Milan, 06 December 2023

Italian Equity Research – New Coverage

ALLCORE

BUY

Sector: Consumers

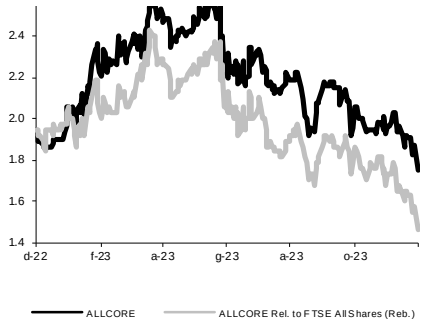
Price: Eu1.75 - **Target: Eu4.00**

Il Cliente al centro dell'Ecosistema: Strategia Oceano Blu

Websim Corporate Dpt: +39-02-76418200
info@websim.it

Stock Rating	
Rating:	BUY (New Coverage)
Target Price (Eu):	4.00 (New Coverage)

ALLCORE - 12M Performance



Stock Data			
Reuters code:			CORE.MI
Bloomberg code:			CORE IM
Performance	**1M**	**3M**	**12M**
Absolute	-9.1%	-18.0%	-6.7%
Relative	-13.3%	-21.9%	-26.1%
12M (H/L)			2.59/1.75
3M Average Volume (th):			4.60

Shareholder Data	
No. of Ord shares (mn):	15
Total no. of shares (mn):	15
Mkt Cap Ord (Eu mn):	26
Total Mkt Cap (Eu mn):	26
Mkt Float - Ord (Eu mn):	8
Mkt Float (in %):	31.8%
Main Shareholder:	
Dolphin s.r.l.	60.2%

Balance Sheet Data	
Book Value (Eu mn):	19
BVPS (Eu):	1.25
P/BV:	1.4
Net Financial Position (Eu mn):	8
Enterprise Value (Eu mn):	27

- **Dalla pianificazione fiscale ad un ecosistema a servizio delle PMI italiane**. Fondata nel 2016, il gruppo Allcore (*ex Soluzione Tasse*) è *leader* nell'erogazione di servizi di consulenza fiscale e gestione contabile alle PMI italiane. Dal *core business* originario, motore della straordinaria crescita registrata sino ad oggi, il perimetro societario si è arricchito grazie al lancio di nuovi verticali, ciascuno dei quali dedicato a specifiche aree di *business* sinergiche tra loro e in sintonia con la *mission* aziendale: assumere il ruolo di ***Business Partner*** **delle PMI italiane** con il proposito di accompagnarle, supportandole, nel loro percorso di crescita e sviluppo. Un modello di *business* di comprovato successo che è ha consentito ad Allcore di essere censita dal *Financial Times* tra le aziende europee più performanti.

- **Contesto di mercato maturo e densamente popolato...** Oltre 120,000 Dottori Commercialisti, oltre 300 mediatori e 6,500 agenti creditizi, oltre 25,000 società attive nella consulenza: una densità abitativa che scoraggerebbe anche i più temerari che volessero avere accesso a questi mercati ma non chi ha il coraggio di scardinare prassi e consuetudini consolidate stravolgendo le regole del gioco: questa è Allcore, guidata dal suo fondatore e da un *management team* di *standing*.

- **...ma reinterpretato con nuovi occhi...** Campagne *social* e attività divulgative, *software* gestionali e piattaforme alimentati dall'intelligenza artificiale, servizi innovativi dedicati alle imprese e una vocazione fortemente digitale, questi sono alcuni dei principali *atout* che hanno consentito ad una *start-up* di sviluppare in pochi anni un giro d'affari superiore a €40 milioni, con limitato impegno di capitale.

- **...e con lo sguardo rivolto al futuro**. Scattare un'istantanea consentirebbe di catturare solo parzialmente l'*equity story* di Allcore: lo sviluppo degli algoritmi di intelligenza artificiale, l'ingresso nel mercato dell'*Instant Buying* e dell'*Invoice Trading*, la focalizzazione sul mercato delle criptovalute aiutano a meglio comprendere come l'ecosistema Allcore potrà evolvere, agevolato in questo dalle disponibilità finanziarie di cui già oggi la Società dispone, cui si aggiungeranno ≈€14 milioni di *free cashflow* nei prossimi tre anni.

- **2023-26E adjusted EPS CAGR: +30%**: Stimiamo che il perimetro attuale possa esprimere una crescita dell'EPS *adjusted* 2023-26 pari al 30%. Grazie all'elevato *cash conversion rate* (2024-26: ≈55%) che caratterizza la Società, stimiamo che la posizione finanziaria netta consolidata possa raggiungere quota €21.1 milioni nel 2026, garantendo ad Allcore sino a €40 milioni di risorse disponibili per future acquisizioni.

- **BUY, target price a €4.00.** La nostra *view* positiva sul titolo è supportata dalla presenza di un *management* pionieristico, pragmatico e votato all'innovazione, di un *business model* "scalabile", caratterizzato da un limitato assorbimento di capitale, di un *edge* tecnologico e DNA digitale in un settore "tradizionale" e poco avvezzo all'innovazione nonché dalla disponibilità di ampie risorse finanziarie, indispensabili affinché la crescita per linee esterne possa rappresentare un *driver* di accelerazione della crescita organica del gruppo.

Key Figures & Ratios	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Sales (Eu mn)	34	40	48	56	61
EBITDA Adj (Eu mn)	6	5	6	9	11
Net Profit Adj (Eu mn)	3	3	4	5	6
EPS New Adj (Eu)	0.209	0.178	0.230	0.322	0.395
DPS (Eu)	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	4.2	5.1	2.7	1.7	0.8
EV/EBIT Adj	5.2	6.7	3.3	1.9	1.0
P/E Adj	8.4	9.9	7.6	5.5	4.4
Div. Yield	5.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	-1.9	-1.4	-1.8	-1.7	-2.0

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein, and any of its parts, is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without Company authorization. Please see important disclaimer on the last page of this report

ALLCORE – Key Figures						
Profit & Loss (Eu mn)	**2021A**	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
Sales	26	34	40	48	56	61
EBITDA	2	4	6	9	9	11
EBIT	2	3	5	8	8	9
Financial Income (charges)	0	0	-0	-0	-0	-0
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	2	3	5	8	8	9
Taxes	-1	-1	-1	-2	-2	-3
Tax rate	-28.6%	-25.1%	-27.5%	-27.5%	-27.5%	-27.5%
Minorities & Discontinued Operations	-0	-0	-1	-2	-1	-1
Net Profit	1	2	3	4	5	6
EBITDA Adj	2	6	5	6	9	11
EBIT Adj	2	5	4	5	8	9
Net Profit Adj	1	3	3	4	5	6
Per Share Data (Eu)	**2021A**	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
Total Shares Outstanding (mn) - Average	10	15	15	15	16	16
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	10	15	15	15	16	16
EPS f.d	0.117	0.146	0.182	0.265	0.322	0.395
EPS Adj f.d	0.117	0.209	0.178	0.230	0.322	0.395
BVPS f.d	1.538	1.169	1.246	1.511	1.752	2.144
Dividend per Share ORD	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	0.0%	68.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash Flow (Eu mn)	**2021A**	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
Gross Cash Flow	2	4	4	7	7	8
Change in NWC	-4	0	-1	-1	-1	-1
Capital Expenditure	-3	-4	-5	-2	-2	-2
Other Cash Items	-0	0	1	-0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	-5	0	-1	4	4	6
Acquisitions, Divestments & Other Items	3	-2	-1	-1	0	0
Dividends	-0	0	-1	0	0	0
Equity Financing/Buy-back	13	0	0	0	0	0
Change in Net Financial Position	11	-1	-3	4	4	6
Balance Sheet (Eu mn)	**2021A**	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
Total Fixed Assets	3	11	16	12	12	13
Net Working Capital	4	1	2	3	5	6
Long term Liabilities	-0	-1	-1	-1	-2	-2
Net Capital Employed	7	11	16	14	15	16
Net Cash (Debt)	12	11	8	11	15	21
Group Equity	19	22	24	25	30	37
Minorities	3	5	5	2	3	4
Net Equity	15	17	19	23	28	34
Enterprise Value (Eu mn)	**2021A**	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
Average Mkt Cap	25	30	26	26	28	28
Adjustments (Associate & Minorities)	-3	-5	-9	-3	-3	-3
Net Cash (Debt)	12	11	8	11	15	21
Enterprise Value	16	24	27	17	15	9
Ratios (%)	**2021A**	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
EBITDA Adj Margin	8.2%	17.1%	13.2%	13.3%	15.8%	17.4%
EBIT Adj Margin	6.7%	13.8%	10.1%	11.0%	13.8%	15.4%
Gearing - Debt/Equity	-65.4%	-49.8%	-32.0%	-45.4%	-50.4%	-56.4%
Interest Cover on EBIT	nm	nm	355.5	243.2	450.8	2056.0
Net Debt/EBITDA Adj	-5.7	-1.9	-1.4	-1.8	-1.7	-2.0
ROACE*	49.3%	38.6%	37.1%	55.3%	53.9%	60.4%
ROE*	14.7%	19.0%	14.7%	17.1%	20.1%	20.1%
EV/CE	4.4	2.7	2.0	1.2	1.0	0.6
EV/Sales	0.6	0.7	0.7	0.4	0.3	0.1
EV/EBITDA Adj	7.3	4.2	5.1	2.7	1.7	0.8
EV/EBIT Adj	8.9	5.2	6.7	3.3	1.9	1.0
Free Cash Flow Yield	-15.3%	1.2%	-3.5%	13.7%	14.1%	19.9%
Growth Rates (%)	**2021A**	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
Sales	38.9%	27.6%	19.3%	19.8%	17.0%	9.5%
EBITDA Adj	57.6%	167.0%	-7.7%	20.2%	39.2%	21.0%
EBIT Adj	47.3%	163.1%	-12.6%	30.0%	46.6%	22.5%
Net Profit Adj	46.2%	73.0%	25.4%	49.4%	24.7%	22.7%
EPS Adj	37.9%	78.3%	-15.2%	29.6%	39.6%	22.7%
DPS	nm	nm	nm	nm	nm	nm

