

**RACCOMANDAZIONE**  
**BUY (da Buy)**
**Target Price**  
**€2,49 (da €2,41)**

# Allcore

**Settore: Business Services**  
**Codice negoziazione Bloomberg: CORE IM**  
**Mercato: Euronext Growth Milan**
**Prezzo al 22/04/2025**  
**€1,50 (price at market close)**
**Capitalizzazione di Borsa:** 22.519.709€  
**Numero di azioni:** 15.013.139  
**Patrimonio netto al 31.12.2024:** 20.968.159€

**Data ed ora di produzione:**
**23.04.2025 ore 10:30**
**Data ed ora di prima diffusione:**
**23.04.2025 ore 12:15**
**Ufficio Ricerca ed Analisi**

Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)  
 Tel. +39 0669933.440  
 Stefania Vergati  
 Tel. +39 0669933.228  
 Donatella Dragas  
 Tel. +39 0669933.292  
 Michele Cursi  
 Tel. +39 0669933.413  
 E-mail: [ufficio.studi@finnat.it](mailto:ufficio.studi@finnat.it)

- Il Gruppo Allcore S.p.A. nasce nel 2016 con l'originaria denominazione sociale di Soluzione Tasse S.r.l.. All'interno del Gruppo sono presenti diverse business units che operano nel settore della consulenza fiscale, contabile e aziendale ma anche strategica e legale, rivolta alle piccole e medie imprese italiane, nonché della finanza agevolata, business management, crypto assets e recupero crediti.
- La divisione Tech del Gruppo, Yuxme, ha intrapreso negli ultimi mesi delle iniziative finalizzate al go-to-market diretto per acquisire nuova clientela e collaborare con professionisti esterni al network Soluzione Tasse, con l'obiettivo di posizionarsi come TES (Technology Enabled Service) n.1 in Italia per la gestione dei processi contabili e fiscali di forfettari e PMI. La riorganizzazione dei processi di acquisizione dei clienti gestita in partnership con Soluzione Tasse sta già portando i primi risultati in termini di ricavo.
- Alla luce dei risultati dell'esercizio 2024, riteniamo necessario rivedere le stime da noi formulate in precedenza (2024-2027) per il periodo ora 2025-2028. Stimiamo dunque una crescita media annua del valore della produzione pari al 10,68% da €51,6 milioni attesi nel 2025 (€53,2 milioni le nostre stime precedenti) a €62,8 milioni nel 2027 (€66,6 milioni le nostre precedenti stime), a €68,8 milioni nel 2028. Il margine operativo lordo (Ebitda) dovrebbe poter raggiungere €9,6 milioni a fine periodo previsionale da €8,7 milioni a fine 2027 (€9,8 milioni le nostre precedenti stime) e da €7,1 milioni attesi a fine 2025 (€6,6 milioni precedentemente stimati). Il risultato operativo netto (Ebit) dovrebbe portarsi da €4,9 milioni attesi a consuntivo 2025 (€4,8 milioni le precedenti stime) a €6,6 milioni nel 2027 (€8 milioni le nostre precedenti stime) e €7,4 milioni a fine periodo previsionale. Il risultato netto lo stimiamo attestarsi a €2,6 milioni a fine 2025 e a €4,3 milioni a fine 2028.
- Valorizziamo il titolo a €2,49/azione (precedente €2,41/azione) mantenendo una raccomandazione di acquisto.

**KEY FINANCIALS (k €)**

Anno al 31/12	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Valore della Produzione	41.135	45.835	51.624	57.115	62.826	68.780
EBITDA	4.004	5.734*	7.124	7.882	8.733	9.560
EBIT	2.452	2.611	4.918	5.775	6.626	7.454
Utile netto	1.241	1.083	2.642	3.190	3.735	4.259
Equity	23.416	20.968	22.880	28.035	32.573	37.676
PFN	6.347	2.233	914	7.427	13.548	19.234
ROE	7,48	6,55	14,36	13,56	13,33	12,87

Fonte: Allcore; Stime: Banca Finnat; (\*) al lordo di poste straordinarie

## Attività e Strategie

Il Gruppo Allcore, nato nel 2016 con l'originaria denominazione sociale di Soluzione Tasse, offre servizi di consulenza, prevalentemente fiscale e contabile a medie, piccole e micro imprese italiane.

Attualmente la sede principale della società è ubicata a Milano, con ulteriori sedi di rappresentanza a Roma, Bologna e Torino, oltre che sedi secondarie in tutta la penisola. Si segnala che l'attività di Allcore si svolge principalmente in full remote.

Il mercato di riferimento è quello delle PMI italiane a cui vengono offerti servizi integrati e tecnologicamente avanzati ad un costo accessibile e allo stesso livello dei servizi di consulenza rivolti alle imprese di grandi dimensioni.

Allcore sta diventando sempre di più una tech company in grado di sviluppare tecnologie proprietarie per gestire più autonomamente i processi amministrativi e contabili aziendali.

Nel 2024 Allcore ha registrato un tasso di soddisfazione dei clienti superiore al 94% e un tasso di abbandono della clientela in gestione contabile in calo all'1,2%.

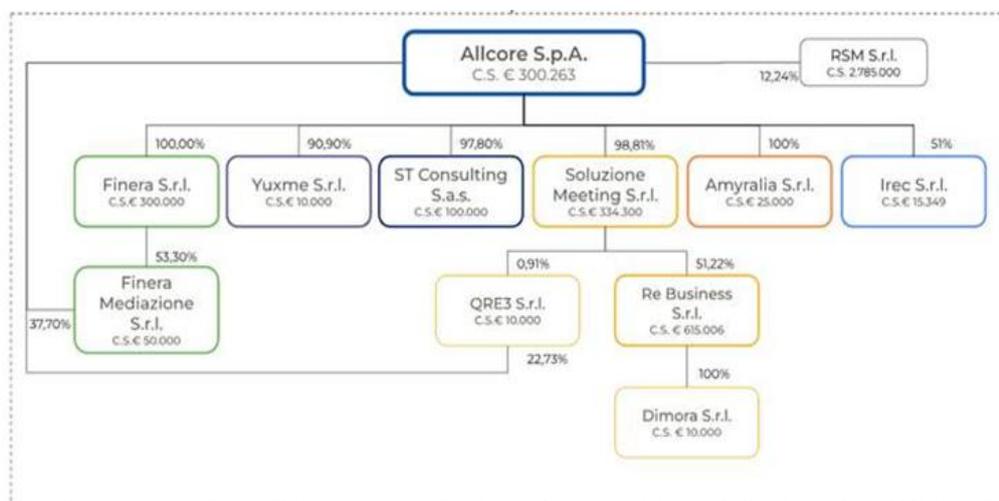
Allcore si avvale di un team di professionisti (commercialisti, avvocati e consulenti del lavoro) particolarmente specializzati nel risparmio fiscale e nella protezione del patrimonio aziendale.

