

**RACCOMANDAZIONE  
BUY**
**Target Price  
€ 4,16**

# Allcore (Soluzione Tasse)

**Settore: Business Services  
Codice negoziazione Bloomberg: CORE IM  
Mercato: Euronext Growth Milan**
**Prezzo al 26/04/2023  
€2,40 (price at market close)**
**Capitalizzazione di Borsa: 35.738.880 €  
Numero di azioni: 14.704.313 ^  
Patrimonio netto al 31.12.2022: 21.932.130 €**

^Al netto delle azioni proprie.

**Data ed ora  
di produzione:**
**27.04.2023 ore 09:26**
**Data ed ora  
di prima diffusione:**
**27.04.2023 ore 16:50**
**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

 E-mail: [ufficio.studi@finnat.it](mailto:ufficio.studi@finnat.it)

- Allcore nasce nel 2016 con la denominazione sociale "Soluzione Tasse" ed offre servizi di consulenza fiscale e patrimoniale per le PMI in Italia. Attraverso le società controllate, il Gruppo è in grado di offrire ai propri clienti servizi di pianificazione fiscale e gestione contabile, servizi di consulenza strategica e formazione 4.0, servizi di mediazione creditizia e finanza agevolata, software contabili e spazi in coworking.
- La sede legale della società è ubicata a Milano però il Gruppo è diffuso capillarmente su tutto il territorio nazionale attraverso una rete di studi professionali associati ed operatività on-line.
- Nell'esercizio 2022, il Gruppo ha generato ricavi delle vendite per 34 milioni di euro, in crescita del 29,6% rispetto ai 26 milioni di euro raggiunti alla fine del 2021. La crescita è stata trainata, principalmente, dalla capogruppo Soluzione Tasse e dalle società Amyralia e Finera le quali operano, rispettivamente, nel settore della consulenza strategica e della mediazione creditizia.
- Negli ultimi anni Allcore ha ampliato la propria offerta di servizi di consulenza imprenditoriale e fiscale con lo scopo di diventare il punto di riferimento unico dei propri clienti nel loro percorso di raggiungimento degli obiettivi aziendali prefissati.
- Sul periodo 2022-2026 stimiamo una crescita media annua del valore della produzione pari al 18,36%. L'Ebitda dovrebbe raggiungere, alla fine del 2026, 9,5 milioni di euro mentre il risultato netto dovrebbe attestarsi a 6,1 milioni di euro.
- Valutiamo il titolo a 4,16 €/azione con una raccomandazione di acquisto.

Anno al 31/12 (k €)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Valore della Produzione	13.349	19.342	27.468	36.058	47.150	54.015	62.124	70.765
Valore Aggiunto	1.353	2.838	4.441	9.029	11.938	13.677	15.730	17.918
EBITDA	729	1.363	2.149	4.474	5.198	6.404	7.884	9.451
EBIT	548	1.198	1.765	3.381	4.253	5.125	6.577	8.145
Utile netto	531	852	1.245	2.155	3.177	3.836	4.927	6.104
Cash Flow	0	632	1.261	-3.033	1.261	3.822	5.507	6.817
PFN	484	894	12.289	10.923	10.469	18.706	29.592	37.878
ROE	56,20	54,03	8,10	12,44	15,50	13,94	13,58	14,30

Fonte: Allcore; Stime: Banca Finnat

## Il Mercato di Riferimento

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 società che operano nel settore della consulenza fiscale, aziendale, strategica e legale rivolta alle piccole e alle medie imprese italiane. Inoltre, le società del Gruppo Allcore si occupano di mediazione creditizia e consulenza finanziaria relativa alle misure di finanza agevolata e di finanza straordinaria. Negli ultimi anni la società ha inoltre ampliato la gamma di servizi messi a disposizione della propria clientela con la fondazione di un business club e con un servizio di gestione degli spazi di lavoro (coworking). Infine, il Gruppo si occupa anche dello sviluppo e progettazione di software contabili.

### La consulenza fiscale e contabile

In Italia i servizi di consulenza fiscale e contabile vengono svolti dalla figura del Dottore Commercialista. L'esercizio della professione è soggetto al conseguimento di una laurea magistrale in economia e allo svolgimento di un periodo di praticantato presso un dottore commercialista iscritto all'Albo.

Dal "Rapporto sull'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili", redatto dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, emerge che, al 31 dicembre 2021, il numero di iscritti totali è aumentato dello 0,8% rispetto all'esercizio precedente (120.269 iscritti nel 2021 rispetto ai 119.298 nel 2020). L'Ordine più numeroso è quello romano, con un numero totale di iscritti pari a 10.381, seguito dall'Ordine milanese che conta 9.634 professionisti. Al terzo posto si colloca l'Ordine di Napoli per un totale di 4.754 professionisti. Sono aumentate anche le Società tra professionisti che, a fine 2021, ammontano a 1.414 (1.184 nel 2020).

Dai dati sopra riportati si evince un lieve crescita nel numero di professionisti abilitati all'esercizio della professione, accompagnata da una parallela crescita dei praticanti (13.954 nel 2021 rispetto ai 12.938 nel 2020).

### La consulenza aziendale

Secondo il 13° Rapporto 2021-2022 dell'Osservatorio di Assoconsult, il settore del management consulting in Italia sta fronteggiando, in maniera efficace, l'attuale contesto di grande discontinuità. Nel 2021 il fatturato del settore è aumentato del 10,9%, arrivando ora a superare un valore aggregato stimato di €5 miliardi. Le previsioni per il consuntivo 2022 indicano un'ulteriore crescita dell'11,4%, confermando la grande vivacità del settore in questo periodo.

Le sfide legate alla ripresa post-pandemica e le incertezze portate dalla guerra in Ucraina vedono le organizzazioni clienti, sia private che pubbliche, ricorrere in maniera sempre maggiore alle società di consulenza. Gli ambiti più attrattivi per i nuovi clienti sono: sviluppo di scenari e ridefinizione delle strategie, gestione della trasformazione, digitalizzazione dei processi, prodotti e servizi.

La ripresa del settore, nel 2020, è stata guidata, prevalentemente, dalle società di consulenza di grandi dimensioni, a differenza del 2021 quando la crescita ha interessato indiscriminatamente l'intero settore. La crescita dei fatturati è stata

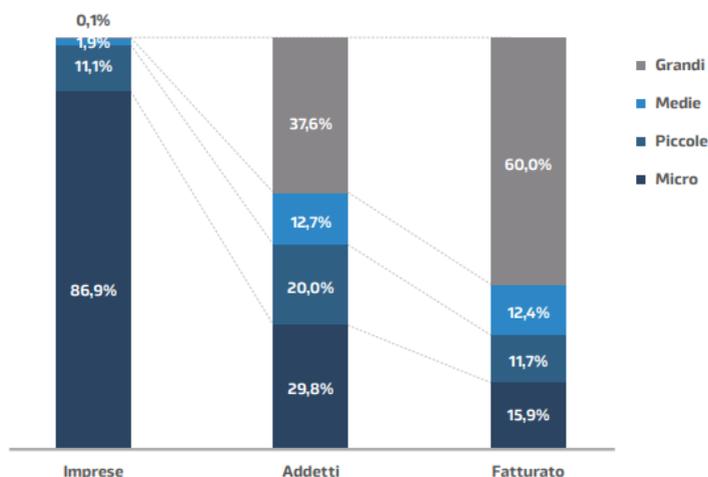
accompagnata anche da una crescita occupazionale; in particolare, nel 2021 il settore della consulenza ha occupato quasi 46 mila professionisti laureati, con un tasso di crescita del 10,3%.

Per il 2022, secondo le stime contenute nel Rapporto, si prevede un'ulteriore crescita dell'organico dell'11,4%, pienamente in linea con la crescita del fatturato. Le prime evidenze sull'andamento del 2022 confermano un continuo investimento nella ricerca di giovani talenti da parte delle società di consulenza.

Nel 2021 il settore del management consulting in Italia era composto da circa 24.700 imprese che hanno generato un fatturato di oltre €5,1 miliardi, impiegando oltre 52.000 addetti. Il settore è composto da una miriade di micro aziende e poche grandissime imprese di consulenza, con un livello di concentrazione in continuo aumento.

Le micro società (con meno di 3 addetti) sono quasi 21.500. Nel complesso queste imprese realizzano poco meno del 16% del fatturato globale del settore mentre le grandi società (con più di 50 addetti) sono 36 e realizzano circa il 60% del fatturato totale. Le medie imprese (con un numero di addetti tra 10 e 49) sono 460 e realizzano oltre il 12% del fatturato globale. Infine, le piccole società di consulenza (tra 3 e 9 addetti) sono oltre 2.700, realizzando attorno al 12% del fatturato complessivo del settore.