*Excluding extraordinary items Source: Websim Corporate estimates

Company in Brief

Descrizione della società

Il gruppo Allcore (ex Soluzione Tasse), fondato nel 2016 da Gianluca Massini Rosati, offre servizi di consulenza fiscale e di gestione contabile alle PMI italiane. La società, quotata sul segmento EGM dal 2021, opera nei segmenti: pianificazione fiscale e gestione contabile, mediazione creditizia, finanza agevolata e straordinaria, *software* gestionali, sviluppo e gestione di spazi di *coworking*, consulenza strategica, ricerca e formazione del personale.

Management

Chairman&CEO: Gianluca Massini Rosati
CFO: Luca Tempesta
Independent director: Felice Massa
Director: Antonio Piovesana

Azionisti

Dolphin Srl	60.18%
Mkt float	31.82%
Smartmistake S.r.l.	6.69%
Treasury shares	1.31%

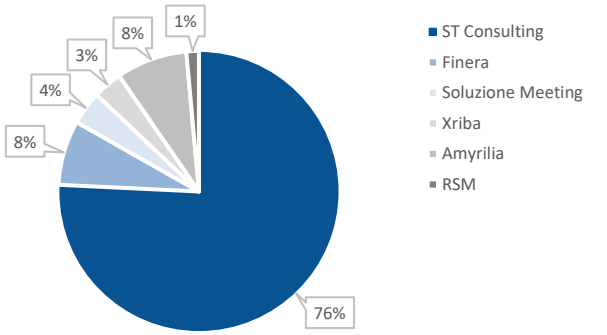
Punti di forza/Opportunità

- Capacità divulgative e spirito imprenditoriale del fondatore
- Approccio tecnologico e digitale *disruptive* in un settore tradizionale e poco avvezzo all'innovazione
- *Business model* scalabile, a limitato assorbimento di capitale
- Opportunità di *up-selling* e *cross-selling* con la clientela acquisita
- Ampia disponibilità di cassa e generazione di importanti flussi di cassa a disposizione per la crescita futura del *business*

Rischi/Debolezze

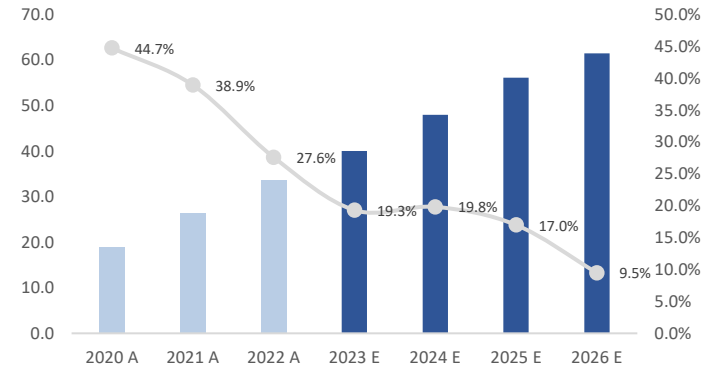
- Ridotta *reliance* dei servizi di pianificazione fiscale e gestione contabile dall'erogazione di servizi "*recurring*"
- Dipendenza dai *social media* per la generazione di *lead*
- Limitato *track record* maturato dai nuovi *business* verticali
- Gestione della maggior complessità conseguente la crescita del *business*
- *Disruptions* di breve termine conseguenti l'implementazione del nuovo *ERP*

Allcore – 2022 Turnover Breakdown (€ mn)



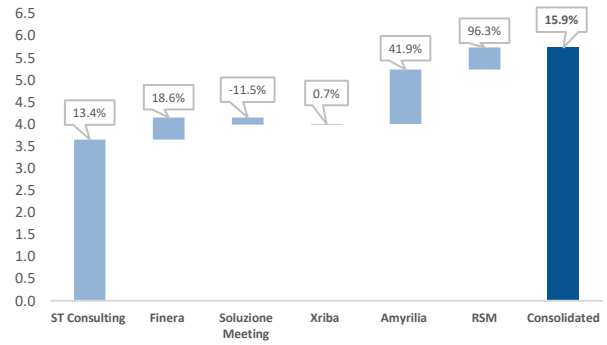
Source: Company Data

Allcore – 2020-26E Net Turnover trend (€ mn) and YoY change (%)



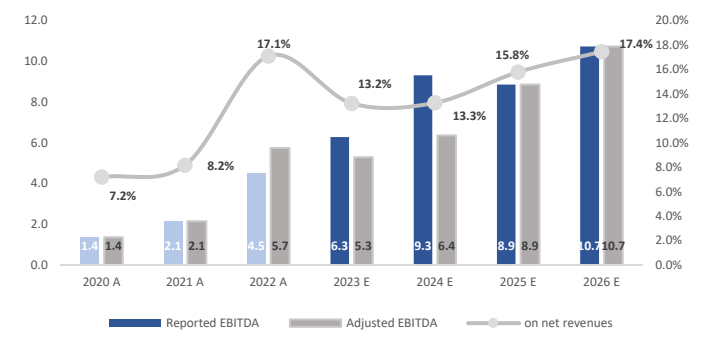
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Allcore – 2022 Adj EBITDA Breakdown (€ mn)



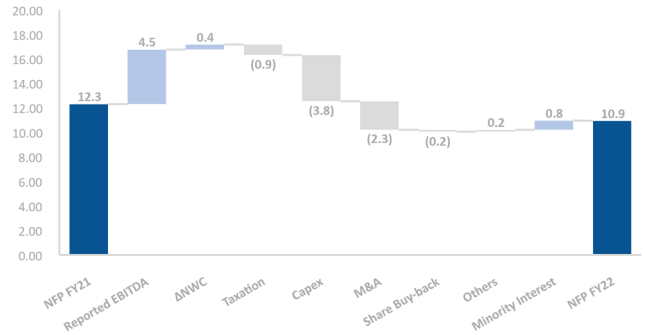
Source: Company Data

Allcore – 2020-26E Adj and Reported EBITDA (€ mn) and Adj EBITDA Margin (%)