Il Gruppo Allcore opera nei seguenti settori:

- servizi di consulenza societaria, fiscale, contabile e legale;
- sviluppo software per l'automatizzazione, attraverso l'Intelligenza Artificiale, dei processi contabili per ridurre i costi e allocare il tempo alle attività a valore aggiunto;
- mediazione creditizia;
- servizi di consulenza strategica, nell'ambito della formazione e della ricerca e selezione del personale;
- servizi di domiciliazione di sedi legali e organizzazione di meeting, conferenze, eventi business oriented tramite la controllata Soluzione Meeting S.r.l. e gestione del "Quantico Business club" tramite piattaforme dedicate ed eventi in presenza di workshop e formazione. Quantico Business Club si pone quale spazio di incontro fisico e virtuale nel quale gli imprenditori possono sviluppare il proprio network di conoscenze, condividere esperienze e know-how e venire a contatto con un team di consulenti strategici che consentano loro di superare i limiti organizzativi e siano in grado di accompagnarli nel percorso di crescita e sviluppo;
- servizi di gestione e recupero del credito per PMI e professionisti in tutto il territorio nazionale, oltre che servizi di Business Information;
- servizi di finanza agevolata mediante la selezione, presentazione delle domande e rendicontazione di bandi europei e nazionali per ottenere importanti contributi alle imprese;
- Instant buyer, acquisto, ristrutturazione e rivendita di immobili ad uso abitativo nel comune di Roma attraverso offerte istantanee che consentano l'acquisizione di immobili, il loro frazionamento, la ristrutturazione e la rivendita, in una media di 225 giorni dall'acquisto.

### Struttura del Gruppo

Il Gruppo Allcore al 31.12.2024 risulta così composto:



Fonte: Allcore

- **ST Consulting (Soluzione Tasse):** offre servizi di consulenza societaria, fiscale, contabile e legale, attraverso 3 divisioni interne: Tax Planning, Accounting e Legal. L'attività di Tax Planning viene svolta da un pool di professionisti: Tax Advisor, Avvocati e Consulenti del Lavoro. Il servizio di gestione contabile è gestito attraverso un team di Accounting Manager e Cont-controller che grazie ad una piattaforma contabile proprietaria, dotata di intelligenza artificiale, permette all'azienda cliente di avere sempre sotto controllo l'andamento economico, finanziario e fiscale per prendere decisioni in tempo reale.
- **Yuxme:** si occupa di sviluppo software, offrendo a micro imprese e PMI avanzati strumenti di supporto alla contabilità e al controllo delle funzioni aziendali basati sull'intelligenza artificiale. La società, inoltre, ha sviluppato una importante applicazione informatica, sempre basata sull'intelligenza artificiale, in grado di automatizzare ed efficientare il processo contabile delle PMI, riducendo i tempi di lavorazione fino al 90%.
- **Re Business:** PMI che opera nel settore immobiliare del cosiddetto "instant buying", tramite il portale proprietario a ciò dedicato denominato "Acquistiamolatuacasa.it"; la società, tramite il predetto portale dotato di intelligenza artificiale per analizzare gli annunci cittadini, acquista immobili ad uso abitativo nel comune di Roma attraverso offerte istantanee che consentono l'acquisizione di immobili entro 30 giorni dall'accettazione di dette offerte (elaborate da algoritmi di valutazione interni e innovativi) per poi rivenderle dopo averne eventualmente ristrutturato i locali.
- **Irec S.r.l.:** PMI innovativa specializzata nel recupero di crediti e nella gestione del credito a supporto delle piccole imprese e partite iva. La divisione investigativa - RintraccioFacile.it - inoltre, supporta il lavoro di studi legali, investigatori privati e amministratori di condominio, offrendo servizi di indagini patrimoniali, visure e rintracci dei conti correnti, sia su persone fisiche che giuridiche, in Italia e all'estero.

Nel mese di ottobre 2024 Allcore ha sottoscritto un contratto preliminare di compravendita avente a oggetto l'acquisizione di una partecipazione di maggioranza nella società Dale Carnegie Italia S.r.l., rappresentativa del 51% del capitale sociale, a fronte del pagamento di un corrispettivo provvisoriamente stimato in Euro 918.000. Si tratta della licenziataria italiana del brand della società multinazionale americana Dale Carnegie & Associates, Inc., operante nella formazione manageriale.

L'operazione sarà finanziata tramite l'emissione di un prestito obbligazionario deliberato in data 16/10/2024.

Il perfezionamento dell'operazione, inizialmente previsto entro il 15 dicembre 2024, è ora previsto per il 31 maggio 2025.

Nel mese di settembre 2024 il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di approvare il progetto di fusione multipla per incorporazione nella controllante Allcore S.p.A. delle società interamente controllate Amyralia S.r.l. e Finera Società Benefit S.r.l..

L'operazione, finalizzata al riassetto organizzativo della struttura del Gruppo, è volta al perseguimento di una maggiore efficienza e integrazione gestionale oltre che alla riduzione di costi. La fusione ha efficacia, ai fini contabili e fiscali, dal 1° gennaio 2025.

Nel mese di gennaio 2025 il Consiglio di Amministrazione ha approvato la fusione per incorporazione della società controllata Soluzione Meeting S.r.l. nella controllante Allcore S.p.A.. Soluzione Meeting svolgeva attività di gestione spazi e di community membership permettendo ai propri membri di condividere ambizioni, esperienze, know how e relazioni con altri imprenditori già affermati al fine di sviluppare strategie, soluzioni e connessioni in grado di accelerare la crescita delle loro imprese.

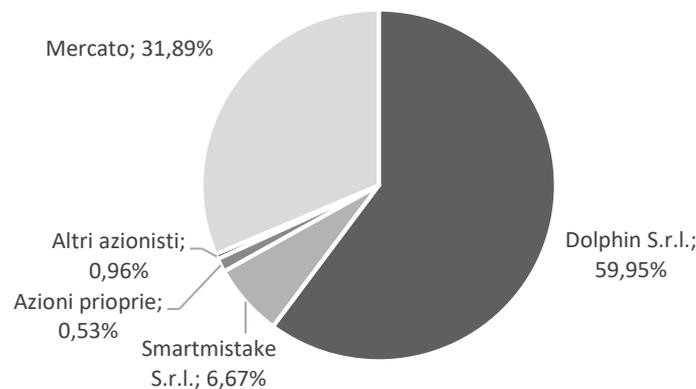
Le fusioni sopra indicate sono divenute effettive ad aprile 2025, relativamente alle controllate Finera S.r.l. società di benefit e Amyralia S.r.l. mentre si concretizzerà nella prima metà di maggio 2025 relativamente alla controllata Soluzione Meeting S.r.l..