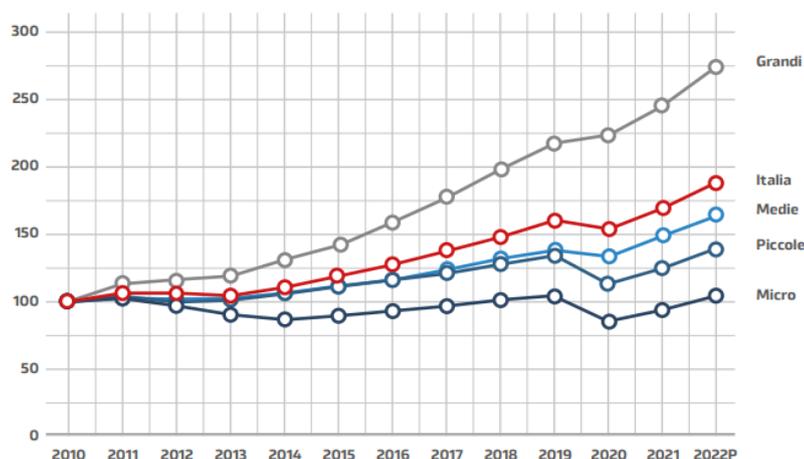
**Ripartizione delle società di Management Consulting per dimensione (anno 2021)**



Fonte: 13° Rapporto 2021-2022, Assoconsult

A partire dal 2010 il settore della consulenza è cresciuto ad un tasso medio annuo del 5,4%, trainato dalle grandi società di consulenza che, mediamente, hanno aumentato il proprio fatturato dell'8,8% ogni anno. Le micro società sono rimaste stabili, registrando un aumento dello 0,4% annuo. Le medie e le piccole società di consulenza hanno registrato tassi di crescita annua, rispettivamente, del 4,2% e del 2,7%.

I dati provvisori del 2022 (pubblicati da Assoconsult) registrano un aumento del fatturato fino al 10,4%, per un valore complessivo di circa 5,6 miliardi di euro annui mentre le previsioni per il 2023 confermano un trend di crescita stimato al 9,4%.

**Andamento del fatturato per classi dimensionali dal 2010 al 2022**


Fonte: 13° Rapporto 2021-2022, Assoconsult

Le aree di specializzazione più richieste dai clienti sono l'IT e la consulenza strategica che, nel loro complesso, pesano poco più del 40% del fatturato. I progetti di consulenza legati a Risk & Compliance, Operations e Finance si confermano tre linee di attività molto rilevanti e dalle dimensioni abbastanza simili. L'area delle Risorse Umane e Change Management e l'area della Formazione registrano entrambe una limitata crescita di fatturato mentre l'area Marketing fa registrare il tasso di crescita più elevato (20,3% rispetto al 2020).

Per quanto riguarda la clientela, nel 2021 le banche/servizi finanziari hanno rappresentato il principale utilizzatore dei servizi di consulenza, superando per la prima volta il settore industriale. Il valore dei contratti di consulenza nell'ambito finanziario cresce del 14,5% mentre la sua quota di mercato sale dal 30,1% del 2020 al 31,2% nel 2021. Il numero delle imprese industriali che hanno usufruito dei servizi di consulenza è cresciuto, nel 2021, del 2,4% (rispetto al 2020).

Le tendenze nell'ambito industriale rilevano un minor ricorso alle società di consulenza per le aree Risk & Compliance e delle Risorse Umane & Change Management, solo parzialmente bilanciato da una crescita nelle Operations. Nel settore finanziario si prevede, viceversa, una crescita del fatturato del settore consulenziale nelle aree Risk & Compliance e, in misura più limitata, Strategia. Nei settori Energy e Utilities, Telecom, Media, GDO e Logistica un forte aumento di fatturato per le imprese di consulenza è dovuto agli interventi su Strategia, Finance e Risk & Compliance.

La distribuzione delle spese per servizi di consulenza da parte delle società clienti mette in evidenza il legame tra la dimensione dell'impresa cliente e la dimensione della società di consulenza coinvolta. Più dettagliatamente, le grandissime imprese acquistano circa l'83,8% della consulenza dalle grandi società del settore. Le grandi imprese spendono circa il 30,7% del loro budget di consulenza per servizi erogati da piccole e medie aziende di consulenza mentre le piccole-medie imprese scelgono imprese di consulenza di dimensioni simili alla propria.

Sono sempre più richiesti anche servizi di consulenza in merito al trattamento legale e fiscale delle criptovalute.

Queste possono essere trasferite, conservate o negoziate elettronicamente. Alcuni esempi tipici di questi asset finanziari sono Bitcoin, LiteCoin, Ripple, Ethereum, Cardano e Tron. Si tratta di una forma di investimento sempre più diffusa in Italia il cui possesso è fonte di obblighi tributari ovvero il semplice possesso di criptovalute comporta l'obbligo di dichiarazione ai fini del monitoraggio fiscale indipendentemente dall'importo posseduto.

Il trattamento legale e fiscale di questi strumenti non è ancora del tutto chiaro e questo ha creato la necessità, per i consulenti aziendali, di specializzarsi sulla materia. Infatti, il numero di consulenti in materia di criptovalute in Italia è in costante crescita. Al momento, sul mercato offrono questa tipologia di servizi consulenziali sia consulenti che operano nell'ambito della libera professione che le "Big 4" di consulenza.

### *Le piccole e medie imprese in Italia*

La raccomandazione 2003/361 della Commissione Europea definisce come piccole e medie imprese (PMI) le aziende il cui personale e peso economico sono al di sotto di determinati limiti. In particolare, un'impresa di medie dimensioni risulta caratterizzata per un numero di dipendenti fino a 250, per un fatturato fino a €50 milioni e un attivo di bilancio fino a €43 milioni di euro. Un'impresa di piccole dimensioni per un numero di dipendenti fino a 50 e un fatturato o un attivo di bilancio fino a €10 milioni. Infine, una micro impresa per un numero di dipendenti fino a 10 e un fatturato o un attivo di bilancio fino minore o uguale a €2 milioni.

Secondo il "Rapporto Regionale PMI 2022" redatto da Cerved (in collaborazione con Confindustria), nel Nord Italia si concentra la maggior parte delle aziende (95 mila PMI di capitale di cui 54,5 mila nel Nord-Ovest e 40,6 mila nel Nord-Est) mentre le PMI del Centro e del Sud Italia sono, rispettivamente, pari a 33 mila e 32 mila. Il valore aggiunto complessivo generato dalle PMI è pari a €204 miliardi. La maggior parte di tale valore è generato da PMI operanti nel Nord-Ovest (pari al 40% per €81 miliardi); al secondo posto si posizionano le PMI del Nord-Est (pari al 28% per €59 miliardi) mentre le PMI del Centro e del Mezzogiorno hanno creato, rispettivamente, il 17 e il 14% del valore aggiunto complessivo ovvero 35 miliardi (il Centro) e 29 miliardi (il Mezzogiorno).

Prima della diffusione della pandemia da Covid-19 il settore delle PMI italiane aveva intrapreso la strada di una lenta ripresa dopo un decennio di bassa crescita, raggiungendo, nel 2019, in termini reali, i livelli di fatturato del 2007 ma lo shock provocato dalla pandemia da Covid-19 ha impattato fortemente sui conti economici di tali imprese. A livello complessivo, nel 2020 le PMI hanno visto diminuire i loro fatturati dell'8,6%. La pandemia ha altresì generato una consistente diminuzione del numero stesso di PMI operanti nel sistema produttivo italiano. L'area geografica dove tale effetto è risultato più marcato è stato il Centro, con una contrazione del 6,6%, seguito dal Mezzogiorno con una contrazione del 4,1% mentre nell'area del Nord-Est il numero delle PMI si è ridotto del 2,7% e nel Nord-Ovest la riduzione è stata pari al 3,3%.

I bilanci 2021 hanno segnalato un trend consistente di ripresa, con un forte rimbalzo di tutti gli indicatori di conto economico e, secondo il Rapporto Cerved PMI 2022, i fatturati sono cresciuti del 14,4% rispetto al 2020. La crescita è risultata trainata dalle medie imprese, relativamente meno impattate dalla pandemia, che hanno registrato una crescita dei loro fatturati del 15,3% rispetto all'esercizio

precedente. I margini operativi lordi hanno registrato un aumento del 23,7% in virtù, principalmente, della crescita dei valori aggiunti e delle politiche aziendali di contenimento dei costi a seguito del periodo recessivo. I cash flow hanno quindi raggiunto, nel 2021, i livelli massimi dal 2007.