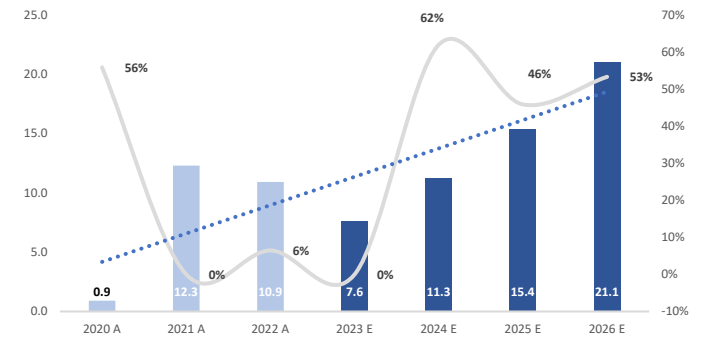
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Allcore –2022 Net Financial Position bridge



Source: Company Data

Allcore – 2020-26E Net Financial Position (€ mn) and Cash Conversion Rate(%)



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Contents

Company in Brief 3

Descrizione societaria 5

Mercato di Riferimento 9

La consulenza fiscale e contabile 9

Mediazione Creditizia e Finanza Agevolata 12

Software gestionali 15

Formazione Manageriale e Consulenza Strategica 16

Allcore's Business Units 20

Business Unit Pianificazione Fiscale e Gestione Contabile 20

Business Unit Software 24

Business Unit Mediazione Creditizia, Finanza Agevolata e Finanza Straordinaria 25

Business Unit Spazi e Membership 26

Business Unit Strategia 27

Business Unit Immobiliare 27

2020 - 1H23 Historical Financials 29

Ricavi 29

Redditività 30

Stato Patrimoniale e Cash flow 31

2023-26 Estimates 34

Valuation 43

Discounted Cashflow Model 43

Peer Multiple Comparison 44

PEG ratio 46

Conclusioni 48

Descrizione societaria

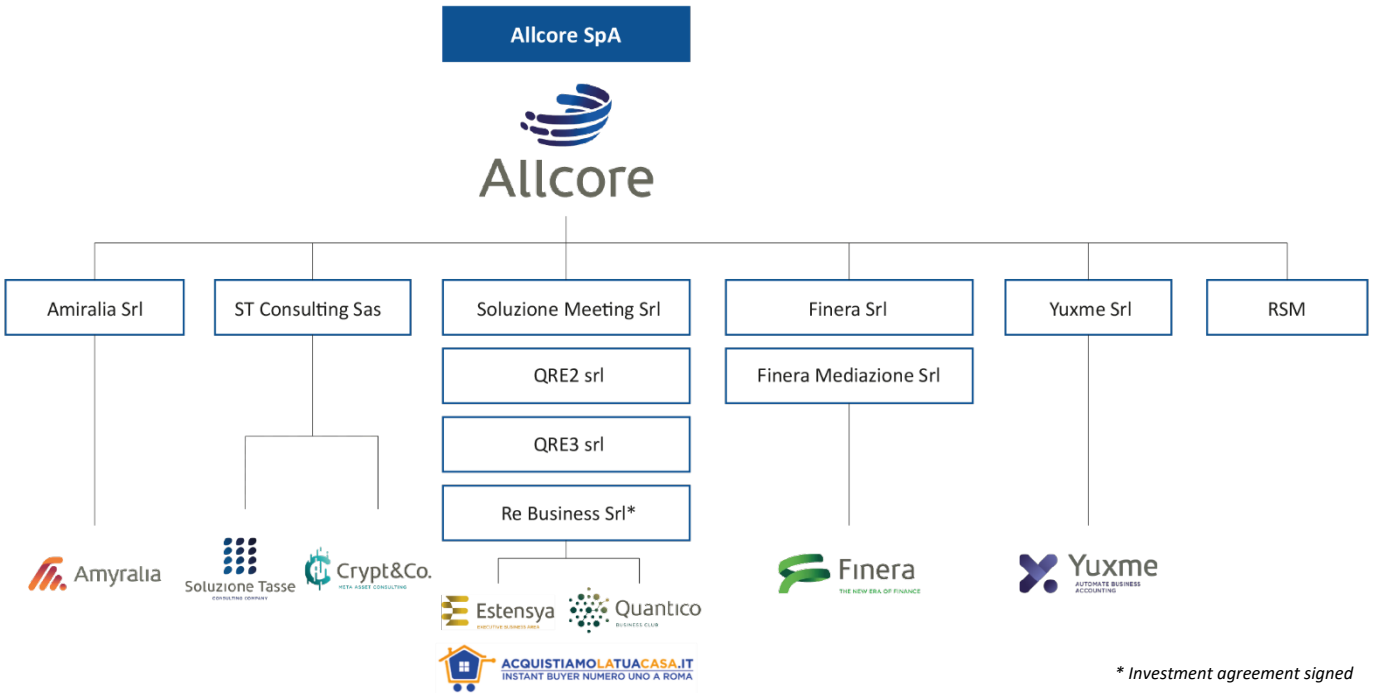
Fondato nel mese di marzo 2016, **il gruppo Allcore** (ex Soluzione Tasse, d'ora in avanti la "**Società**", ovvero "**Allcore**") **esordisce offrendo servizi di consulenza fiscale e registrazione contabile** avvalendosi di un *network* di professionisti autorizzati[1] (d'ora in avanti i "**Professionisti**") e di un processo di acquisizione della clientela innovativo, mutuando tecniche di *marketing* e di comunicazione nonché tecniche di vendita da settori digitalmente avanzati.

Nell'arco di soli cinque anni dalla sua fondazione, **Allcore è stata in grado di registrare una crescita molto significativa grazie allo sviluppo di nuovi rami aziendali sistemici ed organici**: *sistemici* perché in grado di mettere a sistema nuove iniziative, facendo leva su risorse esistenti; *organici* perché ognuna delle nuove iniziative si prefigge di amplificare l'effetto di quelle già in essere**. Seguendo queste linee direttrici, la Società ha sviluppato 5 nuovi *business* verticali**[2], ciascuno dei quali facente riferimento ad una specifica entità giuridica, capaci di offrire un'ampia gamma di servizi e di coprire un altrettanto ampia porzione della domanda di servizi di consulenza rivolta alle PMI, generando e quindi traendo beneficio da **opportunità di *cross-selling* con la clientela acquisita**.

Il costante ampliamento dell'offerta è parte del DNA di Allcore: lo sviluppo e il lancio di nuovi servizi, complementari e sviluppati ponendo estrema attenzione alle specifiche esigenze delle PMI, è infatti un'attività primaria alla quale non solo il fondatore ma anche il dipartimento *marketing* e i singoli responsabili di BU dedicano *efforts* continui. Questo permette ad Allcore di essere presente sul mercato con numerosi *brand* specializzati per singola area di *business*.

Per agevolare un'immediata visualizzazione delle aree di *business* attualmente presidiate dalla Società, riportiamo qui a seguito l'organigramma societario grazie al quale è possibile ricondurre il *naming* utilizzato nell'erogazione del servizio dalle singole entità giuridiche.

Allcore – Group Organizational Chart by Legal Entity and corresponding Business Naming



Source: Websim elaborations of Allcore Management Presentation

Per il tramite di società direttamente e indirettamente controllate, Allcore opera nei seguenti **settori**:

- Pianificazione fiscale e gestione contabile;
- Mediazione creditizia e consulenza nel campo della finanza agevolata e finanza straordinaria;
- Sviluppo *software* per l'automazione dei processi contabili;
- Sviluppo e gestione di spazi dedicati al *coworking*, c.d. *Business Center,* e attività di *networking* per imprenditori[3];
- Consulenza strategica, formazione, ricerca e selezione del personale.

[1] Presupposto necessario ed imprescindibile per l'esercizio della professione consta nel superamento dell'esame di abilitazione e nella conseguente iscrizione all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

[2] L'espressione "*business verticale*" si riferisce a nuove aziende o organizzazioni create attraverso l'introduzione di una nuova unità di *business* o di una divisione indipendente che opera in modo autonomo e ha una propria struttura gerarchica.