La QRE4 è stata liquidata nel corso dell'esercizio 2024 mentre la società QRE3 è in liquidazione.

### *Composizione del Capitale sociale*

Nel mese di giugno 2024 Allcore ha provveduto all'attribuzione, a titolo gratuito, di n. 58.329 azioni ordinarie di nuova emissione, a valere sulla componente azionaria del piano di incentivazione monetaria e azionaria Allcore 2022-2024, destinato al management del gruppo Allcore (il "Piano di Incentivazione" e lo "Stock Grant").

Pertanto, il capitale sociale di Allcore, ora pari a 300.262,78 euro, è suddiviso in n. 15.013.139 azioni ordinarie detenute per il 59,95% da Dolphin S.r.l. (società controllata da Gianluca Massini Rosati), per un 6,67% da Smartmistake S.r.l. (in capo a Lorenzo Ait), per lo 0,96% da altri azionisti (i Beneficiari Attuali Una Tantum del Piano di Incentivazione e i Beneficiari ordinari nonché le azioni attribuite a Victor K Holding srl nell'ambito dell'acquisizione di Irec) mentre il restante 31,89% del capitale è costituito da flottante sul mercato.



Fonte: Allcore

Attualmente la Società detiene n. 80.031 azioni proprie, per una quota pari allo 0,53% del capitale sociale.

### *Business Model e Prodotti*

Il Gruppo acquisisce nuovi clienti generalmente attraverso la formalizzazione e l'offerta di piani che vengono elaborati al fine di ottenere risparmi fiscali ricorrenti a beneficio dei clienti che si intende acquisire. I contatti vengono generati con l'uso di strumenti di digital marketing avanzati, di partnership territoriali e dalla forza vendita interna, favorendo così anche l'attività di cross selling dei diversi servizi offerti.

In particolare, la maggior parte dei clienti potenziali entra in contatto con il Gruppo attraverso il canale della consulenza fiscale mediante il quale vengono loro offerti ulteriori servizi messi a disposizione del Gruppo stesso e consoni alle necessità effettive del cliente come, ad esempio, la consulenza manageriale, formazione, licenze informatiche, mediazione creditizia e consulenza finanziaria.

Nonostante il canale fiscale rappresenti il principale canale di ingresso dei clienti nel portafoglio del Gruppo, bisogna sottolineare come le singole società e i singoli brand siano in grado di acquisire, anche autonomamente, nuova clientela.

Dal lato dei prodotti, la principale linea di ricavo del Gruppo è rappresentata dalla consulenza fiscale, servizio offerto attraverso Soluzione Tasse. In questo ambito la società offre ai propri clienti soluzioni innovative alle problematiche individuali.

Per ogni macro-area gli esperti di Allcore prevedono una serie di attività specifiche volte al miglioramento della stessa macro-area di intervento.

In particolare, il Gruppo eroga servizi di consulenza manageriale ovvero vende, alle società clienti, la metodologia di sviluppo del Gruppo Allcore.

La metodologia viene denominata "*metodo Allcore*" e riguarda le principali macro-aree aziendali:

- Amministrazione, finanza e controllo.
- Processi ed organizzazione.
- Marketing, crescita e customer experience.
- Vendite.

Il Quantico Business Club ha come obiettivo la creazione di un network di imprenditori.

La Quantico Business si occupa, inoltre, della gestione di spazi in coworking. I servizi di affitto degli uffici e delle sale riunioni permettono all'impresa di gestire in maniera più efficiente i propri spazi aziendali.

Infine, nell'ambito dei software aziendali, il Gruppo mette a disposizione delle imprese clienti la piattaforma Yuxme la quale automatizza la contabilità, permette al cliente di vigilare costantemente i valori di fatturato, Ebitda, i flussi di cassa e simili.

Nello specifico il Gruppo ha sviluppato, attraverso Yuxme, 4 linee di prodotto:

- *Reg-A*: intelligenza artificiale proprietaria. Registra fatture attive, passive e corrispettivi, attribuendo in contabilità gli importi alle corrette voci di conto e riducendo di oltre il 50% il tempo impiegato da un normale contabile umano per svolgere le medesime attività, attualmente è al 64% dell'efficienza e raggiungerà il 95% entro la fine del 2025. Restituisce, inoltre, in dashboard, le principali informazioni di analisi economica e di bilancio per monitorare l'andamento dell'azienda;

- *Yuxme Forfettario Facile*: software di fatturazione elettronica dedicato ai forfettari;
- *Soluzione Contabilità*: software AI (integra Reg-A) di gestione documentale, fatturazione elettronica e registrazione automatica dei documenti contabili di micro e piccole aziende, capace di fornire principali indici economici dell'andamento dell'azienda, analisi di bilancio e controllo di gestione;
- *Yuxme Small Business*: è la versione di Soluzione Contabilità destinata alle micro e piccole aziende.

Per quanto riguarda gli sviluppi collegati all'intelligenza artificiale, nel corso del 2024, Yuxme ha continuato ad investire nell'evoluzione della piattaforma e nell'erogazione dei servizi, implementando nuove funzionalità - basate sull'intelligenza artificiale - per ottimizzare la gestione contabile e fiscale delle PMI e dei forfettari.

L'automazione delle operazioni IVA e della prima nota ha superato il 60%, con prospettive di ulteriore incremento grazie al target di adozione massiva del collegamento diretto ai conti correnti bancari da parte dei clienti. Questa integrazione consentirà di migliorare la qualità e l'efficienza della riconciliazione bancaria automatica, generando un significativo saving sui costi di registrazione.

Nei prossimi mesi è previsto anche il rilascio della funzionalità di pagamenti integrati, che permetterà, a PMI e forfettari, di provvedere al pagamento delle fatture dei propri fornitori direttamente dalla piattaforma, semplificando i processi di tesoreria e ottimizzando la gestione della liquidità.

Un'importante innovazione in fase di sviluppo è la fatturazione vocale (Voice Invoice), che consentirà agli utenti di generare fatture tramite comandi vocali direttamente collegati all'applicazione.

Parallelamente, è in fase di rilascio un assistente virtuale in grado di supportare i contribuenti forfettari nella dichiarazione dei redditi, automatizzando e semplificando il processo dichiarativo.

