sulla disponibilità e osservabilità dei dati di mercato.

- **Livello 1:** prezzi quotati in mercati attivi per strumenti identici.
- **Livello 2:** prezzi di strumenti simili o calcolati con dati di mercato osservabili.
- **Livello 3:** valutazioni basate su dati non osservabili.

L'obiettivo è garantire maggiore chiarezza nella misurazione del fair value.

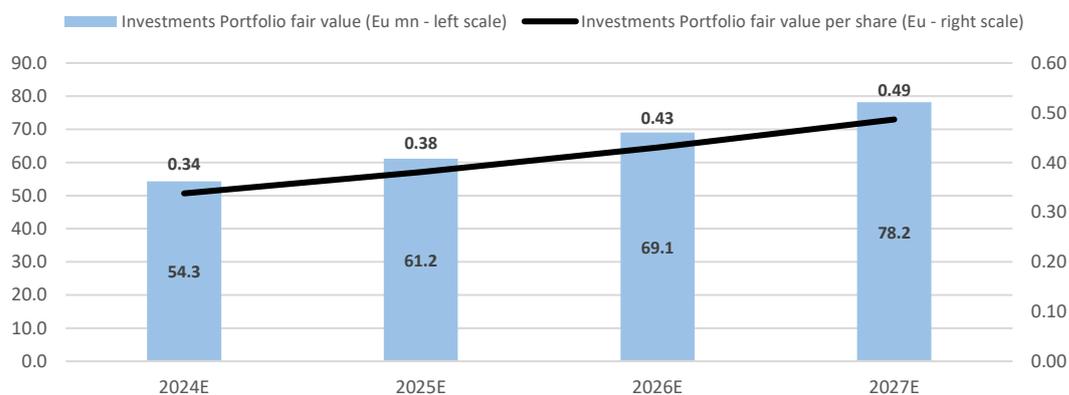
Il **fair value** delle partecipazioni che compongono il **Portafoglio Investimenti di Zest**, rappresentato prevalentemente da partecipazioni in startup con quote inferiori al 20% del capitale sociale, è classificato come **Livello 3**. Data la natura complessa degli investimenti in startup in fase seed o pre-seed, risulta molto difficile stimare variazioni nei parametri di valutazione e determinare la sensibilità del fair value. La valutazione delle partecipazioni segue le **International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines**, ispirate all'**IFRS 13**. Le regole generali per la determinazione del fair value delle singole società sono le seguenti.

- Se vi è stato un **aumento di capitale significativo**, si usa il valore **post-money** come riferimento.
- Se l'**aumento di capitale è incompleto o a tranches**, si usa il **pre-money aumentato dell'afflusso finanziario**.
- Se **negli ultimi 24 mesi non vi sono state operazioni sul capitale** e gli **indicatori di performance** sono **positivi**, rilevati attraverso la reportistica mensile fornita dalle startup contenente metriche di business specifiche, si utilizza l'**ultima valutazione post-money**.
- Se **negli ultimi 24 mesi non vi sono state operazioni sul capitale** ma gli **indicatori di performance** rilevati attraverso la reportistica mensile sono **negativi**, si procede ad un **adeguamento del fair value** sulla base di **multiplici di mercato**, benchmark relativi ad **operazioni similari, discounted cash flow o patrimonio netto**.

A fine giugno 2024 il fair value del Portafoglio Investimenti di Zest ammontava a **Eu54.3mn (Eu0.34 per azione)** ed a fine settembre era cresciuto a **Eu57.6mn (Eu0.36 per azione)**, principalmente grazie alla rivalutazione della partecipazione in Fitprime, ceduta poi nel mese di dicembre.