Fatturato - Variazione % per classe dimensionale  
Tassi di crescita a/a



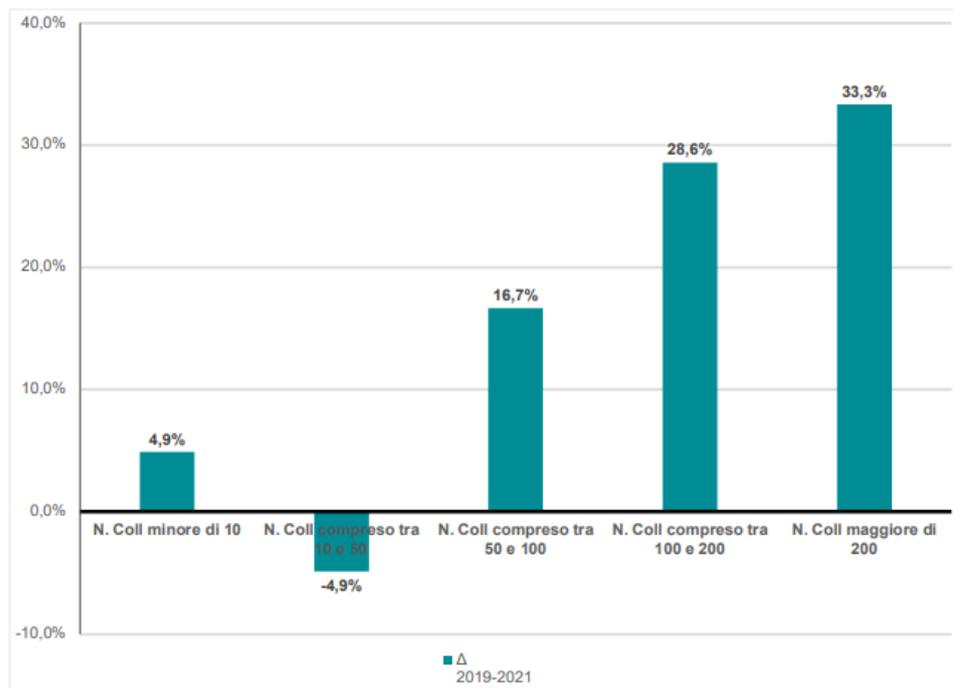
Fonte: Rapporto Cerved PMI 2022

Il “Rapporto Cerved PMI 2022” ha previsto una crescita annua dei fatturati reali del 2,2% per il 2022 e stimato un’ulteriore crescita dell’1,8% nel 2023. Nell’ipotesi più pessimistica, si può prevedere una crescita del 2,1% nel 2022 e una contrazione dei fatturati reali dell’1% nel corso del 2023. La crescita maggiore, cumulata nel biennio 2022-2023, è stimata per il settore agricolo (6,7%), seguito dal settore delle costruzioni (4,7%) e dai servizi (4,5%). Nello scenario peggiore è prevista una diminuzione dei fatturati in tutti i settori ad eccezione delle costruzioni.

### *La mediazione creditizia e finanza agevolata*

È mediatore creditizio il soggetto che mette in relazione, anche attraverso attività di consulenza, banche o intermediari finanziari previsti dal Titolo V del TUB con la potenziale clientela per la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma. Per esercitare, nei confronti del pubblico, l’attività di mediazione creditizia è necessario ottenere l’iscrizione in un apposito elenco tenuto dall’OAM, previo possesso dei requisiti previsti dalla legge.

Nel periodo dal 2019 al 2021 i mediatori creditizi con più di 200 collaboratori hanno fatto registrare un maggior tasso di crescita (pari al 33,1%) rispetto alle realtà più piccole. Il tasso di crescita appare quindi funzione diretta del numero di collaboratori facenti parte della rete distributiva (maggiore è il numero di collaboratori dei mediatori, maggiore è il relativo tasso di crescita nel periodo). I mediatori con un numero di collaboratori compreso tra 10 e 50 hanno registrato, nel periodo, una diminuzione del fatturato pari al 4,9%.



Fonte: "La struttura del mercato e l'operatività degli iscritti OAM" dell'Organismo Agenti e Mediatori

Nel periodo 2018-2020 il settore ha registrato un aumento dei ricavi da vendite e prestazioni pari al 16,3%, con le società di più piccole dimensioni a registrare riduzioni del volume dei ricavi. In linea generale, i mediatori di più grande dimensione hanno continuato a svolgere l'attività di intermediazione facendo registrare una crescita dei propri ricavi mentre le società di più piccole dimensioni registravano un calo dei ricavi fin dal periodo precedente a quello pandemico che ha ulteriormente amplificato l'andamento negativo.

Le principali tendenze del mercato sono rappresentate dalla necessità di una maggiore concentrazione (si prevede che nel futuro ci saranno poche società con più di 100 agenti e tante società piccole), una maggiore digitalizzazione (digitalizzazione dei processi, maggiore importanza della lead generation e del contact center) e la valorizzazione, sempre più spinta, della rete fisica (investimenti nella formazione degli agenti e la valorizzazione del lavoro svolto sul web in combinazione con l'impegno dei collaboratori).

La finanza agevolata rappresenta l'insieme degli strumenti finanziari utilizzati dal legislatore a livello comunitario, nazionale, regionale o locale, per favorire la competitività e lo sviluppo delle imprese. La finanza agevolata serve, dunque, a migliorare il business delle aziende già esistenti e a creare nuove imprese. Aiuta le imprese a reperire risorse finanziarie a condizioni più vantaggiose. La finanza agevolata offre agevolazioni di vario tipo, suddivise in quattro categorie: contributi a fondo perduto (o contributi in conto capitale), finanziamenti agevolati (o contributi in conto interessi), interventi in conto garanzia, crediti di imposta e incentivi fiscali. Le aree di intervento della finanza agevolata sono molteplici: attività riguardanti la ricerca e sviluppo, il risparmio energetico, le fonti rinnovabili e la tutela ambientale, le risorse umane e la formazione, l'internazionalizzazione e le fiere, l'informatica, i macchinari, le attrezzature e impianti, l'ampliamento, l'ammodernamento e la riconversione industriale. I requisiti di accesso alle agevolazioni possono variare in base alla tipologia, alle finalità del bando, alle

regole poste dall'Ente erogatore. La maggior parte delle misure oggi presenti sono rivolte alle PMI, con l'obiettivo di supportarne la crescita.

Il più grande intervento di finanza agevolata messo in atto fino ad oggi è il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza varato nel 2021 per un totale complessivo di risorse pari a quasi 200 miliardi di euro e rientrante in Next Generation EU, il progetto di rilancio economico della UE dedicato agli Stati membri a seguito della pandemia da Covid-19.

### *Il coworking in Italia*

“Coworking” significa lavoro collaborativo ed è una modalità di lavoro che si realizza in strutture innovative, come gli spazi di lavoro condivisi, disegnate appositamente per incentivare la collaborazione tra diverse professionalità e facilitare le sinergie tra esperienze e modalità di lavoro differenti. Rispetto agli uffici tradizionali, i coworking offrono la condivisione di attrezzature, risorse, servizi e animano la comunità dei coworkers (gli utenti), permettendo così una gestione del lavoro di singoli e aziende al contempo più sostenibile e più produttiva.

In pochi anni il coworking ha cambiato radicalmente la visione di ufficio e il modo di lavorare di migliaia di persone. È sempre più diffuso il concetto di “Office as a Service” (OaaS), con il quale si intende il processo di digitalizzazione di tutto quello che serve ad un imprenditore per gestire un ufficio. Grazie agli spazi di lavoro condivisi, i professionisti autonomi, le PMI e addirittura le grandi aziende utilizzano spazi e servizi per uffici senza grandi investimenti iniziali e con la grande opportunità di poter effettuare cambiamenti con tempestività a seconda dei bisogni del momento.

Secondo il report ICS2021, uno spazio di coworking offre diverse soluzioni: postazioni di lavoro in uno spazio di lavoro “open space”, uffici e stanze private, sale riunioni, sale formazione e sale eventi. In Italia lo spazio di lavoro condiviso ospita, in media, 55 postazioni distribuite su una superficie di circa 15 mq a utente. Per quanto riguarda la redditività degli spazi in coworking, dal 2017 in Italia è presente la peculiarità che solo una struttura su tre dichiara di avere o di prevedere un bilancio societario in attivo. Nel 2021 si è confermato il risultato già emerso negli anni precedenti ovvero poco più di un terzo delle società di coworking ha registrato utili, il 40% ha chiuso il bilancio in pareggio mentre il 26% ha chiuso l'esercizio in perdita. Circa il 50% di aziende che si occupano di coworking come attività principale risulta avere un bilancio positivo mentre le aziende che offrono tale modalità di lavoro quale business collaterale hanno più probabilità di subire, da questa linea di business, perdite di bilancio (il 40% nel 2021).