Infine, Yuxme ha intrapreso negli ultimi mesi delle iniziative finalizzate al go-to-market diretto per acquisire nuova clientela e collaborare con professionisti esterni al network Soluzione Tasse, con l'obiettivo di posizionarsi come il TES (Technology Enabled Service) n.1 in Italia per la gestione dei processi contabili e fiscali di forfettari e PMI.

La controllata Irec sta sviluppando un algoritmo in grado di recuperare informazioni finanziarie "K-Score"; la nuova tecnologia, anch'essa basata sull'intelligenza artificiale, attraverso il codice fiscale sarà in grado di produrre report in tempo reale con una serie di informazioni tra le quali: analisi comportamentale predittiva, report completo dei dati socio-economici, con analisi geolocalizzata che aggiorna lo score in base alla zona di residenza; eventuali immobili intestati e loro valore reale sulla base del valore medio di mercato della zona; eventuali cariche e partecipazioni in aziende, con informazioni complete riguardo la situazione economica; eventuali negatività: protesti e/o pregiudizievoli sia personali che aziendali.

Alla luce di questi sviluppi tecnologici, il gruppo Allcore, non solo sarà in grado di fornire servizi tecnologici ad alto valore aggiunto ai suoi clienti tramite Yuxme, ma continuerà ad investire sull'AI applicata ai suoi processi interni, dotando gli operatori di piattaforme e strumenti in grado di massimizzare la loro operatività a vantaggio dell'efficienza in termini di tempo e di costo.

Nel corso del 2024 Allcore ha ampliato il proprio network integrando 500 nuovi Partner tra cui clienti e professionisti operanti nei settori assicurativo, finanziario, dei servizi B2B e della formazione. Questi partner, distribuiti su tutto il territorio italiano, hanno scelto di collaborare con Allcore per generare valore all'interno dei propri network di imprenditori.

Inoltre, sempre nel corso del 2024, è stato attivato il servizio “Tutoring Evolution” che include, insieme ai servizi di pianificazione fiscale, anche i servizi di controllo di gestione erogati dai professionisti della BU Consulenza Strategica.

Nel mese di gennaio 2025 Allcore ha lanciato “*Allcore Professional Network*”, dedicato ai commercialisti e consulenti del lavoro esterni alla rete di Soluzione Tasse.

Uno dei vantaggi principali di Allcore Professional Network riguarda, infatti, proprio la disponibilità di esperti su qualunque tipo di problematica fiscale o aziendale, dalla pianificazione fiscale alla finanza aziendale, passando anche per intelligenza artificiale, recupero crediti e consulenza strategica.

L’obiettivo è di coinvolgere 70 studi commerciali entro fine anno, di questi i primi 30 hanno iniziato il percorso di adesione già da febbraio. L’obiettivo finale, a 5 anni, è il raggiungimento di un totale di 1.000 commercialisti aderenti, con incremento dei ricavi attraverso questo nuovo canale stimato in 50 milioni di euro annui.

Sempre nell’ambito delle relazioni territoriali, oltre ad Allcore Professional Network, Allcore sta consolidando il suo reparto di partnership offline, e lo sta potenziando con il lancio del progetto pilota denominato “Allcore Ambassador”. Questo progetto mira a creare una rete fisica di professionisti distribuiti capillarmente sul territorio italiano, con l’obiettivo di connettere le PMI con Allcore e incrementare ulteriormente il valore delle segnalazioni sviluppando il core business del gruppo.

Ad aprile del corrente esercizio il Consiglio di Amministrazione di Allcore ha deliberato di sottoporre all’Assemblea dei soci l’approvazione di un piano di incentivazione di durata triennale, su base monetaria, denominato “*Piano di incentivazione monetaria Allcore 2025-2027*”, da attuarsi mediante l’attribuzione di bonus monetari agli amministratori esecutivi, ai dipendenti, inclusi i dirigenti, nonché ai manager e collaboratori con responsabilità strategiche, della Società e/o delle società controllate, che saranno individuati dal Consiglio di Amministrazione stesso.

In particolare, il Piano prevede un’incentivazione di natura monetaria (cd. MBO) basata sulla corresponsione di un premio in denaro, su base annuale, da determinarsi percentualmente sulla base del raggiungimento di determinati obiettivi di performance aziendale.

## Risultati al 31.12.2024

(k €)	2023	2024	Var %	2024E OLD
<b>Ricavi netti</b>	38.876	43.165	11,03	48.085
Incrementi di imm.ni per lavori interi	747	375	-49,79	-
Altri ricavi e proventi	1.513	2.295	51,71	-
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	41.135	45.835	11,42	48.085
Materie prime	48	113	134,84	144
%	0,12	0,25		0,30
Servizi	30.072	31.337	4,21	34.381
%	73,11	68,37		71,50
Beni di terzi	1.586	1.949	22,89	1.851
%	3,85	4,25		3,85
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	9.429	12.436	31,89	11.709
%	22,92	27,13		24,435
Costo del lavoro	4.958	6.083	22,70	5.770
%	12,05	13,27		12,00
Oneri diversi di gestione	467	1.215	160,00	481
%	1,14	2,65		1,00
<b>EBITDA</b>	4.004	5.138	28,33	5.458
%	9,73	11,21		11,35
<b>EBITDA*</b>	-	5.734		
%	-	12,51		
Ammortamenti	971	1.732	78,46	1.780
Svalutazioni	582	772		537
Accantonamenti	-	24		
<b>EBIT</b>	2.452	2.611	6,50	3.141
%	5,96	5,70		6,53
Oneri (Proventi) finanziari	11	9		10
Rettifiche di valore di attività finanziarie	-	6		
<b>Utile Ante Imposte</b>	2.441	2.596	6,36	3.131
%	5,93	5,66		6,51
Imposte	948	851		939
Tax rate (%)	38,83	32,77		30,00
<b>RISULTATO NETTO</b>	1.493	1.745	16,90	2.192
Minorities	252	663		378
<b>RISULTATO NETTO DI GRUPPO</b>	1.241	1.083	-12,75	1.814
%	3,02	2,36		3,77
PFN	6.347	2.233		4.489
Equity	23.416	20.968		24.074