Stimiamo che alla **fine del 2024** il fair value del Portafoglio sia tornato in area **Eu54mn (Eu0.34 per azione)**, a seguito delle cessioni delle partecipazioni in Cardo AI ed in Fitprime, parzialmente compensate dall'investimento in Wellhub ed in altre partecipazioni minori. Le nostre stime sull'evoluzione del fair value del Portafoglio per gli anni successivi si basano sull'ipotesi di una **rivalutazione annua** dello stesso di circa il **15%** (stima prudente rispetto all'IRR storico di circa il 22%), valore delle **Exit** pari a **Eu4mn all'anno** e **nuovi investimenti** per **Eu2mn all'anno**. Sulla base di queste ipotesi il **fair value del Portafoglio** sarebbe destinato a salire in area **Eu61mn a fine 2025 (Eu0.38 per azione)**, **Eu69mn a fine 2026 (Eu0.43 per azione)** ed **Eu78mn a fine 2027 (Eu0.49 per azione)**.

Zest – Investment Portfolio fair, value 2024E-2027E



Source: Websim Corporate estimates

Valutazione delle attività operative

Oltre al Portafoglio Investimenti, vi è un'altra componente di valore all'interno del Gruppo Zest, rappresentata dalle **attività consenziali, di affitto spazi e organizzazione eventi** che generano ricavi a conto economico. Tali attività, tuttavia, non realizzano ancora risultati economici positivi e, sulla base delle nostre stime, dovrebbero raggiungere il break-even EBITDA nel 2026 ed un EBIT marginalmente positivo nel 2027. Riteniamo tuttavia che le attività consenziali, che nel 2025 dovrebbero rappresentare circa il 60% dei ricavi, dovrebbero continuare a crescere nel medio/lungo periodo, permettendo di raggiungere risultati

economici positivi. Tali tipi di attività, in quanto caratterizzate da bassa intensità di capitale, potrebbero arrivare a valere nel medio/lungo periodo un multiplo dei ricavi compreso tra 1.5x e 2.0x in funzione dei livelli di marginalità a regime. Allo stato attuale, tuttavia, tenuto conto che la marginalità operativa è ancora negativa, riteniamo che un multiplo **EV/Sales 2025E intorno a 1.0x** possa essere considerato congruo. Assegniamo pertanto alle attività operative di Zest una **valutazione di Eu11mn (Eu0.07 per azione)**.

Somma delle parti e target price

Per la definizione del fair value di Zest effettuiamo una somma delle parti, prendendo come riferimento le stime a fine 2025. Al valore del Portafoglio Investimenti (Eu61.2mn) e delle attività operative (Eu11.0mn), aggiungiamo anche il valore di libro degli investimenti non inclusi nel Portafoglio (Eu1.7mn), e deduciamo l'indebitamento finanziario netto (Eu6.4mn) ed i debiti scaduti (Eu2.2mn). Otteniamo un **fair value del Gruppo Zest di Eu65.3mn, pari a Eu0.41 per azione**. A questa valutazione applichiamo uno sconto liquidità del 20%, per tenere conto della ridotta capitalizzazione della società, il cui flottante ai prezzi attuali di mercato ammonta a circa Eu14mn. Individuiamo così un **target price di Eu0.32 per azione**, che corrisponde ad un **upside potenziale di circa il 100%** rispetto alle quotazioni correnti del titolo.

Zest – Sum-of-the-parts

	Fair Value (Eu mn)	Fair Value per share (Eu)
Investments Portfolio	61.2	0.38
Operating activities	11.0	0.07
Other Investments	1.7	0.01
Net Financial Position	(6.4)	(0.04)
(Overdue Debts)	(2.2)	(0.01)
Sum-of-the-parts	65.3	0.41
(20% Liquidity discount)	(13.1)	(0.08)
Target Price	52.2	0.32

Source: Websim Corporate estimates

Conclusioni

Riteniamo che Zest rappresenti un'opportunità unica per investire nel venture capital italiano, con un potenziale di extra-rendimenti molto significativi nel medio-lungo periodo, per i seguenti motivi.

