

**RACCOMANDAZIONE
BUY (da Buy)**
**Target Price
€2,72 (da €3,48)**

Allcore (Soluzione Tasse)

**Settore: Business Services
Codice negoziazione Bloomberg: CORE IM
Mercato: Euronext Growth Milan**
**Prezzo al 19/04/2024
€1,56 (price at market close)**
**Capitalizzazione di Borsa: 23.329.504 €
Numero di azioni: 14.759.097*
Patrimonio netto al 31.12.2023: 23.416.472 €**

*Al netto delle azioni proprie n 195.713.

**Data ed ora
di produzione:
22.04.2024 ore 08:00**
**Data ed ora
di prima diffusione:
22.04.2024 ore 10:00**
**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

- Nel mese di marzo 2024 Allcore ha siglato un accordo quadro vincolante di investimento e compravendita con la società Gruppo Irec S.r.l. e il socio fondatore di quest'ultima Victor Ahmed Torres Khairredin. Al perfezionamento dell'Operazione, Allcore deterrà una partecipazione di maggioranza nel capitale sociale del Gruppo Irec, pari al 51% mentre il restante 49% circa del capitale sarà complessivamente mantenuto dal socio fondatore del Gruppo Irec ed i suoi soci di minoranza.
- Il Gruppo ha chiuso il 2023 con un valore della produzione in crescita del 14,1% a €41,1 milioni (€42,7 milioni le nostre stime) mentre l'Ebitda è risultato in calo del 10,5% a €4,0 milioni (€6,1 milioni quanto da noi atteso a consuntivo 2023). L'Ebit, anch'esso in calo, si è attestato a €3,4 milioni a fine 2023 (-27,5%), per una redditività sul valore della produzione scesa dal 9,38% al 6,0% (€5,2 milioni ed una marginalità del 12,06% quanto da noi atteso). Il Gruppo ha chiuso l'esercizio 2023 con un utile pari a €1,2 milioni (€3,8 milioni le nostre attese per fine 2023) da €2,1 milioni al 31.12.2022 (-42,39%), per una marginalità netta in forte calo dal 7,2% al 3,0%.
- A seguito del venir meno di alcune linee di ricavi, tra le quali il credito di imposta Formazione 4.0 e tenuto conto delle persistenti difficoltà della divisione finance del Gruppo che risente dell'attuale incerto contesto economico, abbiamo rivisto al ribasso le nostre precedenti stime per il periodo 2024-2027. Stimiamo ora una crescita media annua del valore della produzione pari al 12,82% (16,17% le nostre precedenti stime sul periodo 2022-2026). L'Ebitda dovrebbe raggiungere, alla fine del 2027, €9,8 milioni (€10 milioni le nostre precedenti stime al 2026) mentre il risultato netto dovrebbe attestarsi a €5,3 milioni (€6,3 milioni le nostre stime a fine 2026).
- Valutiamo ora il titolo a €2,72/azione (precedente €3,48) mantenendo una raccomandazione di acquisto.

Anno al 31/12 (k €)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Valore della Produzione	36.058	41.135	48.085	53.209	60.583	66.641
Valore Aggiunto	9.029	9.429	11.757	13.089	15.691	17.593
EBITDA	4.474	4.004	5.506	6.704	8.603	9.796
EBIT	3.381	2.452	3.726	4.898	6.796	7.990
Utile netto	2.155	1.241	2.339	3.149	4.466	5.286
PFN	10.923	6.347	6.127	10.060	11.666	13.018
ROE	12,44	7,48	12,82	14,46	18,53	19,95

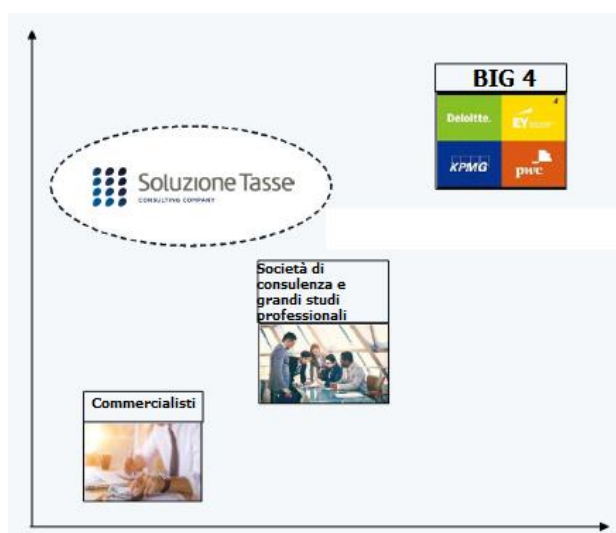
Fonte: Allcore; Stime: Banca Finnat

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.