Fonte: Allcore; Stime: Banca Finnat; (\*) al lordo di poste straordinarie

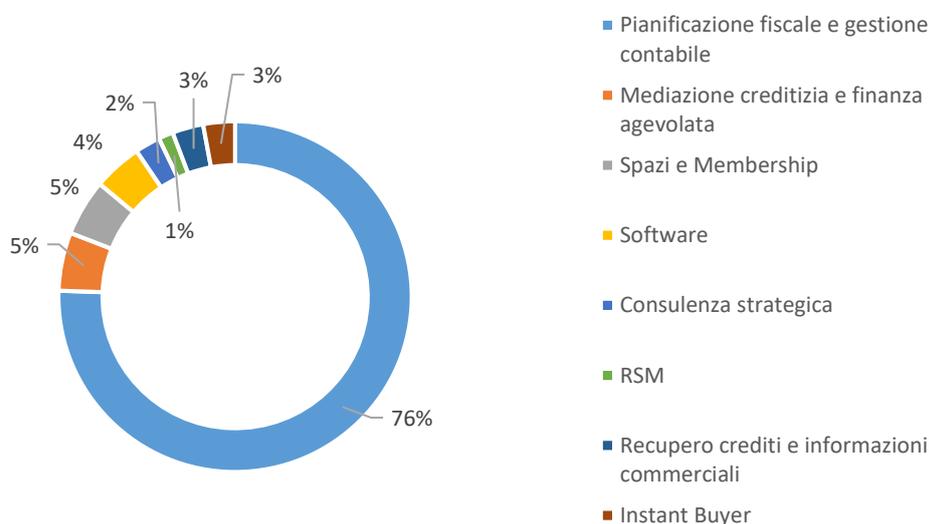
Il Gruppo ha archiviato l'esercizio 2024 con un valore della produzione pari a €45,8 milioni, in crescita dell'11,4% rispetto a €41,1 milioni al 31.12.2023 ed in calo del 4,7% rispetto alle nostre attese per fine esercizio 2024 (€48,1 milioni).

Tale crescita ha beneficiato del migliore andamento delle business unit "Pianificazione fiscale e gestione contabile" che ha contribuito con un valore della produzione stand alone pari a €34,6 milioni (+4,61%) - il Gruppo è riuscito di fatto a dimezzare il numero di recessi rispetto all'anno precedente grazie all'improvement e al consolidamento delle modalità di erogazione del servizio di gestione contabile -, e "Software" che ha generato un valore della produzione pari a €2,05 milioni (+149,12%), beneficiando delle nuove funzionalità sviluppate da Yuxme basate sull'intelligenza artificiale e destinate ad ottimizzare la gestione contabile e fiscale delle Pmi e dei forfettari.

**VdP - Breakdown per BU (K €)**

	2023	2024	Var.ne YoY (%)
Pianificazione fiscale e gestione contabile	33.100	34.625	4,61
Mediazione creditizia e finanza agevolata	2.962	2.465	-16,75
Spazi e Membership	2.659	2.378	-10,54
Software	824	2.053	149,12
Consulenza strategica	1.591	1.062	-33,27
RSM	0	617	n.a.
Recupero crediti e informazioni commerciali	-	1.303	n.a.
Instant Buyer	-	1.332	n.a.
<b>Totale VdP</b>	<b>41.135</b>	<b>45.835</b>	<b>11,42</b>

Fonte: Allcore; Elaborazione: Banca Finnat



Fonte: Allcore; Elaborazione: Banca Finnat

Nonostante un aumento dei costi per servizi (+4,21%), dei costi del personale (+22,70%), dei costi per godimento di beni di terzi (+22,89%) e soprattutto degli oneri diversi di gestione (che incorporano poste straordinarie e non ricorrenti per circa €595 migliaia) (+160%), l'EBITDA si è attestato a €5,1 milioni, in crescita del 28,33% rispetto a €4,0 milioni al 31.12.2023 e sostanzialmente in linea con le nostre attese (€5,5 milioni).



La marginalità, calcolata sul valore della produzione, ha rilevato un miglioramento dal precedente 9,73% all'11,21%.

Si segnala che, al lordo di poste straordinarie e non ricorrenti derivanti dallo stralcio di alcuni crediti per i quali è stata registrata la perdita e riportate negli oneri diversi di gestione, l'Ebitda è risultato pari a €5,7 milioni per una marginalità del 12,51%.

Maggiori ammortamenti di periodo (+78,46%) - dovuti all'entrata in funzione dei cespiti iscritti tra le immobilizzazioni in corso nell'esercizio precedente e agli investimenti effettuati dal Gruppo nel corso del 2024 - nonché una svalutazione crediti per €772 migliaia, non hanno impedito al risultato operativo netto (EBIT) di portarsi a €2,6 milioni da €2,4 milioni al 31.12.2023, con un incremento del 6,50%, pur con una marginalità sul valore della produzione in calo dal 6% al 5,70%. Le nostre stime prevedevano un Ebit pari a €3,1 milioni in ragione di un minor valore della voce svalutazioni.

Per effetto di maggiori minorities derivanti dalle acquisizioni avvenute nel corso del 2024, il risultato netto del Gruppo si è così attestato a €1,1 milioni da €1,2 milioni al 31.12.2023 (-12,75%) e rispetto a €1,8 milioni delle nostre stime, con una marginalità netta in calo dal 3,02% al 2,36% e rispetto al 3,77% da noi atteso.

Il patrimonio netto di Gruppo è pari a €21,0 milioni rispetto a €23,4 milioni a consuntivo 2023 mentre la posizione finanziaria netta rileva una cassa netta per €2,2 milioni in diminuzione rispetto ai €6,3 milioni rilevati al 31.12.2023 per effetto, principalmente, dell'aumento dei debiti finanziari.