- Zest è il primo operatore italiano di dimensione europea per investimenti early-stage, accelerazione startup, scale-up e programmi di open innovation e corporate venturing, e grazie all'ultraventennale esperienza nel settore, può contare su un know-how consolidato e su una rete di relazioni di lungo termine con una moltitudine di attori, sia sul lato corporate, sia sul lato investitori e partner.
- La fusione tra DM e LVG, da cui è nata Zest, ha permesso di realizzare almeno Eu0.5mn di sinergie di costo, dando così vita ad un operatore più efficiente.
- Il piano nazionale Transizione 5.0, finanziato con Eu6.3bn di fondi PNRR, e il piano di investimenti di CDP Venture Capital 2024-2028 da Eu7bn, dovrebbero fornire a Zest significative opportunità di business nei prossimi anni.
- Il Portafoglio Investimenti di Zest, composto da oltre 250 startup, riduce fortemente il rischio specifico legato ai singoli investimenti, in un'ottica di rendimenti asimmetrici.
- Il track record storico del Portafoglio Investimenti di Zest è molto positivo, in quanto il suo fair value è pari a 2.2x rispetto ai valori di carico, con un IRR medio di circa il 22%.
- La diversificazione su diversi settori digitali può permettere a Zest di cavalcare i megatrend globali della dell'intelligenza artificiale, del cloud, della blockchain e dell'automazione, con alcune startup che potrebbero registrare crescita esponenziali attraverso IPO, acquisizioni strategiche o aumenti di capitale a valutazioni più elevate.
- Le Exit di successo realizzate da Zest nel 2024 (Futura, Cardo AI e Fitprime) hanno permesso di sbloccare Eu6.2mn di risorse (oltre l'11% del valore del Portafoglio) da destinare a nuovi investimenti, evidenziando una tendenza in netto miglioramento rispetto ai valori delle Exit realizzato complessivamente da DM e LVG negli anni precedenti (Eu4.4mn complessivamente nel triennio 2021-2023).
- Quotando a sconto di oltre il 60% rispetto al fair value, gran parte del rischio risulta ampiamente scontato, per cui anche in uno scenario conservativo l'investimento sul titolo può godere di un ampio margine di sicurezza rispetto ai fondamentali.

Pur consapevoli dei fattori di rischio legati alle ancora ridotte dimensioni aziendali, alla concentrazione delle partecipazioni sul mercato italiano ed all'elevata incertezza che caratterizza gli investimenti in startup, riteniamo che gli aspetti positivi dell'equity story siano nettamente prevalenti, per cui **iniziamo la copertura di Zest con raccomandazione BUY e target price a Eu0.32 per azione**.

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	ZEST		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	--
Current Target (Eu):	0.32	Previous Target (Eu):	--
Current Price (Eu):	0.16	Previous Price (Eu):	--
Date of report:	24/02/2025	Date of last report:	--

DISCLAIMER (for more details go to [DISCLAIMER](#))

IMPORTANT DISCLOSURES

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein and of any its parts is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without authorisation from Intermonte.

This report is directed exclusively at market professional and other institutional investors (Institutions) and is not for distribution to person other than "Institution" ("Non-Institution"), who should not rely on this material. Moreover, any investment or service to which this report may relate will not be made available to Non-Institution.

The information and data in this report have been obtained from sources which we believe to be reliable, although the accuracy of these cannot be guaranteed by Intermonte. In the event that there be any doubt as to their reliability, this will be clearly indicated. The main purpose of the report is to offer up-to-date and accurate information in accordance with regulations in force covering "recommendations" and is not intended nor should it be construed as a solicitation to buy or sell securities.

This disclaimer is constantly updated on Intermonte's website www.intermonte.it under LEGAL INFORMATION. Valuations and recommendations can be found in the text of the most recent research and/or reports on the companies in question. For a list of all recommendations made by Intermonte on any financial instrument or issuer in the last twelve months consult the [PERFORMANCE](#) web page.