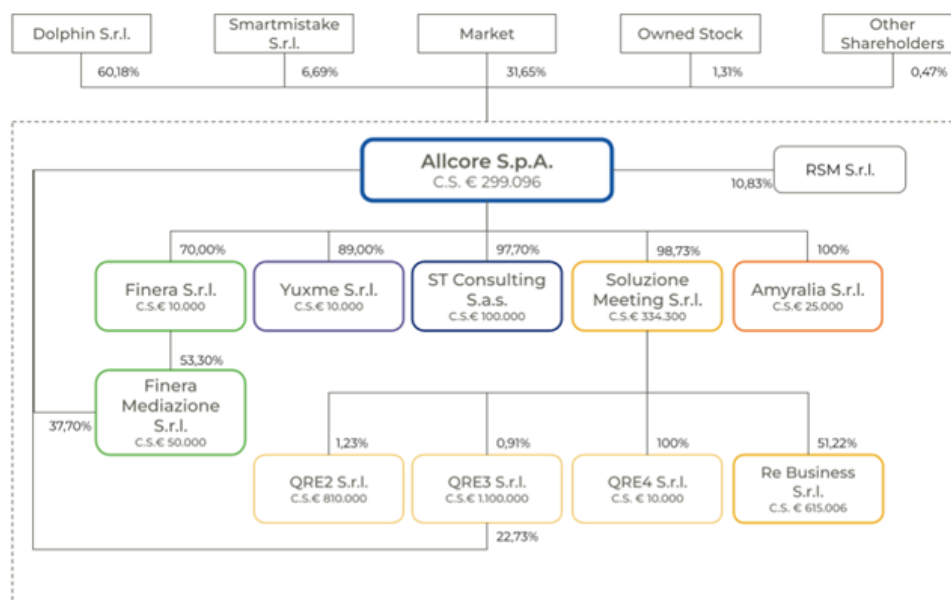
Fonte: Allcore

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. Nel corso del 2023 sono state aperte sedi operative anche a Torino, Bologna, Roma e Napoli. Inoltre, l'azienda dispone di ulteriori sedi secondarie acquisite attraverso l'entrata di nuovi professionisti nel network del Gruppo.

*Struttura del Gruppo*

Il Gruppo Allcore si compone delle seguenti società:



Fonte: Allcore; (*) Gruppo Irec non ancora compreso nel grafico

- **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 ed 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.
- **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, *Finera Mediazione* (ex *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.



- *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.
- 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. Nel corso del 2023 il Gruppo ha concluso con successo la raccolta di capitali all’interno del suo membership club, Quantico Business, pari a circa Euro 2 milioni, per finanziare le controllate QR2 e QR3 attraverso le quali ha acquistato due proprietà immobiliari (oggetto di ristrutturazione), box e posti auto.
- **Gruppo Irec*, PMI innovativa specializzata e autorizzata nel recupero di crediti e nella gestione del credito. La società fornisce, da oltre 30 anni, supporto alle piccole imprese e partite iva a recuperare efficacemente i crediti inesigibili.

Ad ottobre 2023 Allcore ha sottoscritto, tramite la controllata Soluzione Meeting S.r.l., un contratto di investimento avente ad oggetto un investimento di maggioranza nel capitale sociale della società Re Business S.r.l..

Re Business è una PMI fondata da Andrea Antoniucci 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.

Nel dicembre 2023, a seguito dell’avveramento delle condizioni sospensive previste dall’accordo di investimento, è avvenuto il closing dell’operazione di investimento nella società Re Business S.r.l. ad esito della quale Soluzione Meeting S.r.l., società controllata da Allcore, è divenuta titolare di una partecipazione sociale di maggioranza pari al 51,22% del capitale sociale di Re Business; il restante 49% circa del capitale è detenuto dall’attuale socio e fondatore di Re Business Andrea Antoniucci.

L’operazione prevedeva l’investimento mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale sociale di Re Business riservato a Soluzione Meeting. L’importo dell’Aumento di Capitale riservato è stato determinato dalle parti in Euro 1.386.000.

L’Operazione è stata finanziata tramite mezzi propri.

Al fine del perfezionamento del closing dell’operazione entro l’esercizio 2023, la Società Soluzione Meeting e il socio fondatore di Re Business hanno sottoscritto anche un addendum all’accordo di investimento ai sensi del quale la struttura dell’operazione è stata in parte modificata prevedendo, oltre all’aumento di capitale riservato a Soluzione Meeting, rimodulato nell’importo e quindi da Euro 1.386.000 ad Euro 1.086.000, anche la contestuale cessione, da parte del socio Horizon Holding, a favore della stessa Soluzione Meeting, di una partecipazione di nominali Euro 300.000 a fronte di un corrispettivo in denaro di pari importo. Si segnala che l’esborso complessivo, in capo a Soluzione Meeting, è rimasto del tutto invariato.

Nel novembre 2023 l’assemblea straordinaria di Soluzione Funding S.r.l. ha deliberato di variare la ragione sociale in Finera Mediazione S.r.l..