[3] Quantico Business Club: https://www.quanticobusiness.com

Il Gruppo ha inoltre intrapreso **un'attività di natura immobiliare**, avente ad oggetto la valorizzazione di un palazzo di pregio, sito in Roma[4], a destinazione terziaria direzionale per la successiva rivendita. A questa attività, si è affiancata l'attività di promozione, che il Gruppo svolge tramite società controllate costituite *ad hoc*, di investimenti immobiliari per conto degli imprenditori aderenti al ***Club Quantico***. Riteniamo che tali iniziative, per quanto ampiamente remunerative siano funzionali a consolidare i legami con la propria clientela, piuttosto che ad una diversificazione del *core* business, testimonianza ne è il contenuto apporto di capitale destinato dalla Società a tali iniziative e la parallela focalizzazione sullo sviluppo del *core business*. Ad ulteriore presidio di questa area di *business*, Allcore ha recentemente comunicato la sottoscrizione di un accordo di investimento avente ad oggetto l'acquisizione della maggioranza del capitale sociale di RE Business s.r.l., società attiva nel c.d. *Instant Buying*, di cui diremo oltre in questo *report*.

Per quanto le singole aree di *business* siano presidiate da entità giuridiche appositamente costituite e dotate di autonomia gestionale, **la Società mantiene un presidio diretto, a livello centrale, di alcune specifiche funzioni e attività**. Tra queste, le aree funzionali del/della:

- ***Marketing* e investimenti in comunicazione:** la comunicazione istituzionale votata al rafforzamento della *brand awareness* nonché le spese di *marketing* impegnate per la generazione di *lead* sono definite e coordinate a livello centrale, per ciascuna singola *Business Unit*. **Il presidio centralizzato di tali attività è chiave, nell'ambito della strategia "*cliente-centrica*" di Allcore**: una ampia maggioranza dei 6,000 clienti serviti nel 2022 è stata infatti ingaggiata e poi acquisita tramite conversione dei *lead* generati grazie a campagne *marketing* e attività di comunicazione[5]. I c.d. clienti *onboarding*, ossia i clienti acquisiti in quanto facenti parte del portafoglio clienti dei Professionisti del *network*, rappresentano infatti una quota ampiamente minoritaria degli attuali clienti attivi della Società (≈ 300 al 30.09.2023). Le risorse dedicate dalla Società ad attività di marketing, pari a oltre €130,000/mese, sono mediamente in grado di generare 2,000 *lead* che vengono direzionati, in base alla profilazione del potenziale cliente, verso la rete vendita ovvero verso la rete di *teleselling,* entrambi responsabili della conversione dei potenziali clienti in clienti attivi. La centralità del ruolo di Business Unit ST (i.e. ST Consulting s.a.s.) ha suggerito al *management* di riconsiderare l'allocazione intra-gruppo delle risorse di *marketing*: ciò porterà, da un lato, ad una maggiore concentrazione degli sforzi di *marketing* in ST Consulting e, dall'altro, l'implementazione di nuove procedure interne per la generazione di opportunità di *cross-selling*, a beneficio delle altre Business Units, di Finera e di Amyralia in particolare. I dati relativi alla generazione dei *lead* e alla relativa catena del valore sono "lavorati" centralmente in ambiente *Salesforce* e analizzati su base periodica. A tale ultimo riguardo, il responsabile *marketing*, a capo di un *team* composto da 8 risorse, verifica settimanalmente i dati, riporta mensilmente al CEO e ha delega per intervenire, introducendo azioni di miglioramento e/o di mitigazione.
- **Organizzazione: il rafforzamento della struttura organizzativa, necessario a supportare la crescita attesa del gruppo è anch'essa attività governata centralmente,** con particolare attenzione alle aree del *marketing*, forza vendita, *customer care*, amministrazione e HR. Nondimeno, saranno cooptate nuove risorse per lo sviluppo dei nuovi "*verticali*". Gli aspetti organizzativi, a partire dal *set-up* di un'organizzazione funzionale al raggiungimento degli obiettivi aziendali sono punti focali del "*metodo Allcore*"[6] che correla intimamente la capacità di un'impresa di fare *scale-up* con la presenza di *C-level manager* all'interno dell'organizzazione;
- **Selezione dei *tax advisors***: alla chiusura del terzo trimestre 2023, i Commercialisti che si occupano di pianificazione fiscale facenti parte del *newtork* Allcore erano 21. Agli stessi fanno riferimento un numero pressoché analogo di *Accounting Manager* e oltre 30 *Cont-Controller*[7], questi ultimi dediti all'attività di elaborazione contabile e controllo. L'organizzazione è dotata di decine di specialisti contabili dedicati all'attività di elaborazione dati, che sfruttano i vantaggi dell'intelligenza artificiale sviluppata dalla Società per gestire in maniera quanto più semplificata ed automatizzata l'aggiornamento contabile.

[4] L'immobile oggetto di riqualificazione è ubicato in Roma, Via Siracusa 4/6, visibile via Google Map al seguente URL: https://www.google.com/maps/@41.9116802,12.5129608,3a,75y,190.98h,99.66t/data=!3m6!1e1!3m4!1sy1ysOcn-eYahx6yxF0zrcg!2e0!7i16384!8i8192?authuser=0&entry=ttu

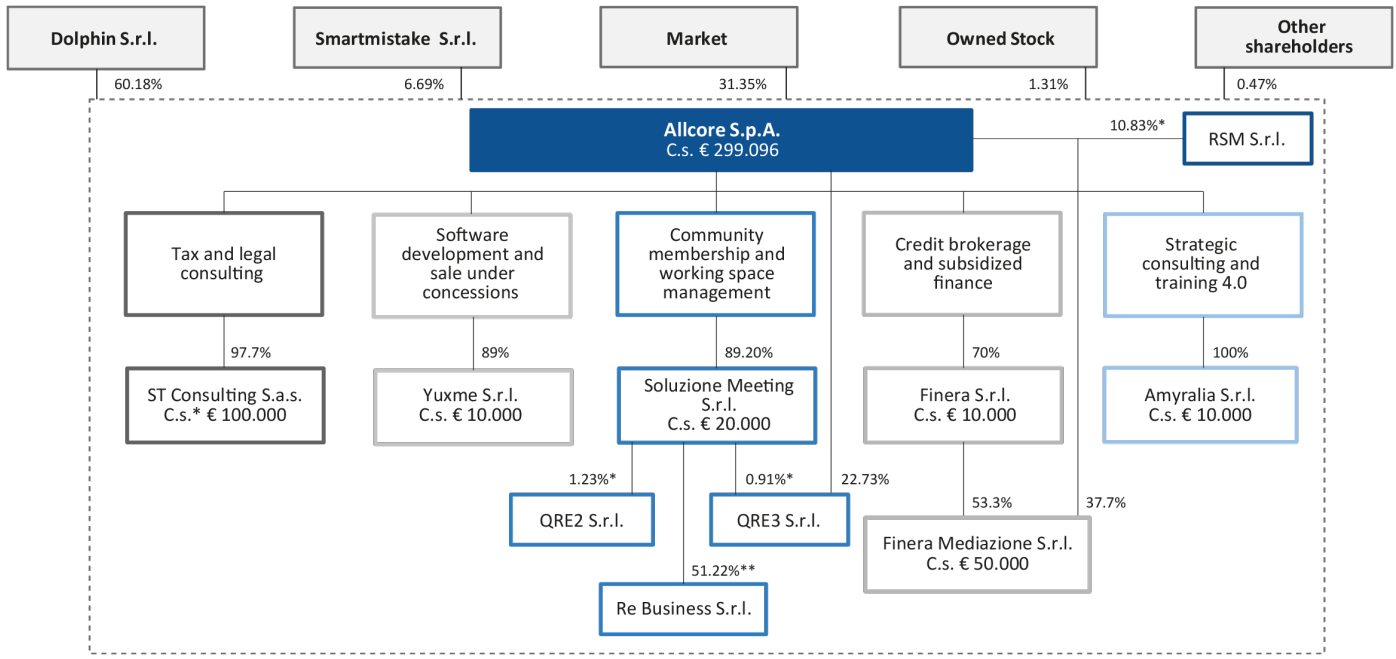
[5] Canali *social*, attività divulgative, pubblicazioni, pubblicità su carta stampata sono, in ordine decrescente di importanza, gli strumenti utilizzati per la canalizzazione delle attività di *marketing* della Società

[6] Pubblicazione "*Il Metodo Allcore*", Gianluca Massini Rosati edito da Sperling & Kupfer (2023)

[7] I *Cont-Controller* non rientrano negli organici della Società, sono bensì alle dipendenze di Soluzioni Contabili S.c.a.r.l., parte correlata ma estranea al perimetro di consolidamento

Quotatasi ad Euronext Growth Milan nel **novembre 2021**[8], Allcore è controllata dai fondatori, ossia dal Presidente e Amministratore Delegato, **Gianluca Massini Rosati**, il quale detiene, per il tramite del veicolo societario Dolphin s.r.l., il 60.18% del capitale e da **Lorenzo Ait**, tramite il veicolo societario Smartmistake s.r.l. (6.69% del capitale).