Intermonte distributes research and engages in other approved activities with respect to Major U.S. Institutional Investors ("Majors") and other Qualified Institutional Buyers ("QIBs"), in the United States, via Plural Securities LLC under SEC 15a-6 guidelines. Intermonte is not registered as a broker dealer in the United States under the Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act"), and is not a member of the Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Plural Securities LLC is registered as a broker-dealer under the Exchange Act and is a member of SIPC.

ANALYST CERTIFICATION

For each company mentioned in this report the respective research analyst hereby certifies that all of the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about any or all of the subject issuer (s) or securities. The analyst (s) also certifies that no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation or view in this report.

The analyst (s) responsible for preparing this research report receive(s) compensation that is based upon various factors, including Intermonte's total profits, a portion of which is generated by Intermonte's corporate finance activities, although this is minimal in comparison to that generated by brokerage activities.

Intermonte's internal procedures and codes of conduct are aimed to ensure the impartiality of its financial analysts. The exchange of information between the Corporate Finance sector and the Research Department is prohibited, as is the exchange of information between the latter and the proprietary equity desk in order to prevent conflicts of interest when recommendations are made.

The analyst responsible for the report is not a) a resident of US; b) an associated person of a U.S. broker-dealer; c) supervised by a supervisory principal of a U.S. broker-dealer. This Research Report is distributed in the U.S. through Plural Securities LLC, 950 3rd Ave, Suite 1702, NY 10022, USA.

GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH

The main methods used to evaluate financial instruments and set a target price for 12 months after the investment recommendation are as follows:

- Discounted cash flow (DCF) model or similar methods such as a dividend discount model (DDM)
- Comparison with market peers, using the most appropriate methods for the individual company analysed: among the main ratios used for industrial sectors are price/ earnings (P/E), EV/EBITDA, EV/EBIT, price /sales.
- Return on capital and multiples of adjusted net book value are the main methods used for banking sector stocks, while for insurance sector stocks return on allocated capital and multiples on net book value and embedded portfolio value are used
- For the utilities sector comparisons are made between expected returns and the return on the regulatory asset base (RAB)

Some of the parameters used in evaluations, such as the risk-free rate and risk premium, are the same for all companies covered, and are updated to reflect market conditions. Currently a risk-free rate of 4.0% and a risk premium of 5.5% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the S&P500 Index, most of those on the MIBEX Index and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newsflow.

A draft copy of each report may be sent to the subject company for its information (without target price and/or recommendations), but unless expressly stated in the text of the report, no changes are made before it is published.

Explanation of our ratings system:

- BUY: stock expected to outperform the market by over 25% over a 12 month period;
- OUTPERFORM: stock expected to outperform the market by between 10% and 25% over a 12 month period;
- NEUTRAL: stock performance expected at between +10% and -10% compared to the market over a 12 month period;
- UNDERPERFORM: stock expected to underperform the market by between -10% and -25% over a 12 month period;
- SELL: stock expected to underperform the market by over 25% over a 12 month period.

Prices: The prices reported in the research refer to the price at the close of the previous day of trading

CURRENT INVESTMENT RESEARCH RATING DISTRIBUTIONS

Intermonte SIM is authorised by CONSOB to provide investment services and is listed at n° 246 in the register of brokerage firms.

As at 31 December 2024 Intermonte's Research Department covered 132 companies.

As of today Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	31.34 %
OUTPERFORM:	43.28 %
NEUTRAL:	25.38 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

As at 31 December 2024 the distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (71 in total) is as follows:

BUY:	50.70 %
OUTPERFORM:	29.58 %
NEUTRAL:	19.72 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

CONFLICT OF INTEREST

In order to disclose its possible conflicts of interest Intermonte SIM states that:

Intermonte acts as financial advisor to Banco BPM in the context of the offer promoted by UniCredit

Intermonte acts as ECM advisor to Banca Ifis in the offer promoted on illimity Bank

Intermonte acted as financial advisor to Retex S.p.A. – Società Benefit in relation to the voluntary public tender offer launched on Alkemy S.p.A.