Al 31 dicembre 2023 la società QRE2 S.r.l. ha smobilizzato tutte le attività immobiliari detenute ed a gennaio 2024 è stata posta in liquidazione.

La società QRE3, a marzo 2024, ha venduto il 63% delle attività immobiliari - il completamento delle operazioni di vendita dovrebbe concludersi entro il 2024 -.

A seguito della conclusione dei lavori, in data 20 marzo 2024, la controllata RSM ha siglato un incarico di mediazione per vendita immobiliare di tutte le attività del compendio immobiliare, denominato "Villino Siracusa" sito in Roma, Via Siracusa n.4, composto da 7 appartamenti, 10 posti auto ed un box. Il valore di vendita stimato è superiore a 6,4 milioni di Euro.

Nel mese di marzo 2024 Allcore ha sottoscritto un accordo quadro vincolante di investimento e compravendita con la società Gruppo Irec S.r.l. ed il socio fondatore di quest'ultima Victor Ahmed Torres Khairredin.

Il Gruppo Irec è una PMI innovativa specializzata e autorizzata nel recupero dei crediti e nella gestione del credito. La società fornisce da oltre 30 anni supporto alle piccole imprese e partite iva a recuperare efficacemente i crediti inesigibili.

L'accordo ha ad oggetto, da una parte, l'esecuzione di un investimento da parte di Allcore nel capitale sociale del Gruppo Irec e, dall'altra, la contestuale compravendita, da parte della stessa Allcore, di una partecipazione sociale detenuta dal socio fondatore. In dettaglio, l'accordo prevede che Allcore effettui un investimento nel capitale sociale (aumento di capitale) del Gruppo Irec finalizzato all'acquisizione di una partecipazione iniziale di minoranza, su base post money, pari a circa il 25,50% del capitale sociale del Gruppo Irec per complessivi Euro 765.000, comprensivi di sovrapprezzo.

Contestualmente alla sottoscrizione e integrale liberazione dell'Aumento di Capitale, gli Accordi Vincolanti prevedono anche che sia perfezionata la cessione ad Allcore, da parte del socio fondatore stesso e di maggioranza del Gruppo Irec, di una partecipazione rappresentativa di un ulteriore 25,50% circa del capitale sociale della società stessa, a fronte del pagamento di un corrispettivo provvisorio, in parte in denaro e in parte in natura, per complessivi Euro 765.000.

Al perfezionamento dell'Operazione Allcore deterrà una partecipazione di maggioranza nel capitale sociale del Gruppo Irec, pari al 51% mentre il restante 49% circa del capitale sociale sarà complessivamente detenuto dal socio fondatore del Gruppo Irec e da altri soci di minoranza attualmente presenti nel capitale.

Si segnala che l'esecuzione dell'Aumento di Capitale e il successivo perfezionamento della compravendita della Partecipazione avverranno in un unico contesto.

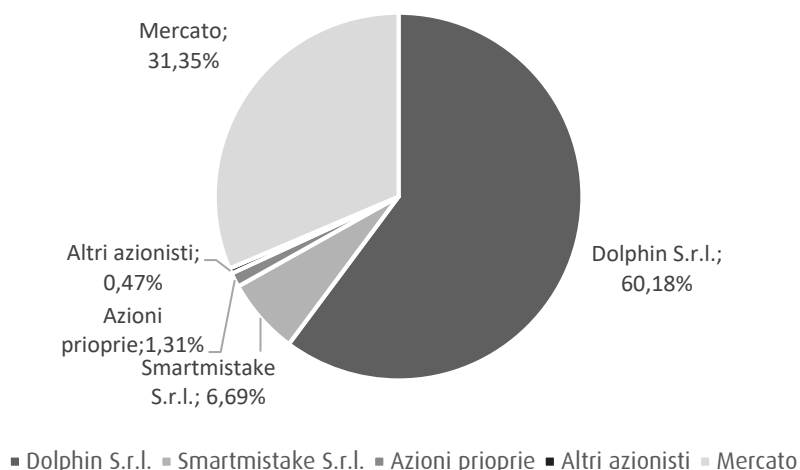
Le parti prevedono di pervenire al perfezionamento dell'Operazione - compatibilmente con l'avveramento delle condizioni sospensive previste dagli Accordi Vincolanti - entro il 24 aprile 2024.

Con tale operazione Allcore si pone l'obiettivo di potenziare la crescita del Gruppo Irec, integrando nel ciclo produttivo algoritmi di intelligenza artificiale prodotti da Yuxme, nonché iniziative di cross-selling sul database di tutto il Gruppo.