### *Il mondo dei software gestionali (contabili)*

Nel 2021 le aziende italiane operanti nel settore dei software gestionali hanno generato un fatturato complessivo di €19,9 miliardi, in crescita del 16% rispetto al 2020.

Il modulo di gestione amministrativa e contabile rappresenta il software più diffuso

in quanto presente nell'87% delle imprese. Costituisce il primo passo nell'adozione di soluzioni software più complesse. La crescita più significativa è registrata dai moduli di gestione documentale e workflow, adottati dal 48% delle PMI mentre la diffusione di moduli di controllo di gestione si attesta al 58% di incidenza ed i CRM<sup>1</sup> sono diffusi nel 42% delle aziende (trattasi di un modulo meno diffuso che mette in evidenza lo scarso orientamento analitico alla gestione della relazione con il cliente e dei processi di vendita).

Tra i prodotti innovativi, il trend principale è rappresentato dall'intelligenza artificiale (65% dei prodotti con trend innovativo) con cui si intendono sistemi hardware e software dotati di specifiche capacità proprie dell'essere umano. Decisioni tipicamente affidate alle persone sono così automatizzate e delegate alla macchina. Il secondo trend innovativo più diffuso è quello dei Big Data Analytics, ovvero applicativi che utilizzano volumi massivi di dati eterogenei per supportare il decision-making. Possono essere analisi descrittive, tipicamente la business intelligence orientata a fotografare la situazione attuale e passata, oppure analisi più avanzate atte a formulare previsioni future, proporre soluzioni ai problemi, automatizzando le azioni da intraprendere.

Spesso la soluzione migliore per trovare il software più adatto e per gestire tutto il processo di implementazione è quella di affidarsi ad un consulente esterno. Ciò nonostante, soltanto il 64% delle organizzazioni mondiali ha affidato la guida dei propri progetti IT ad una società di consulenza (nel 2020 il dato era pari al 75%). I servizi più richiesti solitamente riguardano la gestione del business process e la sua riprogettazione (il 51,7% delle aziende), nonché la valutazione tecnologica (il 47,2%).

### *Il mondo della formazione manageriale*

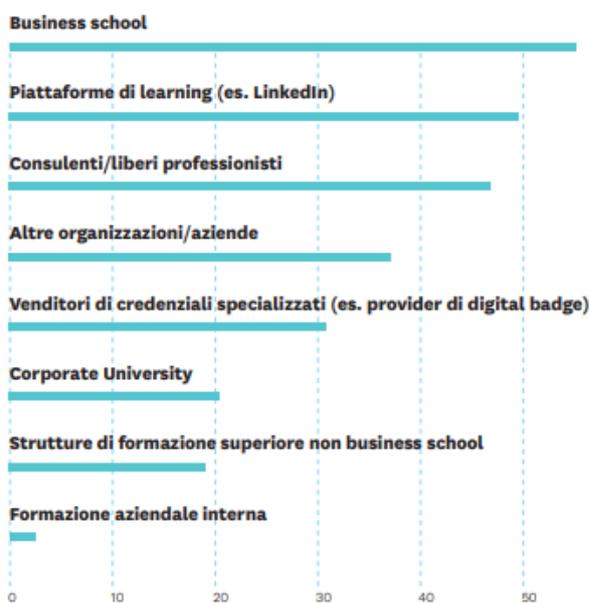
La formazione manageriale è l'istruzione volta agli individui che intendono ricoprire una qualsiasi posizione di gestione e controllo all'interno di un'azienda. Il ruolo della formazione manageriale è quello di sviluppare la leadership per guidare e gestire cambiamenti che si dovessero rendere necessari al fine di rispondere a nuove esigenze della clientela e ridurre le resistenze interne durante la transizione.

Secondo la consueta indagine annuale del Financial Times, le aziende di tutto il mondo tendono ad aumentare la spesa per i programmi di formazione manageriale. La maggior parte degli intervistati ha affermato che i propri budget destinati alla formazione sono concentrati su manager di medio livello o capi funzionali, destinati a ricevere oltre un quarto della spesa. Un quinto è destinato a dirigenti senior e leader emergenti e il 14% a dirigenti di quella che negli Stati Uniti viene definita "C-suite" (i ruoli di chief executive: CEO, CFO, COO ecc.). A livello italiano, nel 2021 le giornate medie di formazione dichiarate dalle aziende (sia per i manager sia per gli alti potenziali) sono sostanzialmente in linea con i livelli pre-pandemici: il 40% delle aziende eroga 3-5 giornate per manager o alti potenziali, il 30% eroga tra 5 e 10 giornate di formazione.

---

<sup>1</sup> Customer Relationship Management (CRM) è una strategia per la gestione di tutti i rapporti e le interazioni di un'azienda che hanno luogo con i clienti potenziali ed esistenti. Un sistema CRM aiuta le aziende a rimanere in contatto con i clienti, a semplificare i processi e a migliorare la redditività. (Fonte: Salesforce)

Quali partner le aziende scelgono per la formazione dei manager? (%)



Fonte: FT Data – copyright Financial Times

Per quanto riguarda la modalità di fruizione dei contenuti formativi, tre quarti dei corsi per manager delle organizzazioni ora si svolgono per almeno il 50% online. Tuttavia, l’interazione tra i partecipanti rimane importante: gli intervistati hanno affermato che due terzi dei corsi di quest’anno saranno tenuti online in modo sincrono utilizzando l’insegnamento misto online e di persona. Poco più di un quinto rimarrà puramente in presenza.

Sul piano dei “fornitori” di formazione, le business school sono rimaste il partner esterno più comune per l’apprendimento, utilizzate dal 54%<sup>2</sup> delle aziende, seguite da piattaforme esterne come LinkedIn e consulenti. Quasi un quinto utilizza “corporate university”<sup>3</sup> o unità di formazione superiore che non sono business school e circa l’1% si appoggia alle proprie risorse interne per l’erogazione di servizi di formazione. Anche un numero crescente di start-up di formazione digitale finanziate da capitale di rischio si sta inserendo nel settore, con nuove tecnologie e flessibilità nelle loro offerte.

I contenuti formativi più richiesti sono quelli che trattano tematiche di leadership, della diversità e della trasformazione digitale. Altri argomenti richiesti sono la gestione del cambiamento, l’innovazione, la strategia e la scienza dei dati.

<sup>2</sup> Fonte: “Rapporto speciale 2022 – La formazione Manageriale nel 2022”, Rosamaria Sarno, Harvard Business Review Italia

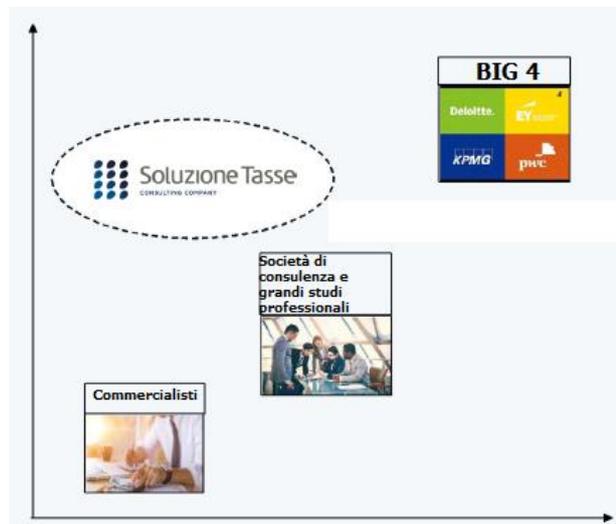
<sup>3</sup> Con il termine “corporate university” (oppure “corporate academy”) si fa riferimento ad una componente aziendale dove si applicano concretamente programmi di formazione al personale, in un’ottica di costante miglioramento delle risorse umane impiegate e conseguente continua crescita dell’azienda.

## Attività e Strategie

Il Gruppo Allcore, nato nel 2016 con l'originaria denominazione sociale di Soluzione Tasse, offre servizi di consulenza, prevalentemente fiscale, a medie, piccole e micro imprese italiane. La sede principale è a Milano ma sedi secondarie sono capillarmente diffuse su tutto il territorio nazionale.