## Outlook 2025-2028

### Old estimates

(k €)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	CAGR 23/27 (%)
<b>Valore della produzione</b>	36.058	41.135	48.085	53.209	60.583	66.641	12,82
Materie prime	18	48	144	106	61	67	8,39
%	0,05	0,12	0,30	0,20	0,10	0,10	
Servizi	25.887	30.072	34.381	37.779	42.408	46.649	11,60
%	71,79	73,11	71,50	71,00	71,00	71,00	
Beni di terzi	1.124	1.586	1.851	2.288	2.423	2.332	10,13
%	3,12	3,85	3,85	4,30	4,00	3,50	
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	9.029	9.429	11.709	13.036	15.691	17.593	16,88
%	25,04	22,92	24,435	24,50	25,90	26,40	
Costo del lavoro	4.011	4.958	5.770	5.853	6.664	7.331	10,27
%	11,12	12,05	12,00	11,00	11,00	11,00	
Oneri diversi di gestione	544	467	481	532	424	466	-0,04
%	1,51	1,14	1,00	1,00	0,70	0,70	
<b>EBITDA</b>	4.474	4.004	5.458	6.651	8.603	9.796	25,07
%	12,41	9,73	11,35	12,50	14,20	14,70	
Ammortamenti	639	971	1.780	1.806	1.806	1.806	16,80
Svalutazioni	454	582	537	-	-	-	
<b>EBIT</b>	3.381	2.452	3.141	4.845	6.796	7.990	34,36
%	9,38	5,96	6,53	9,11	11,22	11,99	
Oneri (Proventi) finanziari	(76)	11	10	10	10	6	
<b>Utile Ante Imposte</b>	3.456	2.441	3.131	4.835	6.786	7.984	34,49
%	9,59	5,93	6,51	9,09	11,20	11,98	
Imposte	866	948	939	1.450	2.036	2.395	
Tax rate (%)	25,07	38,83	30,00	30,00	30,00	30,00	
Minorities	435	252	378	397	417	438	
<b>RISULTATO NETTO</b>	2.155	1.241	1.814	2.987	4.334	5.151	42,74
%	5,98	3,02	3,77	5,61	7,15	7,73	
PFN	10.923	6.347	4.489	7.666	9.539	10.718	
Equity	21.932	23.416	24.074	27.446	29.607	31.812	
CIN	11.009	17.070	19.585	19.780	20.069	21.094	
Capex	-	-	4.394	1.860	1.221	1.194	
NWC	-	1.975	1.397	1.610	2.654	4.432	
ROI	30,71	14,36	16,04	24,49	33,87	37,88	
ROE	12,44	7,48	10,20	14,14	18,30	19,90	

Fonte: Allcore; Stime: Banca Finnat

*New estimates*

(k €)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR 24/28 (%)
<b>Valore della produzione</b>	41.135	45.835	51.624	57.115	62.826	68.780	10,68
Materie prime	48	113	103	114	63	69	-11,75
%	0,12	0,25	0,20	0,20	0,10	0,10	
Servizi	30.072	31.337	35.105	38.838	42.722	46.770	10,53
%	73,11	68,37	68,00	68,00	68,00	68,00	
Beni di terzi	1.586	1.949	2.065	2.285	2.513	2.751	9,00
%	3,85	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	9.429	12.436	14.352	15.878	17.528	19.190	11,45
%	22,92	27,13	27,80	27,80	27,90	27,90	
Costo del lavoro	4.958	6.083	6.711	7.425	8.167	8.941	10,11
%	12,05	13,27	13,00	13,00	13,00	13,00	
Oneri diversi di gestione	467	1.215	516	571	628	688	-13,25
%	1,14	2,65	1,00	1,00	1,00	1,00	
<b>EBITDA</b>	4.004	5.734*	7.124	7.882	8.733	9.560	16,79
%	9,73	12,51	13,80	13,80	13,90	13,90	
Ammortamenti	971	1.732	1.806	1.806	1.806	1.806	1,06
Svalutazioni	582	772	400	300	300	300	
Accantonamenti	-	24	-	-	-	-	
<b>EBIT</b>	2.452	2.611	4.918	5.775	6.626	7.454	29,99
%	5,96	5,70	9,53	10,11	10,55	10,84	
Oneri (Proventi) finanziari	11	9	10	10	6	6	
Rettifiche di valore di attività finanziarie	-	6	-	-	-	-	
<b>Utile Ante Imposte</b>	2.441	2.596	4.908	5.765	6.620	7.448	30,15
%	5,93	5,66	9,51	10,09	10,54	10,83	
Imposte	948	851	1.570	1.845	2.119	2.383	
Tax rate (%)	38,83	32,77	32,00	32,00	32,00	32,00	
Minorities	252	663	696	730	767	805	
<b>RISULTATO NETTO</b>	1.241	1.083	2.642	3.190	3.735	4.259	40,84
%	3,02	2,36	5,12	5,59	5,94	6,19	
PFN	6.347	2.233	914	7.427	13.548	19.234	
Equity	23.416	20.968	22.880	28.035	32.573	37.676	
CIN	17.070	18.735	21.965	20.607	19.025	18.442	
Capex	-	676	1.236	1.513	1.592	1.554	
NWC	2.512	4.470	8.137	7.210	5.984	5.804	
ROI	14,36	13,94	22,39	28,03	34,83	40,42	
ROE	7,48	6,55	14,36	13,56	13,33	12,87	

Fonte: Allcore; Stime: Banca Finnat; (\*) al lordo di poste straordinarie

Alla luce dei risultati dell'esercizio 2024, riteniamo necessario rivedere le stime da noi formulate in precedenza (2024-2027) per il periodo ora 2025-2028.

Prevediamo una crescita media annua del valore della produzione (2024-2028) del 10,68%, da €51,6 milioni attesi a fine 2025 (€53,2 milioni le nostre precedenti stime), a €62,8 milioni a fine 2027 (€66,6 milioni le nostre precedenti stime), a €68,8 milioni a fine periodo previsionale (2028).

Tenuto conto di costi per servizi in crescita media annua del 10,53%, costi per godimento di beni di terzi del 9,0% e costi del personale del 10,11%, il margine operativo lordo (Ebitda) dovrebbe poter crescere da €7,1 milioni attesi a consuntivo 2025 (€6,6 milioni le nostre precedenti stime), a €8,7 milioni nel 2027 (€9,8 milioni le nostre precedenti stime), a €9,6 milioni a fine periodo previsionale, per un tasso medio annuo di crescita (2024-2028) del 16,79%.

La marginalità, calcolata sul valore della produzione, assumiamo possa attestarsi, durante tutto il periodo di piano (2025-2028), prossima al 14%.

Ammortamenti in lieve crescita (+1,06%) e svalutazioni crediti stimati per tutti gli anni di piano in via prudenziale, dovrebbero consentire al risultato operativo netto (Ebit) di poter attestarsi a €4,9 milioni a consuntivo 2025 (€4,8 milioni le nostre precedenti stime), a €6,6 milioni a fine 2027 (€8 milioni quanto da noi precedentemente stimato) e giungere a €7,4 milioni a fine periodo previsionale, per un cagr 2024-2028 del 30% ed un Ros atteso in crescita dal 9,53% di fine 2025 al 10,84% di fine 2028.

In termini di utile netto di Gruppo, questo dovrebbe poter raggiungere €4,3 milioni a fine 2028, da €3,7 milioni a fine 2027 (€5,1 milioni le nostre precedenti stime) e €2,6 milioni a fine 2025 (€3 milioni le nostre precedenti stime), per un cagr 2024-2028 pari al 40,84%.

Il patrimonio netto stimiamo possa passare da €21 milioni a consuntivo 2024 a €37,7 milioni a fine periodo previsionale con una posizione finanziaria netta positiva durante tutto il periodo, da €2,2 milioni al 31.12.2024 a €19,2 milioni a fine 2028.