Composizione del Capitale sociale

Nel mese di giugno 2023 Allcore ha provveduto all'attribuzione a titolo gratuito di n. 63.610 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, pari a 299.096 euro, è suddiviso in n. 14.954.810 azioni detenute per il 60,18% da Dolphin S.r.l. (società controllata da Gianluca Massini Rosati), per un 6,69% da Smartmistake S.r.l. (in capo a Lorenzo Ait), per lo 0,47% da altri azionisti (i Beneficiari Attuali Una Tantum del Piano di Incentivazione e i Beneficiari ordinari) mentre il restante 31,35% del capitale è costituito da flottante sul mercato.

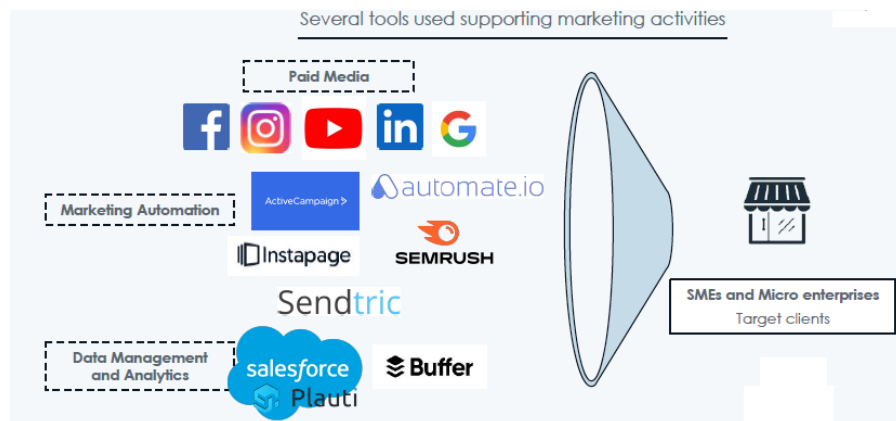


Fonte: Allcore

Attualmente la Società detiene n. 195.713 azioni proprie, per una quota pari all'1,31% del capitale sociale.
In novembre 2023 è stata poi comunicata la conclusione dell'attività di acquisto sul mercato di azioni proprie.

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.



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

La società 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. Nel corso del 2023 Allcore ha sviluppato 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, nel corso del 2023, ha ottenuto l'iscrizione alla sezione IV dell'Albo Informatico delle Agenzie del Lavoro per poter svolgere attivamente ricerca e selezione del personale.

I ricavi di Finera, società creata nel 2022, provengono da Finera Mediazione, società di mediazione creditizia iscritta all'OAM, 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.

Nel primo semestre 2023 la controllata Finera ha rilasciato la piattaforma “MyFinera” (my.finera.it) attraverso la quale avvocati, commercialisti e consulenti aziendali possono ricercare bandi di finanza agevolata per i loro clienti, adottando poi il back office e le competenze dei Finance Manager di Finera per l'erogazione del servizio. Inoltre Finera ha iniziato anche la creazione della sua rete fisica di collaboratori sul territorio inserendo i primi 5 PMI Manager.

Inoltre, mediante Finera, Allcore ha lanciato la sua innovativa piattaforma di invoice trading: Jacash, che consente ad ogni PMI di cedere i propri crediti derivanti da fatture e incassare liquidità in pochi giorni.

Il Quantico Business Club, club di imprenditori in capo a 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.

Nel corso del 2023 la Quantico Business ha aperto 3 nuove sedi in Roma, Bologna e Torino aggiungendo oltre 2.000mq di uffici e sale riunioni alla sua gestione caratteristica, ribrandizzandosi “Estensya”.

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.

Inoltre, la società sta sviluppando il prodotto Yuxme Forfettario Facile quale strumento di fatturazione elettronica pensato per i forfettari.

Nel 2023 la piattaforma Yuxme per le PMI ha conseguito il 48% di registrazione automatica delle scritture contabili inerenti fatture di vendita, acquisto e corrispettivi, con un margine di errore dello 0,61%, raggiungendo le prime 100 aziende totalmente automatizzate.

Nel corso del 2023 la società ha messo a disposizione dei suoi clienti 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.

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 propri 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 invece costituito dalla difficoltà di esportare i propri servizi all'estero.

*Strategie di crescita*

In merito alla propria strategia di 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.
- 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.