L'obiettivo della società consiste nel mettere a disposizione delle PMI quegli stessi strumenti e quelle stesse soluzioni per la gestione e lo sviluppo aziendale che normalmente risultano appannaggio delle grandi aziende e multinazionali.

Il Gruppo si colloca, nel suo mercato di riferimento, in posizione concorrenziale rispetto alle "Big 4" di consulenza (punto di riferimento privilegiato delle grandi aziende), rispetto alle società di consulenza di medie dimensioni (che mettono a disposizione i propri servizi alle medie e alle piccole aziende), nonché rispetto agli studi professionali di dottori commercialisti ai quali si rivolgono, principalmente, le piccole e micro realtà aziendali.



Fonte: Allcore

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.

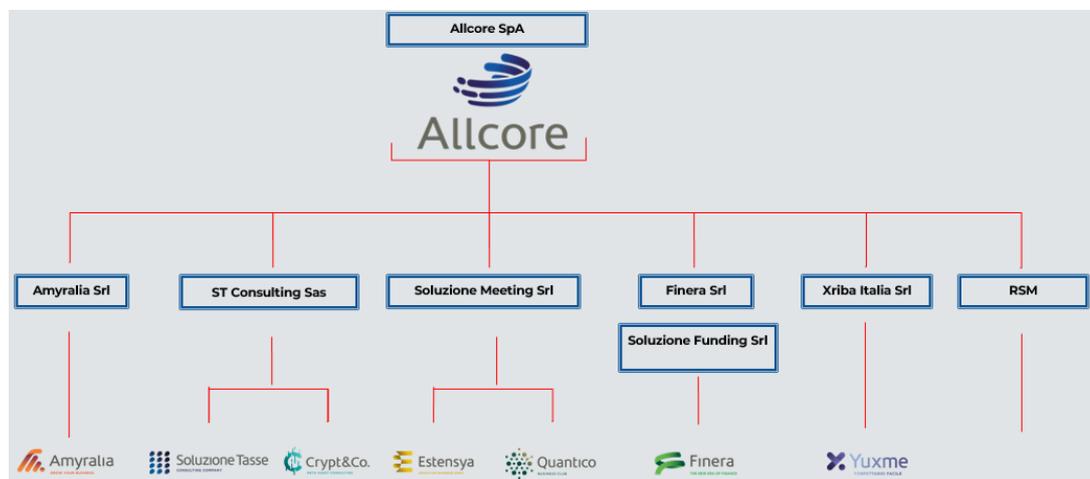
Attualmente la sede principale della società è ubicata a Milano mentre la sede originaria è a Perugia. Entro la fine del corrente esercizio la società ha pianificato l'apertura di sedi operative anche a Roma, Torino, Bologna, Firenze, Palermo e Padova. Inoltre, l'azienda dispone di ulteriori sedi secondarie acquisite attraverso l'entrata di nuovi professionisti nel network del Gruppo.

Al 31 dicembre 2022, la società contava 117 dipendenti di cui 1 dirigente, 5 quadri, 107 impiegati e 4 collaboratori (cococo).

In marzo 2023 il Gruppo Allcore è stato inserito nella classifica "FT 1000 – Europe's Fastest Growing Companies 2023" del Financial Times, occupando il 568 posto.

### Struttura del Gruppo

Il Gruppo Allcore si compone, al 31 dicembre 2022, delle seguenti società:



Fonte: Allcore

- **ST Consulting (Soluzione Tasse):** la società si occupa di pianificazione fiscale e gestione contabile per le PMI e offre ai piccoli e medi imprenditori le strategie, gli strumenti e servizi di consulenza volti a garantire loro un maggior risparmio di imposta, un'adeguata protezione patrimoniale e una maggiore tranquillità nei confronti del fisco. Inoltre, ST Consulting ha sviluppato una linea di business, denominata *Crypt&Co.*, specializzata nella consulenza legale e fiscale su criptovalute ed asset digitali, rivolta a investitori e aziende.
- **Xriba Italia (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, basata sull'intelligenza artificiale, in grado di automatizzare ed efficientare il processo contabile delle PMI, riducendo i tempi di lavorazione fino al 90%.
- **Soluzione Meeting (Estensya):** svolge 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. Dal 2021 Allcore ha lanciato anche *Quantico Business Club* 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.
- **Finera:** offre ai propri clienti due tipologie di servizi: mediazione creditizia e consulenza nell'ambito di finanza agevolata. La società di mediazione creditizia, *Soluzione Funding*, è iscritta nell'elenco dell'OAM. *Finera*, a sua volta, offre ai propri clienti servizi di consulenza in merito alla finanza agevolata, nonché servizi di consulenza finanziaria e gestione dei rapporti con istituti di credito.
- **Amyralia:** offre consulenza strategica, manageriale e di formazione 4.0, prestando servizi volti all'ottimizzazione delle performance aziendali ed erogazione di corsi di formazione attraverso la propria piattaforma di e-learning.

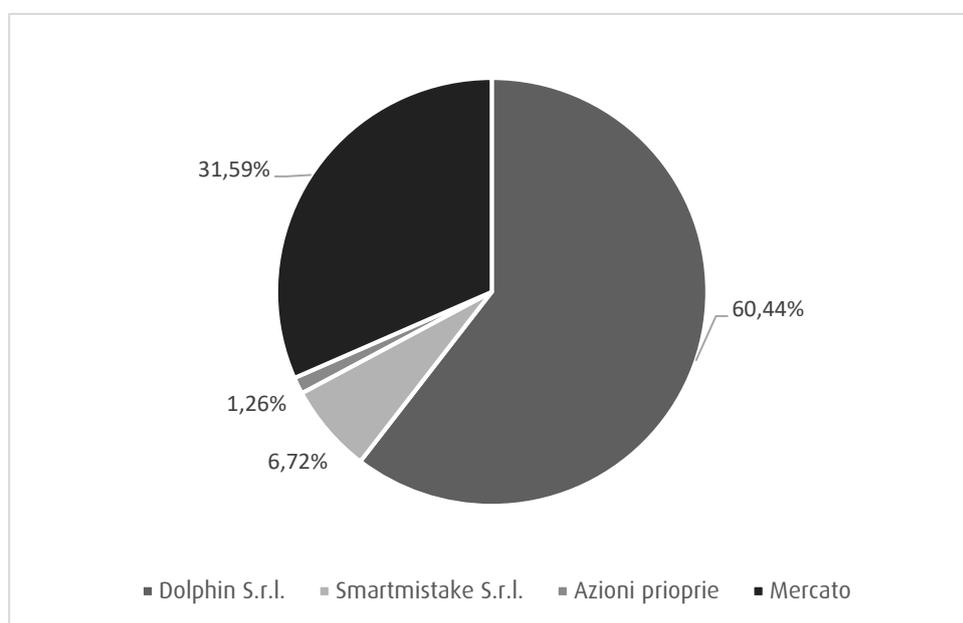
Inoltre, la società ha intrapreso, tramite la controllata RSM S.r.l., un'attività di natura immobiliare riguardante la valorizzazione di un palazzo di pregio, sito in Roma, a destinazione terziaria direzionale ai fini di una sua successiva rivendita sul mercato. Nel

2022, il Gruppo ha costituito due società, QRE2 S.r.l. e QRE3 S.r.l., detenute entrambe da Soluzione Meeting S.r.l., con lo scopo di svolgere attività di promozione di investimenti immobiliari per gli imprenditori appartenenti al Club Quantico.

Il Gruppo detiene una partecipazione pari al 55,80% in Confintech soc.cons. a r.l., consorzio di garanzia fidi minore costituito nel 2020 senza scopo di lucro.

### *Composizione del Capitale sociale*

Il capitale sociale di Allcore, pari a 297.824 euro, è suddiviso in n. 14.891.200 azioni detenute per il 60,44% da Dolphin S.r.l. (società controllata da Gianluca Massini Rosati), per un 6,72% da Smartmistake S.r.l. (in capo a Lorenzo Ait) mentre il restante 31,59% del capitale è costituito da flottante sul mercato.