## Valuation

Ai fini valutativi abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2025/2028.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC) è determinato al 14,30% (precedente 13,3%) in funzione di un Risk Free Rate al 3,80% (precedente 3,60%), un Market Risk Premium al 10,50% (precedente 9,75%) ed un coefficiente Beta pari all'unità. Il tasso di crescita perpetua è mantenuto costante all'1,00%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 34,9 milioni di euro ed un valore ad equity pari a **2,49 euro/azione** (precedente €2,41). La nostra raccomandazione permane di acquisto.

### CASH FLOW MODEL (K €)

	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	4.918	5.775	6.626	7.454
Tax rate (%)	32,00	32,00	32,00	32,00
NOPAT	3.344	3.927	4.506	5.069
D&A	1.806	1.806	1.806	1.806
Capex	1.236	1.513	1.592	1.554
CNWC	4.068	-628	-926	121
FOCF	-153	4.849	5.646	5.200

Stime: Banca Finnat

### DCF MODEL VALUATION (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,0
WACC (%)	14,30
Discounted Terminal Value	24.106
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	10.841
Enterprise Value	34.947
Net financial position as of 31/12/2024	2.233
Equity Value	37.180
Nr. Shares (x)*	14.933.108
<b>Value per share (€)</b>	<b>2,49</b>

Stime: Banca Finnat; (\*) al netto delle azioni proprie

### WACC CALCULATION (%)

Risk free rate	3,80
Market risk premium	10,50
Beta (x)	1,0
Cost of Equity	14,30

**WACC** **14,30**

Stime: Banca Finnat

### TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

	2025E	2026E	2027E	2028E
P/E*	11,14	9,48	8,26	7,34
P/CF*	6,71	6,17	5,63	5,18
P/BV*	2,02	1,58	1,33	1,12
EV/SALES	0,74	0,55	0,39	0,27
EV/EBITDA	5,09	3,77	2,71	1,88
EV/EBIT	7,37	5,15	3,57	2,41

Stime: Banca Finnat; (\*) al netto delle azioni proprie

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>INCOME STATEMENT (k €)</b>						
Valore della produzione	41.135	45.835	51.624	57.115	62.826	68.780
Materie prime	48	113	103	114	63	69
Servizi	30.072	31.337	35.105	38.838	42.722	46.770
Beni di terzi	1.586	1.949	2.065	2.285	2.513	2.751
Valore Aggiunto	9.429	12.436	14.352	15.878	17.528	19.190
Costo del lavoro	4.958	6.083	6.711	7.425	8.167	8.941
Oneri diversi di gestione	467	1.215	516	571	628	688
EBITDA	4.004	5.734**	7.124	7.882	8.733	9.560
Ammortamenti & Accantonamenti	971	1.756	1.806	1.806	1.806	1.806
Svalutazioni	582	772	400	300	300	300
EBIT	2.452	2.611	4.918	5.775	6.626	7.454
Oneri (Proventi) finanziari	11	9	10	10	6	6
Rettifiche di valore di attività finanziarie	-	6	-	-	-	-
Utile Ante Imposte	2.441	2.596	4.908	5.765	6.620	7.448
Imposte	948	851	1.570	1.845	2.119	2.383
<i>Tax-rate (%)</i>	<i>38,83</i>	<i>32,77</i>	<i>32,00</i>	<i>32,00</i>	<i>32,00</i>	<i>32,00</i>
Minorities	252	663	696	730	767	805
Risultato Netto	1.241	1.083	2.642	3.190	3.735	4.259
<b>BALANCE SHEET (k €)</b>						
Totale Patrimonio Netto	23.416	20.968	22.880	28.035	32.573	37.676
PFN	6.347	2.233	914	7.427	13.548	19.234
CIN	17.070	18.735	21.965	20.607	19.025	18.442
<b>FINANCIAL RATIOS (%)</b>						
EBITDA margin	9,73	12,51**	13,80	13,80	13,90	13,90
EBIT margin	5,96	5,70	9,53	10,11	10,55	10,84
Net margin	3,02	2,36	5,12	5,59	5,94	6,19
ROI	14,36	13,94	22,39	28,03	34,83	40,42
ROE	7,48	6,55	14,36	13,56	13,33	12,87
<b>GROWTH (%)</b>						
Value of Production	14,08	11,42	12,63	10,64	10,00	9,48
EBITDA	-10,51	43,21	24,24	10,64	10,80	9,48
EBIT	-27,48	6,50	88,36	17,44	14,74	12,49
Net Profit	-42,42	-12,75	144,01	20,76	17,08	14,04
<b>VALUATION METRICS</b>						
P/E*	15,01	12,84	6,71	5,71	4,98	4,42
P/CF*	7,36	5,24	4,04	3,72	3,39	3,12
P/BV*	1,35	1,36	1,22	0,95	0,80	0,68
EPS	0,08	0,07	0,18	0,21	0,25	0,29
BVPS	1,57	1,40	1,53	1,88	2,18	2,52
CFPS	0,20	0,29	0,37	0,40	0,44	0,48
EV/SALES	0,41	0,47	0,44	0,28	0,15	0,05
EV/EBITDA	4,01	3,92	3,02	1,90	1,01	0,33
EV/EBIT	6,55	7,72	4,37	2,59	1,34	0,42

Fonte: Allcore; Stime: Banca Finnat; (\*) al netto delle azioni proprie; (\*\*) al lordo di poste straordinarie

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

Date	Rating	Target Price	Market Price
21.10.2024	Buy	2,41€	1,61€
19.04.2024	Buy	2,72€	1,56€

**Rating System (orizzonte temporale di 12 mesi)**

**BUY (comprare):** se il target price è superiore di oltre il 15% rispetto al prezzo corrente di mercato

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

**SELL (vendere):** se il target price è inferiore di oltre il 15% rispetto al prezzo corrente di mercato

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

**Banca Finnat Research Rating Distribution**

31/03/2025

	BUY	HOLD	SELL	N.R.
N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 33				
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	79%	3%	3%	15%
Percentuali di società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	100%	100%

**Disclaimer****Informazioni generali**

La ricerca è stata preparata da **Stefania Vergati**, analista finanziario di Banca Finnat S.p.A. ("**Banca Finnat**" o la "**Banca**"), autorizzata dalla Banca d'Italia all'esercizio dell'attività bancaria ai sensi del D.lgs. n. 385/1993 e alla prestazione dei servizi e attività di investimento di cui al D.lgs. n. 58/1998. Nello svolgimento delle proprie attività, Banca Finnat è sottoposta alla vigilanza della Banca d'Italia e della CONSOB per quanto di rispettiva competenza.