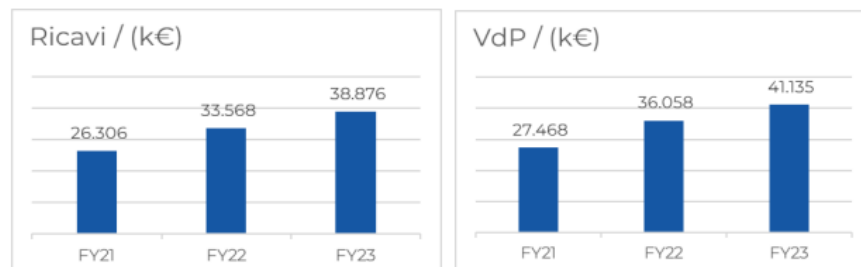
Risultati al 31.12.2023

EUR (K)	2022	2023	VAR %	2023E
<i>Pianificazione fiscale e gestione contabile</i>	27.317	33.100	21,17	-
<i>Mediazione creditizia e finanza agevolata</i>	2.686	2.961	10,24	-
<i>Spazi e Membership</i>	1.385	2.659	91,99	-
<i>Software</i>	1.206	824	-31,67	-
<i>Strategia e Formazione 4.0</i>	2.944	1.591	-45,96	-
<i>RSM</i>	520	0,2	-99,96	-
VALORE DELLA PRODUZIONE	36.058	41.135	14,08	42.743
Materie prime	18	48	172,66	43
%	0,05	0,12		0,10
Servizi	25.887	30.072	16,17	29.920
%	71,79	73,11		70,00
Beni di terzi	1.124	1.586	41,03	1.368
%	3,12	3,85		3,20
VALORE AGGIUNTO	9.029	9.429	4,43	11.412
%	25,04	22,92		26,70
Costo del lavoro	4.011	4.958	23,61	4.702
%	11,12	12,05		11,00
Oneri diversi di gestione	544	467	-14,13	598
%	1,51	1,14		1,40
EBITDA	4.474	4.004	-10,51	6.112
%	12,41	9,73		14,30
Ammortamenti	639	971	51,77	945
Svalutazioni	454	582		
EBIT	3.381	2.452	-27,48	5.167
%	9,38	5,96		12,09
Oneri (Proventi) finanziari	(76)	11		14
Utile Ante Imposte	3.457	2.441	-29,39	5.154
%	9,59	5,93		12,06
Imposte	866	948		1.391
Tax rate (%)	25,06	38,83		27,00
Minorities	435	252		-
RISULTATO NETTO	2.155	1.241	-42,42	3.762
%	5,98	3,02		8,80
PFN	10.923	6.347		12.069
Equity	21.932	23.416		26.649

Fonte: Allcore; Stime: Banca Finnat



Il Gruppo Allcore ha chiuso il 2023 con un valore della produzione (VdP) in crescita del 14,08%, da €36,1 milioni al 31.12.2022 a €41,1 milioni (€42,7 milioni quanto da noi preventivato per fine 2023).



Fonte: Allcore

Tale crescita è stata spinta, principalmente, dalla business unit “Pianificazione fiscale e gestione contabile” (+21,2%) che ha beneficiato delle sinergie sviluppate tra il Marketing ed il reparto commerciale, nonché del nuovo modello organizzativo del servizio di gestione contabile che ha permesso la crescita dei volumi e la stabilizzazione del parco clienti in essere.

In crescita anche la BU “Mediazione creditizia e finanza agevolata” (+10,2%) mentre significativo è anche l’incremento della BU “Spazi e membership” il cui impatto sul VdP di Gruppo è quasi raddoppiato (+92%), dimostrandosi in grado sia di generare opportunità di cross-selling per tutte le società del Gruppo, attraverso il club di imprenditori, che di contribuire a migliorare la qualità di conversione dei lead attraverso la fruizione degli spazi business center.

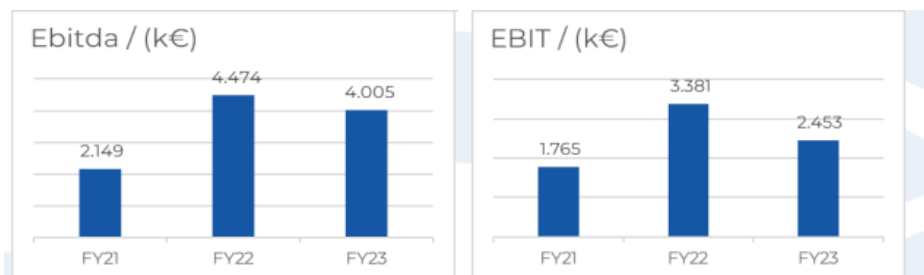
La Business unit “Strategia e Formazione 4.0” (-46,0%) ha, invece, risentito fortemente del mancato rinnovo del credito d’imposta Formazione 4.0 che rappresentava l’80% dei ricavi della BU nel 2022; questo ha, inoltre, comportato un cambiamento nel mix di servizi forniti con un conseguente allungamento dei tempi di erogazione e dunque della revenue recognition.

Seguono un andamento negativo anche le BU “Software”, in calo del 31,7% e la BU “RSM” il cui contributo al VdP di Gruppo, nel 2023, è risultato quasi nullo.

Costi per servizi e del personale in aumento, rispettivamente, del 16,2% e del 23,6%, per effetto della creazione del reparto partnership, del consolidamento dei reparti HR, IT, CED e CX e della crescita dell’organico aziendale, hanno pesato sul margine operativo lordo (Ebitda), risultato in calo del 10,5% a €4,0 milioni da €4,5 milioni a fine 2022. Le nostre stime prevedevano un margine operativo lordo in crescita del 36,6% e pari quindi a €6,1 milioni.