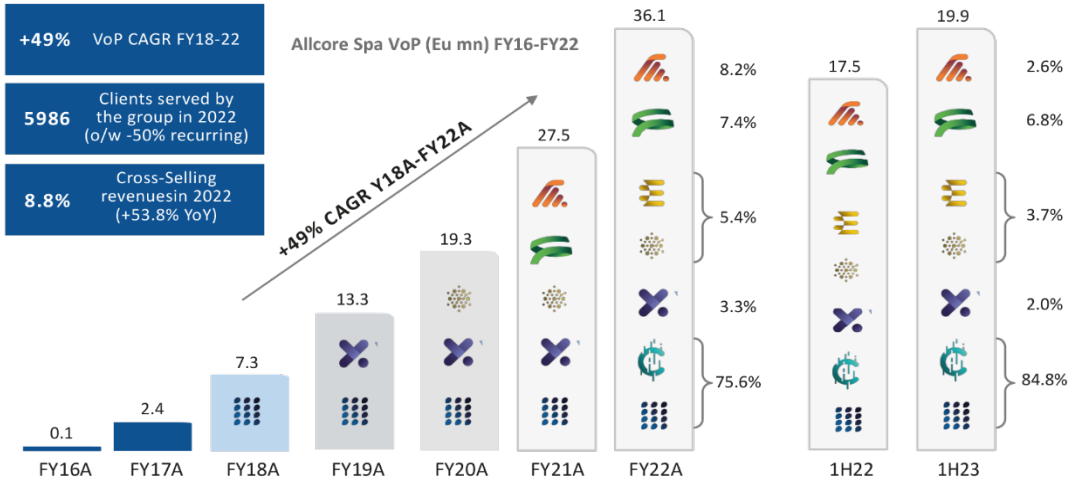
Allcore – Shareholder' Structure & Group Perimeter[9]



**Allcore S.p.A. owns 100% of voting rights ** Investment agreement signed*
Source: Websim elaboration of Allcore Management Presentation

A complemento, il **flottante di mercato** si attesta oggi al **31.35%** del capitale[10], avendo la Società approvato e parzialmente eseguito un **Piano di *Buy-Back***. Alla data di pubblicazione di questo *report*, Allcore ha proceduto all'acquisto di **n. 195.713 azioni**, pari all'1.31% del capitale, per un importo complessivo di poco superiore **a €0.4 milioni**[11].

Allcore – 2016-1H23 Consolidated Turnover Evolution and 2022 Major Achievements



Source: Allcore Management Presentation, October 2023

[8] In IPO sono state collocate n.4.815 milioni di azioni rinvenienti da un aumento di capitale riservato. In virtù di un prezzo di collocamento, pari a €2.70 per azione, la Società ha incassato proventi lordi per €13.0 milioni, ridottisi a €11.6 milioni una volta depurati dalle spese sostenute per il processo di ammissione alle negoziazioni

[9] Unica società appartenente al gruppo non ricompresa nell'area di consolidamento è Confintech Scarl (consorzio di garanzia fidi costituito nel 2020, senza scopo di lucro), la quale redige in conformità al Provvedimento di Banca d'Italia del 2 agosto 2016 denominato "*il bilancio degli intermediari non IFRS*", la cui inclusione nel perimetro di consolidamento sarebbe risultata irrilevante ai fini di una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico del Gruppo. La società è peraltro in fase di liquidazione

[10] Alla data di *IPO*, il flottante di mercato era pari al 32.50% del capitale sociale

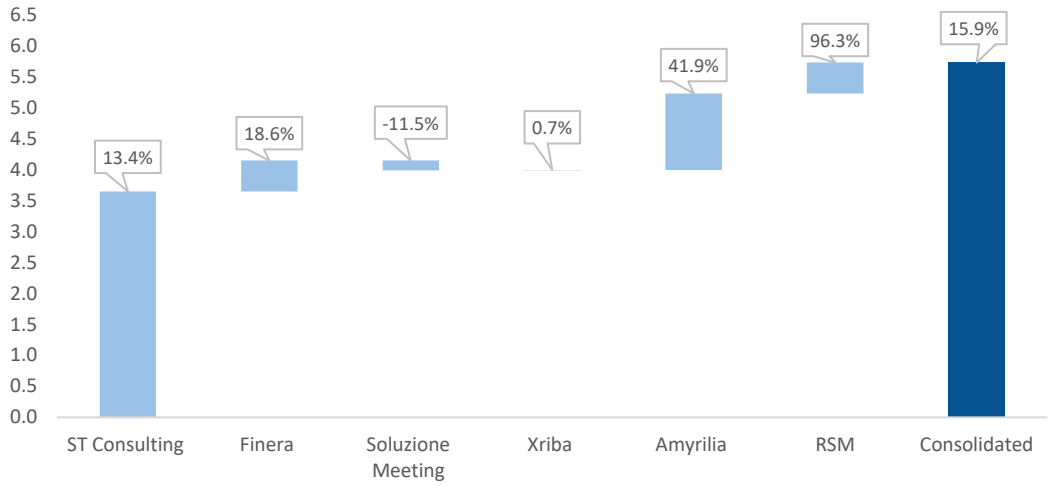
[11] L'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie, valida per 18 mesi salvo rinnovo, è stata deliberata dall'Assemblea Ordinaria che si è tenuta in data 2 maggio 2022

Il **Consiglio di amministrazione** della Società è composto da 3 membri: il fondatore, Presidente e Amministratore Delegato, Gianluca Massini Rosati, Antonio Piovesana e l'amministratore Avv. Felice Massa[12], in qualità di consigliere indipendente[13]. Il Consiglio di amministrazione, così composto, rimarrà **in carica sino all'approvazione del bilancio al 31.12.2025**.

Dalla sua costituzione, Allcore è stata in grado di registrare *performance* molto significative: oltre 15,000 clienti serviti dalla sua fondazione, ≈ 20% dei ricavi 2022 generati da clienti "*recurring*"[14] e ≈ il 10% da servizi "complementari" offerti in *cross-selling* alla propria clientela[15], un valore della produzione superiore a €36 milioni, in crescita di quasi il 50% medio annuo[16] negli anni 2018-2022.

A fine 2022, **il *business* focalizzato sulla pianificazione fiscale e gestione contabile[17] risulta ancora ampiamente prevalente**, sia quanto a generazione di ricavi che per redditività sviluppata: nel 2022, l'area di business presidiata dalla controllata ST Consulting ha infatti generato i 3/4 del valore della produzione e oltre il 60% dell'*adjusted* EBITDA. **Le nuove aree di *business* più recentemente lanciate, i c.d. "*nuovi verticali*", sono stati, per converso, in grado di crescere più rapidamente e generare un valore della produzione pari a ≈ €9 milioni** (in soli 3 anni dal loro lancio[18]), con associata una redditività addirittura superiore (>20% *adjusted* EBITDA *margin*) a quella generata a livello consolidato (15.9%), grazie alla redditività sviluppata dalle controllate Amyralia e RSM.