La ricerca, per contenuti e finalità, rientra nell'ambito delle disposizioni previste dal Regolamento Delegato (UE) 2016/958 e degli articoli 34, 36 e 37 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 che disciplinano gli obblighi a carico degli intermediari che pubblicano raccomandazioni di investimento.

Essa non costituisce in alcun modo proposta di conclusione di un contratto, né offerta al pubblico di prodotti finanziari né costituisce o si configura da parte della Banca come prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti di strumenti finanziari sensi dell'articolo 1 comma 5 del D.lgs. n. 58/1998 e successivi aggiornamenti.

**Fonti e modelli di valutazione**

Ai fini della redazione della ricerca, la Banca ha utilizzato fonti informative (a titolo esemplificativo, articoli di stampa, bilanci, comunicati, informazioni reperite nel corso di incontri e conversazioni telefoniche con i rappresentanti dell'emittente) che, alla data di pubblicazione della ricerca stessa, non risultano essere oggetto di accertamenti, provvedimenti o pubbliche smentite da parte di autorità giudiziarie o di vigilanza e che la Banca ritiene affidabili. Banca Finnat, tuttavia, non fornisce alcuna garanzia circa l'accuratezza o la completezza delle fonti informative utilizzate.

Gli analisti della Banca utilizzano modelli standard di valutazione riconosciuti a livello internazionale, tra cui, a titolo esemplificativo, Discounted Cash Flow Model (DCF), Economic Value Added (EVA) e NAV Method (Net Asset Value). Qualunque sia il metodo di valutazione utilizzato, esiste un rischio significativo che il prezzo target non sia raggiunto entro i tempi previsti nella ricerca. Per maggiori informazioni sul documento metodologico si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Le informazioni fornite e le opinioni espresse nella ricerca si riferiscono alla data di pubblicazione della ricerca stessa. Qualsiasi opinione, previsione o stima contenuta è espressa sulla base della situazione corrente ed è quindi possibile che i risultati o gli avvenimenti futuri si discostino rispetto a quanto indicato in tali opinioni, previsioni e stime.

**Copertura e aggiornamento**

L'elenco degli emittenti coperti dall'Ufficio Studi e Ricerche è disponibile nell'apposita sezione del sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Banca Finnat fornisce copertura continua degli emittenti seguiti, aggiornando le ricerche di regola con cadenza semestrale. Inoltre, la Banca può pubblicare altre tipologie di ricerche più sintetiche (denominate *flash company note*) a seguito della pubblicazione delle relazioni contabili periodiche e a qualsiasi evento (di carattere ordinario od eccezionale) inerente l'Emittente.

Lo storico delle raccomandazioni di investimento nel tempo formulate e il prezzo target relativo all'emittente sono riportati nella parte finale della ricerca, sezione "Valuation", nonché sul sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>)<sup>1</sup>.

**Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi**

La presente ricerca è prodotta su incarico remunerato da parte dell'emittente. Si comunica, inoltre, che (1) Banca Finnat svolge il ruolo di *specialist* in favore dell'emittente e (2) presta o ha prestato servizi di investimento in favore dell'emittente o di suoi soggetti controllanti o controllati negli ultimi 12 mesi.

<sup>1</sup> Per informazioni su tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Banca Finnat negli ultimi 12 mesi (ivi inclusa la percentuale di raccomandazioni buy/hold/reduce/sell pubblicate e la percentuale degli emittenti corrispondenti a ciascuna di queste categorie ai quali la Banca ha prestato servizi bancari, di investimento o accessori) si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche.

Si comunica, altresì, che nessun analista dell'Ufficio Studi e Ricerche detiene o ha detenuto negli ultimi 12 mesi strumenti finanziari emessi dall'emittente o ad essi collegati, né svolge ruoli di amministrazione, direzione o consulenza per l'emittente stesso. L'analista che ha preparato la presente ricerca dichiara, in particolare, di non avere interessi o conflitti di interessi nei confronti dello strumento finanziario o dell'emittente e di non essere a conoscenza di interessi o conflitti di interessi in capo a Banca Finnat e/o alle società appartenenti al suo gruppo in relazione allo strumento finanziario e/o all'emittente ulteriori rispetto a quanto rappresentato nel presente *disclaimer*.

#### ***Presidi organizzativi e procedurali volti a prevenire e gestire potenziali conflitti di interessi***

La Banca previene e gestisce i potenziali conflitti di interesse attuando, tra l'altro, i seguenti presidi: (1) indipendenza dell'Ufficio Studi e Ricerche dalle altre aree della Banca e inserita in staff al Direttore Generale; (2) sistema di *information barriers*; (3) adozione di procedure interne che preservano la propria indipendenza nello svolgimento dell'elaborazione delle ricerche; (4) divieto ai dipendenti della Banca di compiere qualsiasi operazione personale riguardante lo strumento finanziario oggetto della ricerca stessa sino a quando non sia stata resa pubblica, tranne in occasione di ammissione a quotazione.

La remunerazione degli analisti non dipende in modo diretto dalla prestazione di servizi di investimento o da altre tipologie di operazioni eseguite dalla Banca o da altre società del suo gruppo, ovvero dalle commissioni di negoziazione ricevute dalla Banca o da altre società del suo gruppo.

Esclusivamente gli analisti dell'Ufficio Studi e Ricerche della Banca possono avere accesso alla ricerca prima della sua pubblicazione. È tuttavia prassi sottoporre la bozza della ricerca, senza la raccomandazione o il prezzo target, all'emittente prima della sua diffusione al pubblico, al fine di verificare l'accuratezza delle asserzioni fattuali e permettere la correzione di eventuali errori materiali. Le informazioni di carattere fattuale contenute nella bozza dell'analisi potrebbero, pertanto, essere state modificate a seguito della condivisione con l'emittente e prima della definitiva diffusione al pubblico.

Per maggiori informazioni si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (<https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

#### ***Distribuzione***

La riproduzione, anche parziale, della presente ricerca è consentita previa citazione della fonte. Essa non può essere portata, trasmessa, distribuita o comunque utilizzata, in tutto o in parte, negli Stati Uniti d'America o da una "US Person" secondo la definizione contenuta nella *Regulation S* dello *United States Securities Act* del 1933, come successivamente modificato, né in Canada, Australia, Giappone o da alcuna persona ivi residente. La distribuzione della presente ricerca in altri Stati potrà essere oggetto di restrizioni normative e le persone che siano in possesso della presente ricerca dovranno informarsi sull'esistenza di tali restrizioni ed osservarle.