La marginalità, calcolata sul valore della produzione, è quindi diminuita dal 12,4% al 9,7%.

Il sensibile incremento degli ammortamenti (+51,8%), derivante dagli investimenti per lo sviluppo di progetti inerenti l’Intelligenza artificiale (automazione contabilità), per l’apertura di nuove sedi, per lo sviluppo del nuovo sito aziendale, per il lancio della piattaforma Jacash ed altri investimenti in immobilizzazioni immateriali, hanno influito negativamente sul risultato operativo netto (Ebit) che è passato da €3,4 milioni del 2022 a €2,4 milioni a fine 2023 (-27,5%), per una redditività sul valore della produzione scesa dal 9,38% al 5,96%. Le nostre previsioni attendevano un Ebit pari a €5,1 milioni con una marginalità al 12,09% a consuntivo 2023.



Fonte: Allcore

Il Gruppo ha così chiuso l'esercizio 2023 con un utile pari a €1,2 milioni (€3,8 milioni le nostre stime) da €2,1 milioni al 31.12.2022 (-42,42%), per una marginalità netta in calo dal 6,0% al 3,0%.

Il patrimonio netto si è attestato a €23,4 milioni rispetto a €21,9 milioni a consuntivo 2022 mentre la posizione finanziaria netta rileva cassa attiva per €6,3 milioni rispetto a €10,9 milioni al 31 dicembre 2022.

Outlook 2024-2027

old estimates

EUR (K)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	CAGR 22/26
Valore della produzione	19.342	27.468	36.058	42.743	49.411	57.289	65.683	16,17
Materie prime	12	29	18	43	49	57	66	38,78
%	0,06	0,11	0,05	0,10	0,10	0,10	0,10	
Servizi	15.010	22.118	25.887	29.920	34.588	40.103	45.978	15,44
%	77,60	80,53	71,79	70,00	70,00	70,00	70,00	
Beni di terzi	1.483	879	1.124	1.368	1.581	1.776	1.970	15,06
%	7,67	3,20	3,12	3,20	3,20	3,10	3,10	
VALORE AGGIUNTO	2.838	4.441	9.029	11.412	13.193	15.354	17.669	18,27
%	14,67	16,17	25,04	26,70	26,70	26,80	26,80	
Costo del lavoro	1.181	2.118	4.011	4.702	5.435	6.302	7.225	15,85
%	6,11	7,71	11,12	11,00	11,00	11,00	11,00	
Oneri diversi di gestione	293	175	544	598	593	573	460	-4,12
%	1,52	0,64	1,51	1,40	1,20	1,00	0,70	
EBITDA	1.363	2.149	4.474	6.112	7.165	8.479	9.984	22,22
%	7,05	7,82	12,41	14,30	14,50	14,80	15,20	
Ammortamenti & Svalutazioni	165	384	1.094	945	1.280	1.306	1.306	4,55
EBIT	1.198	1.765	3.381	5.167	5.885	7.172	8.677	26,57
%	6,20	6,43	9,38	12,09	11,91	12,52	13,21	
Oneri (Proventi) finanziari	8	(6)	(76)	14	6	2	0	
Utile Ante Imposte	1.191	1.771	3.457	5.154	5.879	7.170	8.677	25,87
%	6,16	6,45	9,59	12,06	11,90	12,52	13,21	
Imposte	346	506	866	1.391	1.587	1.936	2.343	
Tax rate (%)	29,02	28,57	25,06	27,00	27,00	27,00	27,00	
RISULTATO NETTO	852	1.245	2.155	3.762	4.292	5.234	6.334	30,94
%	4,40	4,53	5,98	8,80	8,69	9,14	9,64	
PFN	894	12.289	10.923	12.069	16.201	21.780	27.973	
Equity	1.578	18.797	21.932	26.649	31.129	36.578	43.174	
CIN	684	6.508	11.009	14.580	14.928	14.797	15.200	
ROI	175,22	27,12	30,71	35,44	39,42	48,47	57,09	
ROE	54,03	8,10	12,44	17,74	16,71	16,81	16,79	