Allcore –2022 EBITDA Breakdown by Business Unit (€ mn) and EBITDA margin by BU (%)



Source: Company data, Allcore 2022 Consolidated Annual Report

[12] Nominato dall'Assemblea tenutasi in data 28 Aprile 2023 a fronte delle dimissioni rassegnate dal consigliere indipendente, Edoardo Narduzzi, e dalla previsione statutaria *"simul stabunt, simul cadent"* che ha, di fatto, obbligato la Società a nominare un nuovo Consiglio di amministrazione e Collegio Sindacale
[13] Tratto dall'unica lista presentata dall'azionista di maggioranza assoluta Dolphin s.r.l.
[14] Ossia clienti con contratti vigenti, sia che essi abbiano ad oggetto servizi continuativi di pianificazione fiscale che ad essere stato contrattualizzato sia un servizio di consulenza continuativa, nell'esercizio fiscale 2022
[15] Il dato si riferisce all'esercizio fiscale 2022
[16] CAGR: *Compounded Annual Growth Rate*
[17] Rinconducibile alla società controllata ST Consulting s.a.s.
[18] Il Valore della Produzione (VoP) riconducibile ai "verticali" era infatti pari a zero nell'esercizio fiscale 2019

Mercato di Riferimento

Se da un lato la **clientela attuale e potenziale** è facilmente riconducibile all'universo delle **PMI italiane**, dall'altro, **l'eterogeneità dei servizi offerti** consente alla Società di avere un presidio diretto in mercati distinti.

In particolare, le aree di *business* nelle quali Allcore è attiva possono essere suddivise in: i) consulenza fiscale e contabile, ii) mediazione creditizia, finanza agevolata e straordinaria, iii) sviluppo e commercializzazione di *software* gestionali e iv) formazione manageriale e consulenza strategica.

A queste, si aggiungono le attività di sviluppo di **aree di *coworking*** e l'attività, di recente lancio, di promozione e intermediazione immobiliare, favorita, non da ultimo, dall'accordo di investimento siglato con la società RE Business s.r.l., che consentirà alla Società l'ingresso nel c.d. *Instant Buying*.

Stante l'eterogeneità dei segmenti di mercato nei quali Allcore è attiva, riteniamo sia utile delinearne i contorni prima di addentrarci nell'analisi delle singole *Business Units*.

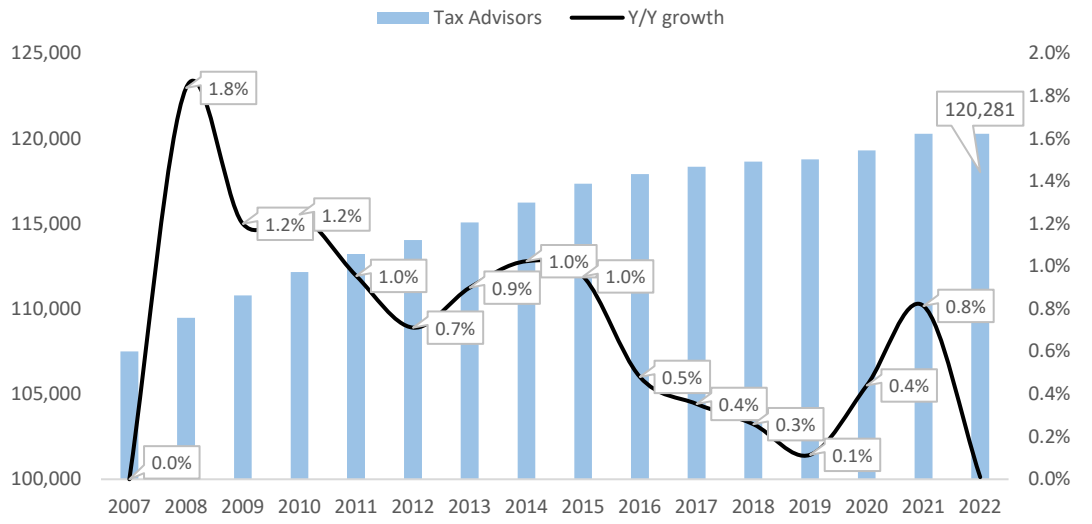
La consulenza fiscale e contabile

In Italia, la prestazione di servizi di consulenza fiscale e contabile è riservata alla figura del Dottore Commercialista. L'esercizio della professione è subordinato al conseguimento di una laurea magistrale in economia e allo svolgimento di un periodo di praticantato presso un professionista abilitato, entrambe *conditio sine qua non* per il conseguimento dell'abilitazione alla professione, sancito dal superamento di un esame di Stato e dalla successiva iscrizione all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili.

Al 31.12.2022[19], gli iscritti ai 131 Ordini territoriali erano pari a n. 120.281[20], pressoché invariati rispetto all'anno precedente. La tendenza registrata a livello nazionale sottende, peraltro, dinamiche geografiche eterogenee: il numero di iscritti è cresciuto dello 0.5-0.7% nelle regioni situate nel Nord Italia, è rimasto sostanzialmente stabile nelle regioni centrali (-0.1%) mentre è decresciuto dello 0.5%-0.6% nelle regioni meridionali e nelle isole. Giovani (17.1%) e donne (28%) rappresentano una quota ampiamente minoritaria degli iscritti all'Albo. Il numero di praticanti, ossia i futuri iscritti all'Albo, risulta anch'esso in decrescita[21].

Ampliando l'orizzonte temporale di analisi, emerge come il numero di iscritti all'Albo abbia registrato una crescita molto moderata: dal 2007, il numero di iscritti all'Albo è mediamente cresciuto dello 0.8%.

2007-2022 Italian Tax Advisor Evolution



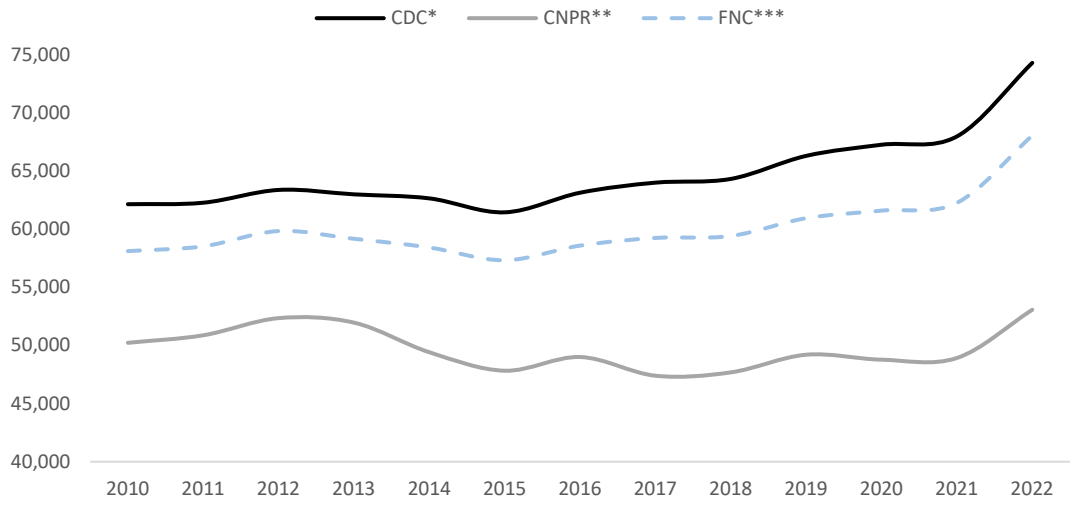
Source: Rapporto 2022 sull'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

L'andamento del reddito medio professionale del 2022 (anno d'imposta 2021)[22] ha evidenziato un incremento del 9.3% rispetto al 2021, risultando pari a €68,073 (reddito mediano: €39,249). Nel 2022, il reddito medio reale, calcolato pari a €60,000[23], è aumentato dell'1.2% rispetto al 2021[24].

[19] Source: Rapporto 2023 sull'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili
[20] Pari a 1 commercialista ogni 489 abitanti, rispetto al rapporto di 1:555 calcolato al 31.12.2007, ossia 15 anni or sono
[21] Al 31.12.2022 i praticanti sono pari a 12,781, in calo di 1,173 unità rispetto al 31.12.2021.
[22] Source: Rapporto 2023 sull'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili: *"ultimo anno osservato tramite i dati delle casse di previdenza"*
[23] Valore deflazionato sulla base dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato per i Paesi Ue Ipca con anno base 2015=100
[24] Tra il 2008 e il 2022, il reddito medio nominale dei commercialisti è aumentato del 13.7% mentre quello reale ha subito una contrazione pari al 9.4%

Anche su questo versante si evidenzia una forte eterogeneità geografica: se mediamente un professionista trentino (€126,004) o lombardo (€104,704) sono in grado di generare redditi superiori a €100,000, i colleghi siciliani (€38,202) e campani (€37,346) non riescono a raggiungere €40,000.