Intermonte SIM has provided in the last 12 months / provides / may provide investment banking services to the following companies: Aquafil, Banca Ifis, Banco BPM, Cy4Gate, Esprinet, GPI, Growens, Maire Tecnimont, Tinexta, Unidata and WIIT.

Intermonte SIM is acting as counterparty to WIIT Fin S.r.l. in connection with call and put options having WIIT S.p.A. shares and dividends as reference underlying.

Intermonte SIM is Specialist and/or Corporate Broker and/or Sponsor and/or Broker in charge of the share buy back activity of the following Companies: Abitare In, Alkemy, Anima Holding, Antares Vision, Aquafil, Avio, Banca Ifis, Banca Sistema, Civitanavi Systems, Cyberoo, Cy4gate, DHF, EL.En, Elica, Emak, Esprinet, Fimit - Fondo Alpha, Fine Foods, Franchi Umberto Marmi, GPI, Greenthesis (formerly Ambientthesis), IEG, Intred, Luve, Misitano & Stracuzzi, Mondadori, Notorious Pictures, Omer, Pharmnutra, Reply, Revo Insurance, Reway, Saes Getters, Servizi Italia, Sesa, Seri Industrial, Somec, Star7, Sy5-Dat Group, Talea, Tamburi, Tinexta, Tesmec, The Italian Sea Group, TXT, Unidata, Webuild and WIIT.

Intermonte SIM has a contractual commitment to act as liquidity provider on behalf of third parties for the following company: Banca Sistema, Zest.

Intermonte SIM, through Websim, which constitute the digital division of Intermonte, acts as a Financial Content Provider and/or Specialist and/or Corporate Broker on the following companies: Abitare In, Alkemy, Allcore, Almwave, Banca Sistema, Bifire S.P.A., B&C Speakers, Casta Diva Group, Cleanbnb, Coffe, Crowdfundme, Cube Labs, Cy4gate, Cyberoo, DHF, Digital Bros, Digital Magics, Digitouch, Doxee, Ediliziacrobatica Spa, Eles, Elica, Emak, Energy, Esi, Esprinet, Eviso, Fae Technology, Fiera Milano, Fope, FOS, Franchi Umberto Marmi, Giglio Group, GM Leather, GPI, Green Oleo, High Quality Food, Ikonisys, Interco, Intred, ISCC Fintech, Lemon Sistemi, Lventure Group, Maps Group, Mare Group, Masi Agricola, Matica Fintec, Misitano & Stracuzzi, Neodecortech, Notorious Pictures, Oldata, Osai Automation System, Racing Force Group, Redfish Long Term Capital, Relatex, Reti, Sciuker Frames, SG Company, Solid World Group, Spindox Digital Soul, Talea, Tamburi, Tesmec, Tinexta, TMP Group, Tps Group, Trendevice, Ulisse Biomed, Xenia Hôtellerie Solution Spa Società Benefit, Wilit, Zest.

Intermonte SIM SpA holds net long or short positions in excess of 0.5% of the overall share capital in the following issuers:

Emittente	%	Long/Short

© Copyright 2025 by Intermonte SIM - All rights reserved

It is a violation of national and international copyright laws to reproduce all or part of this publication by email, xerography, facsimile or any other means. The Copyright laws impose heavy liability for such infringement. The Reports of Intermonte SIM are provided to its clients only. If you are not a client of Intermonte SIM and receive emailed, faxed or copied versions of the reports from a source other than Intermonte SIM you are violating the Copyright Laws. This document is not for attribution in any publication, and you should not disseminate, distribute or copy this e-mail without the explicit written consent of Intermonte SIM.

INTERMONTE will take legal action against anybody transmitting/publishing its Research products without its express authorization.

INTERMONTE Sim strongly believes its research product on Italian equities is a value added product and deserves to be adequately paid.

Intermonte Sim sales representatives can be contacted to discuss terms and conditions to be supplied the INTERMONTE research product.

INTERMONTE SIM is MIFID compliant - for our Best Execution Policy please check our Website [MIFID](#)

Further information is available