Fonte: Allcore; Stime: Banca Finnat

New estimates

EUR (K)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	CAGR 23/27
Valore della produzione	36.058	41.135	48.085	53.209	60.583	66.641	12,82
Materie prime	18	48	48	53	61	67	8,39
%	0,05	0,12	0,10	0,10	0,10	0,10	
Servizi	25.887	30.072	34.429	37.779	42.408	46.649	11,60
%	71,79	73,11	71,60	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	
VALORE AGGIUNTO	9.029	9.429	11.757	13.089	15.691	17.593	16,88
%	25,04	22,92	24,45	24,60	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	
EBITDA	4.474	4.004	5.506	6.704	8.603	9.796	25,07
%	12,41	9,73	11,45	12,60	14,20	14,70	
Ammortamenti & Svalutazioni	1.094	1.552	1.780	1.806	1.806	1.806	
EBIT	3.381	2.452	3.726	4.898	6.796	7.990	34,36
%	9,38	5,96	7,75	9,21	11,22	11,99	
Oneri (Proventi) finanziari	(76)	11	6	2	0	0	
Utile Ante Imposte	3.456	2.441	3.720	4.896	6.796	7.990	34,51
%	9,59	5,93	7,74	9,20	11,22	11,99	
Imposte	866	948	1.116	1.469	2.039	2.397	
Tax rate (%)	25,07	38,83	30,00	30,00	30,00	30,00	
Minorities	435	252	265	278	292	306	
RISULTATO NETTO	2.155	1.241	2.339	3.149	4.466	5.286	43,67
%	5,98	3,02	4,87	5,92	7,37	7,93	
PFN	10.923	6.347	6.127	10.060	11.666	13.018	
Equity	21.932	23.416	23.951	27.491	29.537	31.941	
CIN	11.009	17.070	17.824	17.431	17.871	18.923	
Capex	-	-	1.894	1.210	1.294	1.386	
NWC	563	2.512	1.963	2.235	3.335	4.927	
ROI	30,71	14,36	20,90	28,10	38,03	42,22	
ROE	12,44	7,48	12,82	14,46	18,53	19,95	

Fonte: Allcore; Stime: Banca Finnat

A seguito del venir meno di alcune linee di ricavi, tra le quali il credito di imposta Formazione 4.0 e tenuto conto delle persistenti difficoltà della divisione finance del Gruppo che risente dell'attuale incerto contesto economico, abbiamo ritenuto necessario rivedere le nostre precedenti stime per il periodo 2024-2027.

Stimiamo ora una crescita media annua del valore della produzione pari al 12,82% (16,17% le nostre precedenti stime al 2026), in grado di passare da €48,1 milioni attesi a consuntivo 2024 (€49,4 milioni le nostre precedenti stime) a €60,6 milioni a fine 2026 (€65,7 milioni le nostre precedenti stime) e €66,6 milioni a fine periodo previsionale (2027).

La crescita media annua attesa del costo per servizi all'11,60%, del costo per godimento beni di terzi del 10,13% e del costo per il personale del 10,27%, inferiore rispetto a quanto precedentemente stimato per effetto di un miglior efficientamento dei costi, dovrebbe consentire al margine operativo lordo (Ebitda) di crescere ad un tasso medio annuo del 25,07% (22,22% le nostre precedenti stime al 2026), da €5,5 milioni a consuntivo 2024 (€7,2 milioni quanto da noi precedentemente stimato) a €8,6 milioni a fine 2026 (€9,98 milioni le nostre precedenti stime) e €9,8 milioni a fine periodo previsionale.

La marginalità, calcolata sul valore della produzione, in forte calo nel 2023 rispetto al 2022 (dal 12,41% al 9,7%), assumiamo possa tornare a crescere all'11,45% nel 2024, fino al 14,7% del 2027.

Tenuto conto di ammortamenti in crescita media annua attesa del 16,8%, il risultato operativo netto (Ebit) dovrebbe poter giungere a €6,8 milioni a fine 2026 (€8,7 milioni le nostre precedenti stime) ed a €8,0 milioni a fine periodo previsionale, per un tasso medio annuo di crescita del 34,36% (26,57% precedentemente atteso a fine 2026), con un quoziente sul valore della produzione dal 7,75% (2024) al 12% (2027).

L'utile netto di Gruppo prevediamo possa raggiungere €4,5 milioni a fine 2026 (€6,3 milioni le nostre precedenti stime) e €5,3 milioni a fine 2027 da €2,3 milioni attesi a consuntivo 2024 (€4,3 milioni le nostre precedenti stime) (cagr 2023-2027 pari al 43,67%).

Il patrimonio netto dovrebbe poter raggiungere €31,9 milioni nel 2027 da €23,9 milioni a consuntivo 2024 mentre la posizione finanziaria netta dovrebbe rimanere positiva durante tutto il periodo di riferimento, da €6,3 milioni al 31.12.2023 a €13 milioni a fine periodo previsionale.

Valuation

Ai fini valutativi abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2024/2027.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC) è determinato al 13,55% (precedente 13,28%) in funzione di un Risk Free Rate al 3,80% (precedente 4,50%), un Market Risk Premium al 9,75% ed un coefficiente Beta pari all'unità (precedente 0,90). Il tasso di crescita perpetua è mantenuto costante all'1,00%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 33,8 milioni di euro ed un valore ad **equity** pari a **2,72 euro/azione** (precedente €3,48). La nostra raccomandazione permane di acquisto.