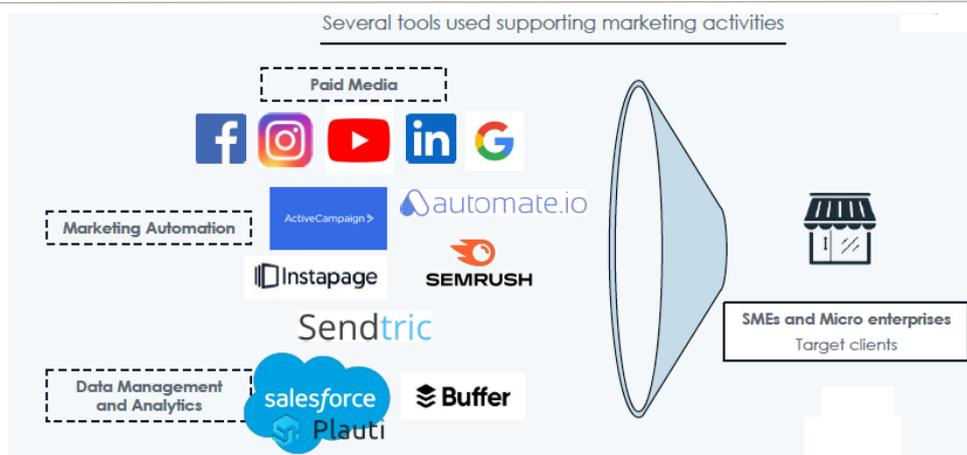


Fonte: Allcore

In data 2 maggio 2022 l'Assemblea dei soci del Gruppo ha deliberato un piano d'acquisto e disposizione di azioni proprie fino a un numero massimo che non sia complessivamente superiore al 5% del capitale sociale della Società. Al 26 aprile 2023 la Società detiene n. 186.887 azioni proprie, per una quota di 1,26% 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 marketing avanzati (lead generation e telemarketing) e dalla forza vendita interna (tasso di conversione pari all'11%), favorendo così anche l'attività di cross selling dei diversi servizi offerti. Attualmente, il tasso di abbandono del Gruppo (churn rate) è pari al 63%.



Fonte: Allcore

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 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 siano in grado di acquisire, anche autonomamente, nuova clientela.

Alla fine del 2022, il portafoglio clienti del Gruppo conta circa 6.000 utenti. Una grande percentuale di nuovi clienti (>25% in media) diventa ricorrente grazie al supporto di un software proprietario guidato dall'intelligenza artificiale.

La società Xriba (Yuxme), a sua volta, ha adottato il cosiddetto "Freemium" business model che prevede la separazione dei servizi offerti dalla piattaforma in due aree: l'area "Free" gratuita e l'area "Premium" per la quale è necessario pagare una commissione per potervi accedere. Il servizio "Premium" mette a disposizione del cliente servizi come l'emissione di fatture elettroniche, la consulenza fiscale, le registrazioni contabili automatiche delle fatture emesse e la redazione delle dichiarazioni fiscali mentre il servizio "Free" prevede unicamente il servizio di emissione delle fatture elettroniche.

Dal lato dei prodotti, la principale linea di ricavo del Gruppo è rappresentata dalla consulenza fiscale, servizio offerto attraverso la capogruppo Soluzione Tasse. In questo ambito la società offre ai propri clienti soluzioni innovative alle problematiche individuali. Negli ultimi mesi la società sta sviluppando un'ulteriore Line of Service all'interno di Soluzione Tasse: la consulenza fiscale e legale nel settore delle criptovalute.

Gli esperti del Gruppo Allcore hanno sviluppato, nel corso degli anni, una metodologia innovativa che ha permesso al Gruppo di ottenere notevoli risultati. La metodologia viene denominata "metodo Allcore" e riguarda le principali macro-aree aziendali:

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

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

Successivamente, il Gruppo ha creato la società Amyralia tramite la quale eroga servizi

di consulenza manageriale ovvero vende, alle società clienti, la metodologia di sviluppo del Gruppo Allcore. In particolare, il cliente può scegliere tra il metodo Allcore completo (che prevede l'intervento dei consulenti in tutte le macro-aree sopra elencate), il metodo Allcore Up (rappresentato dalla vendita di soluzioni inerenti ad una specifica macro-area), il metodo Allcore Small (trattasi del metodo Allcore adattato alle aziende di piccole dimensioni) e il metodo Allcore Custom (prevede l'offerta di servizi di consulenza strategica personalizzata rispetto alla metodologia originale). Inoltre, Amyralia sarà abilitata, nel 2023, allo svolgimento di attività di ricerca del personale e si sta accreditando come ente di formazione presso la regione Lombardia.

I ricavi di Finera, società creata nel 2022, provengono, principalmente, da Soluzione Funding, società di mediazione creditizia iscritta all'OAM. Altre linee di ricavo sono rappresentate dalla consulenza finanziaria e dalla finanza agevolata. In particolare, ogni cliente viene affiancato da un finance manager che lo segue nell'intero processo di stipula ed erogazione di diverse soluzioni finanziarie e nella gestione dei rapporti con istituti di credito. La società svolge anche operazioni di acquisto dei crediti fiscali da Ecobonus.

Il Quantico Business Club, club di imprenditori in capo a Quantico Business (ex Soluzione Meeting), 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.

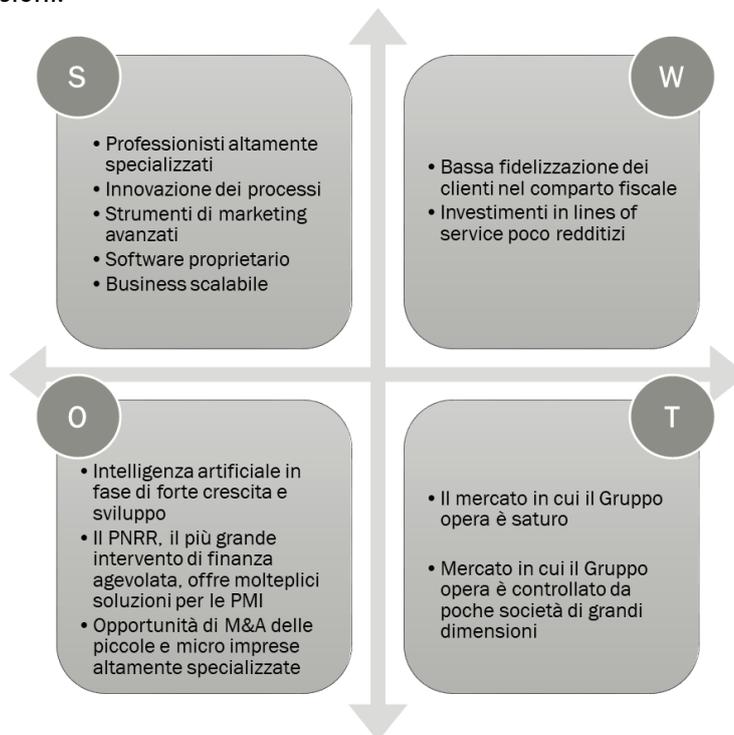
Infine, nell'ambito dei software aziendali, il Gruppo mette a disposizione delle imprese clienti la piattaforma Xribabooks la quale automatizza la contabilità, permette al cliente di vigilare costantemente i valori di fatturato, Ebitda, i flussi di cassa e simili. Inoltre, la società sta sviluppando il prodotto Yuxme Pro Light quale strumento di fatturazione elettronica pensato per i forfettari. Nel corso del 2023 la società metterà a disposizione dei suoi utenti un ulteriore prodotto, Yuxme Premium il quale, oltre alla gestione delle fatturazioni elettroniche, permetterà agli utenti di usufruire di servizi extra come il supporto di un consulente nella compilazione della dichiarazione dei redditi e la gestione contabile.

### *SWOT Analysis*

- Il principale punto di forza di Allcore è rappresentato dai suoi professionisti, altamente specializzati in materie oggetto di consulenza. La società si impegna costantemente ad innovare i suoi processi produttivi e ad investire in strumenti di marketing avanzati alla base dell'acquisizione di nuova clientela. Il Gruppo dispone di un software proprietario per l'erogazione dei propri servizi. Infine, la natura del business consulenziale risulta ampiamente scalabile.
- Un punto di debolezza è costituito però dalla bassa fidelizzazione dei clienti nel comparto fiscale, caratterizzato da prodotti che offrono soluzioni erogate, principalmente, una tantum. In questa fase della sua crescita, l'impresa effettua investimenti in linee di business che nei primi anni dalla loro introduzione non generano ricavi ricorrenti sufficienti a compensare i costi.
- Dal lato delle opportunità, l'intelligenza artificiale, strumento adottato da Allcore, è in fase di forte crescita e sviluppo. Inoltre, nel mondo della finanza agevolata, il PNRR offre molteplici soluzioni per le piccole e le medie imprese. I settori in cui opera la società sono caratterizzati dalla presenza di molteplici

imprese di piccole e micro dimensioni altamente specializzate che rappresentano opportunità di M&A.