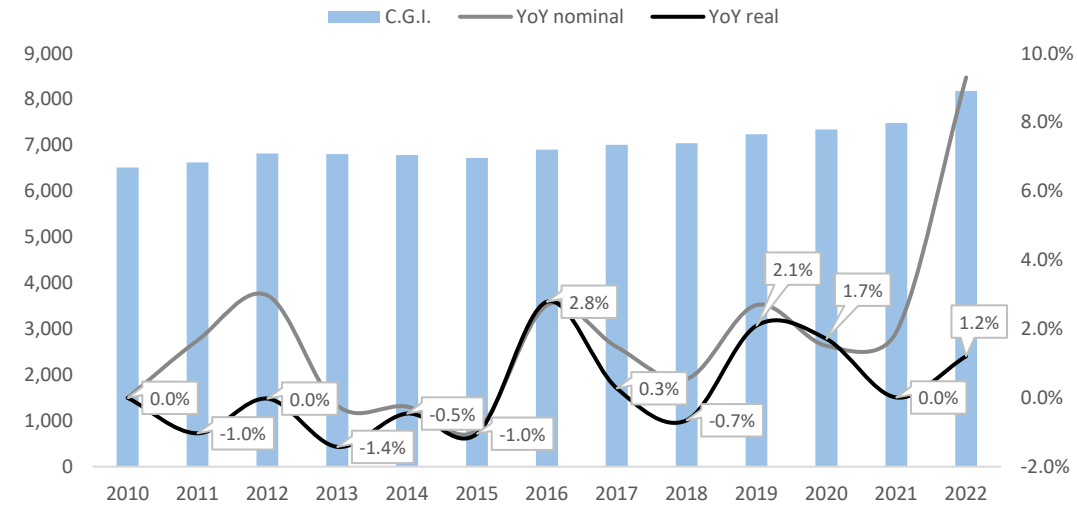
2010-2022 Italian Tax Advisor Gross Income Evolution[25]



Source: Rapporto 2022 sull'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, Bilanci Cnpadc e Cnpr 2010-2022 ed elaborazioni FNC su dati Cnpadc e Cnpr

Il reddito complessivamente prodotto dagli oltre 120,000 professionisti **può quindi essere approssimato in >€8 miliardi annui [26],** in crescita dell'1.9% medio annuo dal 2010 ad oggi (o dello 0.9% su base reale).

2010-2022 Italian Tax Advisor Aggregated Gross Income Evolution (€ mn)[27]

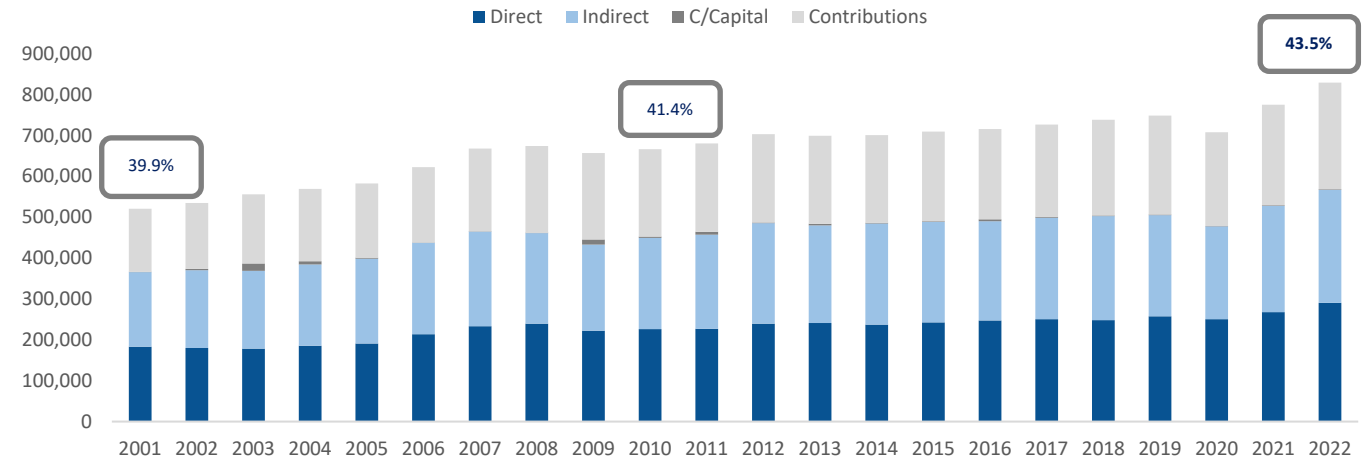


Source: Websim elaborations, Rapporto 2022 sull'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, Bilanci Cnpadc e Cnpr 2010-2022 ed elaborazioni FNC su dati Cnpadc e Cnpr

Oltre 120,000 professionisti che supportano cittadini e imprese nell'evadere adempimenti contabili e fiscali, con l'obiettivo di massimizzare, nel rispetto delle normative vigenti, la riduzione del carico fiscale cui i contribuenti sono sottoposti. Carico fiscale significativo che pone **l'Italia tra i Paesi maggiormente oppressivi, fiscalmente parlando**, **nei confronti di cittadini ed imprese**.

[25] Dati elaborati dalla Cassa dei Dottori Commercialisti (CDC), dalla Cassa di Previdenza ed Assistenza a favore dei Ragionieri e Periti Commerciali (CNPR) e dalla Fondazione Nazionale di ricerca dei Commercialisti (FNC)
[26] Dati relativi all'anno di imposta 2021
[27] C.G.I.: Cumulated Gross Income

2001-2022 Italian Tax Burden Evolution by Type of Taxation (€ mn) and total tax burden (%)



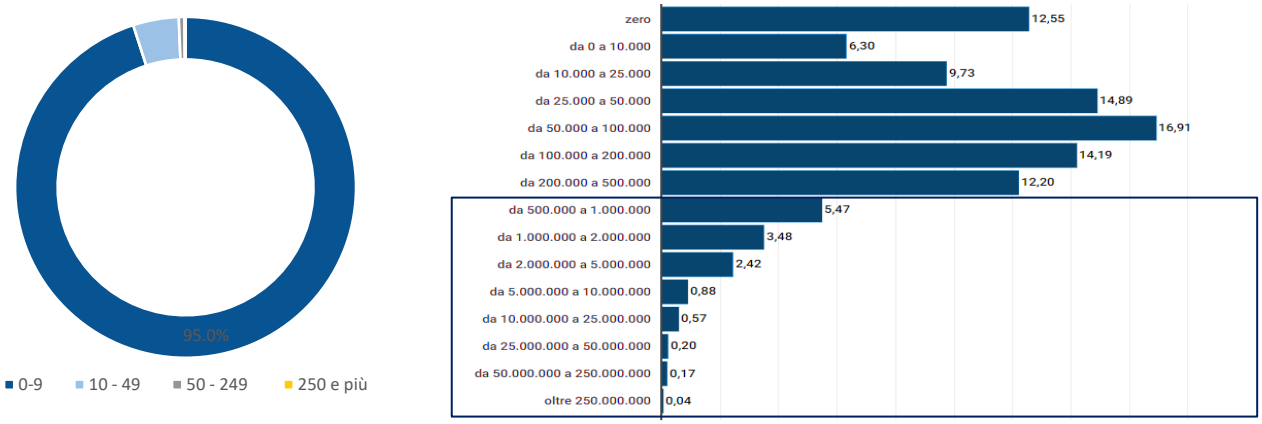
Source: Websim elaborations, ISTAT

Secondo i dati ISTAT, la pressione fiscale italiana ha raggiunto il livello ***record* del 43.5%,** superando di un decimo di punto il precedente *record* fatto registrare nel 2014.

Un livello *record* raggiunto dalla pressione fiscale in Italia cui si associa un tessuto imprenditoriale italiano mediamente poco "strutturato" ed un contesto normativo fiscale e contabile particolarmente complesso ed articolato.