Cash Flow Model (K €)

	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	3.726	4.898	6.796	7.990
Tax on Ebit (%)	30,0	30,0	30,0	30,0
NOPAT	2.608	3.429	4.757	5.593
D&A	1.780	1.806	1.806	1.806
CNWC	-549	272	1.100	1.593
CAPEX	1.894	1.210	1.294	1.386
FOCF	3.043	3.753	4.171	4.421

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,00
WACC (%)	13,55
Discounted Terminal Value	22.251
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	11.540
Enterprise Value	33.791
Net financial position 31.12.2023	6.347
Equity Value	40.137
Nr. Azioni (x)*	14.759.097
Value per share	2,72

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

WACC calculation (%)

Risk free rate	3,80
Beta (x)	1,0
Market risk premium	9,75
Cost of Equity	13,55
WACC	13,55

Stime: Banca Finnat

TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

	2024E	2025E	2026E	2027E
P/E	15,42	11,71	8,44	7,18
P/BV	0,30	0,35	0,44	0,50
EV/SALES	0,72	0,58	0,48	0,42
EV/EBITDA	6,18	4,49	3,31	2,77
EV/EBIT	9,13	6,14	4,19	3,40

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

Raccomandazioni emesse sul titolo Allcore nei 12 mesi precedenti

Date	Rating	Target Price	Market Price
27.10.2023	Buy	3,48€	1,93€
26.04.2023	Buy	4,16€	2,40€

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
31/03/2024

N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 28	BUY	HOLD	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	75%	0%	11%	14%
Percentuali di società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	-	100%	100%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Valore della produzione	36.058	41.135	48.085	53.209	60.583	66.641
Materie prime	18	48	48	53	61	67
Servizi	25.887	30.072	34.429	37.779	42.408	46.649
Beni di terzi	1.124	1.586	1.851	2.288	2.423	2.332
Valore Aggiunto	9.029	9.429	11.757	13.089	15.691	17.593
Costo del lavoro	4.011	4.958	5.770	5.853	6.664	7.331
Oneri diversi di gestione	544	467	481	532	424	466
EBITDA	4.474	4.004	5.506	6.704	8.603	9.796
Ammortamenti & Svalutazioni	1.094	1.552	1.780	1.806	1.806	1.806
EBIT	3.381	2.452	3.726	4.898	6.796	7.990
Oneri (Proventi) finanziari	(76)	11	6	2	0	0
Utile Ante Imposte	3.456	2.441	3.720	4.896	6.796	7.990
Imposte	866	948	1.116	1.469	2.039	2.397
<i>Tax-rate (%)</i>	<i>25,07</i>	<i>38,83</i>	<i>30,00</i>	<i>30,00</i>	<i>30,00</i>	<i>30,00</i>
Minorities	435	252	265	278	292	306
Risultato Netto	2.155	1.241	2.339	3.149	4.466	5.286
BALANCE SHEET (Eur k)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Totale Patrimonio Netto	21.932	23.416	23.951	27.491	29.537	31.941
PFN	10.923	6.347	6.127	10.060	11.666	13.018
CIN	11.009	17.070	17.824	17.431	17.871	18.923
FINANCIAL RATIOS (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA margin	12,41	9,73	11,45	12,60	14,20	14,70
EBIT margin	9,38	5,96	7,75	9,21	11,22	11,99
Net margin	5,98	3,02	4,87	5,92	7,37	7,93
ROI	30,71	14,36	20,90	28,10	38,03	42,22
ROE	12,44	7,48	12,82	14,46	18,53	19,95
GROWTH (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Value of Production	31,27	14,08	16,90	10,66	13,86	10,00
EBITDA	108,24	-10,51	37,51	21,77	28,32	13,87
EBIT	91,55	-27,48	51,98	31,46	38,76	17,56
Net Profit	73,00	-42,42	88,56	34,61	41,80	18,38
VALUATION METRICS	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
P/E*	8,89	15,42	8,84	6,72	4,84	4,12
P/CF*	6,25	7,56	5,25	4,40	3,51	3,11
P/BV*	1,33	1,39	1,26	1,06	0,96	0,87
EPS	0,15	0,08	0,16	0,21	0,30	0,36
BVPS	1,49	1,59	1,62	1,86	2,00	2,16
CFPS	0,25	0,21	0,30	0,35	0,44	0,50
EV/SALES	0,36	0,43	0,36	0,25	0,19	0,15
EV/EBITDA	2,70	4,17	3,07	1,93	1,32	1,02
EV/EBIT	3,58	6,80	4,53	2,65	1,67	1,25

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

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>)¹.

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 negli ultimi 12 mesi.

¹ Per informazioni su tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Banca Finnat negli ultimi 12 mesi (ivi inclusa la percentuale di raccomandazioni buy/hold/reduce/sell pubblicate e la percentuale degli emittenti corrispondenti a ciascuna di queste categorie ai quali la Banca ha 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.