- I pericoli ai quali è esposta Allcore riguardano il mercato della consulenza in cui essa opera. Si tratta di un mercato saturo e dominato da poche società di grandi dimensioni.



Fonte: Banca Finnat

### *Strategie di crescita*

In merito alla propria crescita, Allcore ha previsto due percorsi:

- crescita per linee interne: il Gruppo intende procedere con lo sviluppo dei servizi di consulenza, investendo continuamente nella formazione dei professionisti del network e ampliando la rete di consulenti, concentrandosi su risorse altamente qualificate. Inoltre, la società ha l'intenzione di investire nel marketing per accelerare la lead generation su nuovi verticali. Per Yuxme, intende continuare ad impiegare risorse nello sviluppo dell'Intelligenza Artificiale e delle nuove funzionalità per conquistare una maggiore quota di mercato. Per Quantico Business, il Gruppo desidera allargare ulteriormente la rete nonché creare Quantico Business School. In merito alla società Finera, Allcore intende diventare un credit provider mediante la creazione di una nuova startup fintech.
- crescita per linee esterne: la società mira ad una crescita per linee esterne attraverso operazioni di M&A. A tal fine, le società target devono operare in settori integrabili con il modello di business di Allcore nonché svolgere attività applicabili alle necessità del portafoglio clienti del Gruppo. In particolare, le eventuali operazioni di M&A saranno dedicate al miglioramento delle seguenti aree di business: formazione, recupero crediti e consulenza finanziaria.

## Risultati al 31.12.2022

EUR (K)	2021	2022	VAR %
<b>RICAVI DI VENDITA</b>	<b>26.294,14</b>	<b>34.093,19</b>	<b>30%</b>
<i>Pianificazione fiscale e gestione contabile</i>	21.873,61	26.239,59	20%
<i>Mediazione creditizia e finanza agevolata</i>	1.090,41	2.630,43	141%
<i>Spazi e Membership</i>	1.536,45	1.318,93	-14%
<i>Software</i>	1.298,58	997,48	-23%
<i>Strategia e Formazione 4.0</i>	495,10	2.906,76	487%
Altri ricavi e proventi	12,29	1.965,08	>100%
Incrementi di imm. per lavori interni	356,00	-	-100%
Altro	805,14	-	-100%
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>27.467,57</b>	<b>36.058,27</b>	<b>31%</b>
Materie prime	29,36	17,71	-40%
%	0,11%	0,05%	
Servizi	22.118,30	25.886,98	17%
%	81%	72%	
Beni di terzi	878,84	1.124,42	28%
%	3,20%	3,12%	
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>4.441,08</b>	<b>9.029,16</b>	<b>103%</b>
%	16,17%	25,04%	
Costo del lavoro	2.117,79	4.010,69	89%
%	7,71%	11,12%	
Oneri diversi di gestione	174,57	544,00	212%
%	0,64%	1,51%	
<b>EBITDA</b>	<b>2.148,72</b>	<b>4.474,47</b>	<b>108%</b>
%	7,82%	12,41%	
Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni	383,82	1.093,60	185%
<b>EBIT</b>	<b>1.764,90</b>	<b>3.380,87</b>	<b>92%</b>
%	6,43%	9,38%	
Oneri (Proventi) finanziari	-5,99	-75,80	>100%
<b>Utile Ante Imposte</b>	<b>1.770,88</b>	<b>3.456,66</b>	<b>95%</b>
%	6,45%	9,59%	
Imposte	505,87	866,35	71%
<i>Tax rate (%)</i>	28,57%	25,06%	
Minorities	19,54	435,42	>100%
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>1.245,48</b>	<b>2.154,90</b>	<b>105%</b>
%	4,61%	7,18%	
PFN	12.288,77	10.923,48	-11%
Equity	18.796,59	21.932,13	17%

Fonte: Allcore

Il Gruppo ha chiuso il bilancio al 31 dicembre 2022 con ricavi di vendita in crescita del 30%, da €26,3 milioni del consuntivo 2021 a €34,1 milioni. La crescita è stata trainata, principalmente, dalla business unit “Pianificazione fiscale e gestione contabile”, la quale ha fatturato €26,2 milioni (in crescita del 20% rispetto a €21,9 milioni del 2021), dalla business unit “Strategia e Formazione 4.0”, la quale ha generato €2,9 milioni di ricavi (+487% rispetto a €495 migliaia del 2021) e dalla business unit “Mediazione creditizia e finanza agevolata”, la quale ha prodotto ricavi per €2,6 milioni (+141% rispetto a €1,1 milioni del 2021).

La crescita dei ricavi (+30%) e, contestualmente, il meno che proporzionale aumento dei costi per servizi (+17%), a €25,89 milioni da €22,12 milioni del 2021, ha consentito un significativo incremento del valore aggiunto prodotto (+103%) a €9,03 milioni da €4,44 milioni nel 2021, per un quoziente sul valore della produzione al 25,04% dal precedente 16,17%.

Il forte aumento del valore aggiunto ha permesso al margine operativo lordo (Ebitda) di registrare una crescita del 108%, da €2,15 milioni al 31 dicembre 2021 a €4,47 milioni anche a fronte di un non differente incremento del costo del personale (+89%), per una marginalità dal 7,82% al 12,41%. In termini di Ebitda adjusted, che non considera i costi non ricorrenti pari a €1,26 milioni, quest’ultimo si attesta a €5,74 milioni rispetto a €2,15 milioni registrati al 31 dicembre 2021 (+167%).

In termini del risultato operativo netto (Ebit) questo è cresciuto del 92%, da €1,76 milioni al 31 dicembre 2021 a €3,38 milioni, per una redditività sul valore della produzione al 9,38% dal 6,43% precedente.

Il risultato netto di Gruppo si è così attestato a €2,15 milioni da €1,24 milioni del consuntivo 2021 (+105%), per una marginalità netta dal 4,61% di fine 2021 al 7,18%.

Il patrimonio netto è pari a €21,93 milioni rispetto a €18,8 milioni del 2021 mentre la posizione finanziaria netta rileva cassa attiva per €10,9 milioni rispetto a €12,3 milioni al 31 dicembre 2021.

## Outlook 2023-2026

EUR (K)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	CAGR 22/26
<b>Valore della produzione</b>	19.342	27.468	36.058	47.150	54.015	62.124	70.765	18,36%
Materie prime	12	29	18	47	54	62	71	41,39%
%	0,06	0,11	0,05	0,07	0,07	0,07	0,07	
Servizi	15.010	22.118	25.887	33.005	37.810	43.487	49.535	17,61%
%	77,60	80,53	71,79	70,00	70,00	70,00	70,00	
Beni di terzi	1.483	879	1.124	2.159	2.474	2.845	3.241	30,30%
%	7,67	3,20	3,12	4,58	4,58	4,58	4,58	
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	2.838	4.441	9.029	11.938	13.677	15.730	17.918	18,69%
%	14,67	16,17	25,04	25,32	25,32	25,32	25,32	
Costo del lavoro	1.181	2.118	4.011	6.645	7.176	7.750	8.370	20,19%
%	6,11	7,71	11,12	14,09	13,29	12,48	11,83	
Oneri diversi di gestione	293	175	544	96	96	96	96	-35,19%
%	1,52	0,64	1,51	0,20	0,18	0,15	0,14	
<b>EBITDA</b>	1.363	2.149	4.474	5.198	6.404	7.884	9.451	20,56%
%	7,05	7,82	12,41	11,02	11,86	12,69	13,36	
Ammortamenti & Svalutazioni	165	384	1.094	945	1.280	1.306	1.306	4,55%
<b>EBIT</b>	1.198	1.765	3.381	4.253	5.125	6.577	8.145	24,58%
%	6,20	6,43	9,38	9,02	9,49	10,59	11,51	
Oneri (Proventi) finanziari	8	-6	-76	14	6	2	0	
<b>Utile Ante Imposte</b>	1.191	1.771	3.457	4.239	5.119	6.575	8.145	23,90%
%	6,16	6,45	9,59	8,99	9,48	10,58	11,51	
Imposte	346	506	866	1.062	1.283	1.648	2.041	
Tax rate (%)	29,02	28,57	25,06	25,06	25,06	25,06	25,06	
<b>RISULTATO NETTO</b>	852	1.245	2.155	3.177	3.836	4.927	6.104	29,73%
%	4,40	4,53	5,98	6,74	7,10	7,93	8,63	
Cash Flow	632	1.261	-3.033	1.261	3.822	5.507	6.817	
PFN	894	12.289	10.923	10.469	18.706	29.592	37.878	
Equity	1.578	18.797	21.932	23.776	31.911	42.077	49.511	
CIN	684	6.508	11.009	13.307	13.205	12.485	11.634	
ROI	175,22	27,12	30,71	31,96	38,81	52,68	70,01	
ROE	54,03	8,10	12,44	15,50	13,94	13,58	14,30	

Fonte: Allcore; Stime: Banca Finnat

Per il periodo 2022-2026 stimiamo una crescita media annua del valore della produzione pari al 18,36%, in grado di raggiungere €70,77 milioni nel 2026 da €47,15 milioni da noi attesi per il consuntivo 2023 (€36 milioni al 31 dicembre 2022). I principali fattori di crescita saranno rappresentati dalla progressione attesa nei ricavi della business unit "Pianificazione fiscale e gestione contabile" (CAGR +18%), dall'incremento medio annuo del 9% atteso dai ricavi delle vendite della business unit "Mediazione creditizia e finanza agevolata e dalla crescita media annua del 7,4% alla business unit "Strategia e formazione 4.0".

Il margine operativo lordo (Ebitda) lo stimiamo in aumento medio annuo del 20,56%, da €5,2 milioni attesi a consuntivo 2023 (€4,5 milioni al 31 dicembre 2022) a €9,45 milioni a fine 2026, per una marginalità, calcolata sul valore della produzione, dall'11,02% atteso nel 2023 al 13,36% nel 2026.

In termini del risultato operativo netto (Ebit) questo dovrebbe attestarsi a €4,25 milioni nel 2023 (€3,4 milioni al 31 dicembre 2022) per giungere a €8,1 milioni nel 2026 (CAGR 24,6%), per una marginalità, calcolata sul valore della produzione, dal 9,02% del 2023 all'11,51% nel 2026.

Il risultato netto d'esercizio dovrebbe crescere con un tasso medio annuo pari al 29,73% raggiungendo così €6,1 milioni nel 2026 rispetto a €3,2 milioni attesi a fine 2023 e €2,1 milioni al 31 dicembre 2022.

La posizione finanziaria netta dovrebbe rimanere positiva durante tutto il periodo di riferimento, da €10,5 milioni stimati per il 2023 (€10,9 milioni al 31 dicembre 2022) a €37,9 milioni previsti per il 2026 mentre il patrimonio netto dovrebbe raggiungere €49,5 milioni nel 2026 da €23,8 milioni stimati per fine 2023 e €21,9 milioni del consuntivo 2022.

## Valuation

Ai fini valutativi abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2023/2026.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC) è determinato al 12,78% in funzione di un Risk Free Rate al 4,00%, un Market Risk Premium al 9,75% ed un coefficiente Beta pari a 0,90 quale media a 5 anni dei beta del settore "Servizi Professionali" nell'Unione Europea (fonte: Salvidio & Partners).

Il tasso di crescita perpetua è stato fissato all'1,00%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 50,2 milioni di euro ed un valore ad **equity** pari a **4,16 euro/azione**. La nostra raccomandazione è di **acquisto**.

### Cash Flow Model (K €)

	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	4.253	5.125	6.577	8.145
Imposte	1.062	1.283	1.648	2.041
NOPAT	3.191	3.842	4.929	6.104
D&A	945	1.280	1.306	1.306
CNWC	565	123	409	307
CAPEX	-2.307	-1.173	-313	-286
FOCF	1.263	3.826	5.513	6.817

Stime: Banca Finnat

### DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,00
WACC (%)	12,78
Discounted Terminal Value	37.557
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	12.661
Enterprise Value	50.218
Est. net financial position as of 31/12/2022	10.923
Equity Value	61.141
Nr. Azioni (x)	14.704.313 <sup>^</sup>
<b>Value per share</b>	<b>4,16</b>

Stime: Banca Finnat. <sup>^</sup>Al netto delle azioni proprie.

### WACC calculation (%)

Risk free rate	4,00
Beta (x)	0,90
Market risk premium	9,75
Cost of Equity	12,78
<b>WACC</b>	<b>12,78</b>

Stime: Banca Finnat

### TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

	2023E	2024E	2025E	2026E
P/E	19,25	15,95	12,41	10,02
P/BV	2,98	2,22	1,69	1,43
EV/SALES	1,13	0,83	0,53	0,35
EV/EBITDA	9,75	6,63	4,01	2,46
EV/EBIT	11,92	8,29	4,80	2,86

Stime: Banca Finnat

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

**BUY:** se il target price è almeno del 15% più elevato del prezzo corrente di mercato

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

**SELL:** se il target price è almeno del 15% più basso del prezzo corrente di mercato

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

<b>Banca Finnat Research Rating Distribution</b>	<b>31/03/2023</b>			
<b>N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 29</b>	<b>BUY</b>	<b>HOLD</b>	<b>SELL</b>	<b>N.R.</b>
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	87%	10%	0%	3%
Percentuali di società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	-	100%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Valore della produzione</b>	<b>27.468</b>	<b>36.058</b>	<b>47.150</b>	<b>54.015</b>	<b>62.124</b>	<b>70.765</b>
Materie prime	29	18	47	54	62	71
Servizi	22.118	25.887	33.005	37.810	43.487	49.535
Beni di terzi	879	1.124	2.159	2.474	2.845	3.241
<b>Valore Aggiunto</b>	<b>4.441</b>	<b>9.029</b>	<b>11.938</b>	<b>13.677</b>	<b>15.730</b>	<b>17.918</b>
Costo del lavoro	2.118	4.011	6.645	7.176	7.750	8.370
Oneri diversi di gestione	175	544	96	96	96	96
<b>EBITDA</b>	<b>2.149</b>	<b>4.474</b>	<b>5.198</b>	<b>6.404</b>	<b>7.884</b>	<b>9.451</b>
Ammortamenti & Svalutazioni	384	1.094	945	1.280	1.306	1.306
<b>EBIT</b>	<b>1.765</b>	<b>3.381</b>	<b>4.253</b>	<b>5.125</b>	<b>6.577</b>	<b>8.145</b>
Oneri (Proventi) finanziari	-6	-76	14	6	2	0
<b>Utile Ante Imposte</b>	<b>1.771</b>	<b>3.457</b>	<b>4.239</b>	<b>5.119</b>	<b>6.575</b>	<b>8.145</b>
Imposte	506	866	1.062	1.283	1.648	2.041
Tax-rate (%)	28,57	25,06	25,06	25,06	25,06	25,06
<b>Risultato Netto</b>	<b>1.245</b>	<b>2.155</b>	<b>3.177</b>	<b>3.836</b>	<b>4.927</b>	<b>6.104</b>
Cash Flow	1.263	-3.033	1.263	3.826	5.513	6.817
BALANCE SHEET (Eur k)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Totale Patrimonio Netto	18.797	21.932	23.776	31.911	42.077	49.511
PFN	12.289	10.923	10.469	18.706	29.592	37.878
CIN	6.508	11.009	13.307	13.205	12.485	11.634
FINANCIAL RATIOS (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>EBITDA margin</b>	7,82	12,41	11,02	11,86	12,69	13,36
<b>EBIT margin</b>	6,43	9,38	9,02	9,49	10,59	11,51
<b>Net margin</b>	4,53	5,98	6,74	7,10	7,93	8,63
<b>ROI</b>	27,12	30,71	31,96	38,81	52,68	70,01
<b>ROE</b>	8,10	12,44	15,50	13,94	13,58	14,30
GROWTH (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Value of Production	42,01	31,28	30,76	14,56	15,01	13,91
EBITDA	57,61	108,24	16,17	23,21	23,10	19,89
EBIT	47,28	91,56	25,79	20,49	28,35	23,84
Net Profit	46,19	73,02	47,42	20,75	28,45	23,87
Cash Flow	99,91	-340,02	-141,66	202,79	44,10	23,65
VALUATION METRICS	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
P/E	27,90	13,62	11,11	9,20	7,16	5,78
P/CF	21,40	9,58	8,56	6,90	5,66	4,76
P/BV	2,29	2,04	1,72	1,28	0,97	0,83
EV/SALES	0,87	0,71	0,55	0,32	0,10	-0,04
EV/EBITDA	10,70	5,45	4,78	2,59	0,72	-0,27
EV/EBIT	13,03	7,21	5,84	3,24	0,87	-0,32

Fonte: Allcore; Stime: Banca Finnat

### *Informazioni generali*

La ricerca è stata preparata da **Donatella Dragas**, 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>4</sup>.

<sup>4</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.

**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 presta o ha prestato (2) servizi di investimento e (3) servizi accessori in favore dell'emittente negli ultimi 12 mesi.

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 tranne in occasione di ammissione in 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.