Al 31.12.2022, le imprese registrate[28] ammontano a oltre 6 milioni, di cui 5.1 milioni attive (-0.7% rispetto al 31.12.2021). Di queste, solo il 5% ha un organico superiore a 10 FTE[29]. Ne consegue che il 95% delle imprese italiane, che complessivamente occupano ≈ 8 milioni di lavoratori, hanno un organico medio inferiore a 2 FTE mentre solo il 40% delle imprese italiane ha registrato un volume d'affari superiore a €100,000.

Italian Enterprises by FTE and Revenue Range



Source: ISTAT & Ministero dell'Economia e delle Finanze

Parallelamente, il quadro normativo fiscale e contabile italiano spicca per complessità e articolazione. Secondo uno studio redatto da TFM Group[30], **l'Italia si è classificata 4° su scala globale e 2° in Europa per complessità del proprio sistema contabile e fiscale**.

Ad essere investigate, attraverso un questionario composta da oltre 70 quesiti, sono state aree quali la frequenza di cambiamenti normativi, la "corposità" delle normative vigenti, l'onerosità degli obblighi burocratici incombenti sui contribuenti e le diversità nelle prescrizioni formulate da differenti autorità locali.

[28] Source: Movimprese, Registro delle Imprese Italiane
[29] FTE: Full Time Equivalent
[30] TMF Group: società di consulenza specializzata nel supportare imprese di tutte le taglie e operanti in molteplici settori su scala globale nell'adempimento della *compliance* locale

Oggetto di analisi, 94 Paesi su scala globale: dalle Isole Cayman alla Cina, dal Brasile a Singapore; inesorabile il responso dell'indagine per l'Italia.

Financial Complexity Index

JURISDICTION	REGION	GLOBAL RANKING
CHINA	APAC	1
BRAZIL	AMERICAS	2
TURKEY	EMEA	3
ITALY	EMEA	4
ARGENTINA	AMERICAS	5
FRANCE	EMEA	6
BOLIVIA	AMERICAS	7
COLOMBIA	AMERICAS	8
MEXICO	AMERICAS	9
RUSSIA	EMEA	10
VIETNAM	APAC	11
CROATIA	EMEA	12
INDIA	APAC	13
ALBANIA	EMEA	14
BELARUS	EMEA	15
PHILIPPINES	APAC	16
ROMANIA	EMEA	17
VENEZUELA	AMERICAS	18
UKRAINE	EMEA	19
BELGIUM	EMEA	20
GERMANY	EMEA	21
GREECE	EMEA	22
SLOVAKIA	EMEA	23
ISRAEL	EMEA	24
GUATEMALA	AMERICAS	25
KAZAKHSTAN	EMEA	26
LUXEMBOURG	EMEA	27
ECUADOR	AMERICAS	28
URUGUAY	AMERICAS	29
PORTUGAL	EMEA	30

JURISDICTION	REGION	GLOBAL RANKING
THAILAND	APAC	31
EL SALVADOR	AMERICAS	32
PARAGUAY	AMERICAS	33
SPAIN	EMEA	34
CHILE	AMERICAS	35
SOUTH AFRICA	EMEA	36
PANAMA	AMERICAS	37
PERU	AMERICAS	38
SLOVENIA	EMEA	39
BOSNIA	EMEA	40
DOMINICAN REPUBLIC	AMERICAS	41
EGYPT	EMEA	42
HONDURAS	AMERICAS	43
LITHUANIA	EMEA	44
MOLDOVA	EMEA	45
INDONESIA	APAC	46
SERBIA	EMEA	47
HUNGARY	EMEA	48
LATVIA	EMEA	49
NICARAGUA	AMERICAS	50
POLAND	EMEA	51
CYPRUS	EMEA	52
JAMAICA	AMERICAS	53
ALGERIA	EMEA	54
AUSTRALIA	APAC	55
CAMBODIA	APAC	56
LEBANON	APAC	57
ESTONIA	EMEA	58
AUSTRIA	EMEA	59
SWEDEN	EMEA	60

Source: TMG Group, The Financial Complexity Index 2018

Stante il contesto di riferimento, risulta chiara la necessità delle PMI italiane di dover essere affiancate da professionisti che possano offrir loro supporto nella gestione della propria contabilità e, ancora più importante, un aiuto teso alla riduzione della pressione fiscale gravante su operatività e casse aziendali.

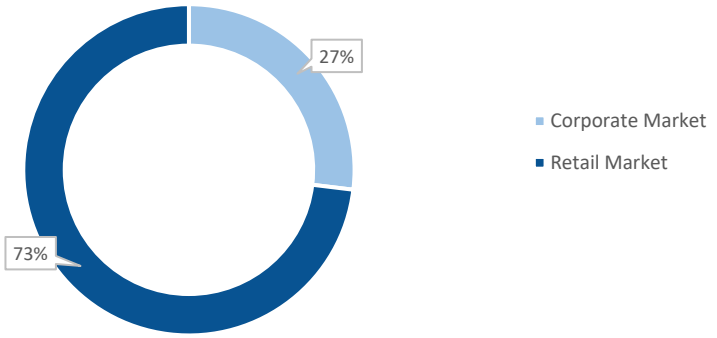
Mediazione Creditizia e Finanza Agevolata

L'art.128-*sexies*, comma 1, del Testo Unico Bancario (TUB) sancisce che: "*E' 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*". Il comma 2 del medesimo articolo precisa che "*l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dell'attività di mediatore creditizio è riservato ai soggetti iscritti in un apposito elenco tenuto dall'Organismo previsto dall'articolo 128-undecies*", ossia dall'OAM[31], previo il possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità previsti dalla legge.

Secondo un sondaggio eseguito dall'OAM[32], **il mercato dell'intermediazione creditizia vale un "*mediato*" pari a ≈ €7 miliardi**[33]. **Il mercato si caratterizza per essere a prevalente destinazione *retail***: oltre il 70% del mercato è alimentato da prodotti *retail*, con larghissima prevalenza della componente mutui (94%) seguiti a larghissima distanza dalla cessione del V (5%).

[31] OAM, Organismo degli Agenti e Mediatori creditizi istituito con Decreto Legislativo n.141 del 13 agosto 2010
[32] OAM: "*Mediatori creditizi in Italia: Operatività e Aspettative*", *Luglio 2020*
[33] OAM: *"Il tasso di risposta al survey è stato del 36%, ossia 102 società su 285 hanno fornito i dati richiesti tramite il questionario. Questo 36% ricopre però l'87% del totale importo mediato, motivo per cui le analisi fatte sono in grado di fornire un quadro generale del mercato dei Mediatori creditizi"*

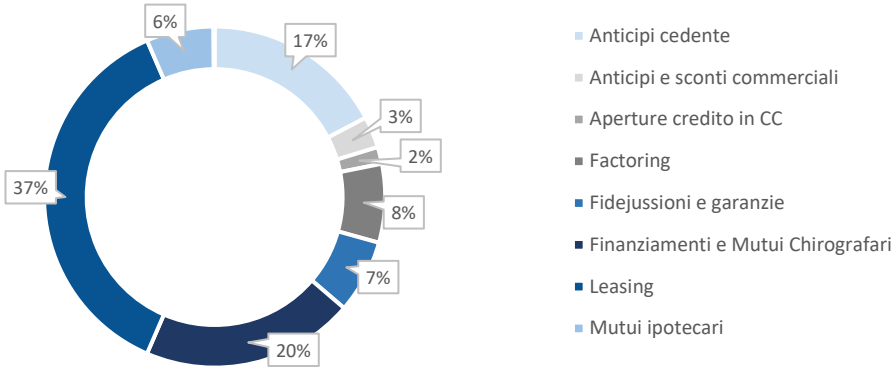
Credit Brokerage Market Breakdown by Final User



Source: OAM: "Mediatori creditizi in Italia: Operatività e Aspettative"

Per converso, i prodotti destinati alla clientela *corporate* rappresentano il 27% del mercato, pari ad un "*mediato*" di poco inferiore a €2 miliardi. I prodotti destinati alla clientela *corporate*, ambito nel quale la Società è attiva, conferiscono al segmento un maggior grado di diversificazione rispetto a quanto precedentemente osservato sul versante *retail*.

Corporate Credit Brokerage Breakdown by Product

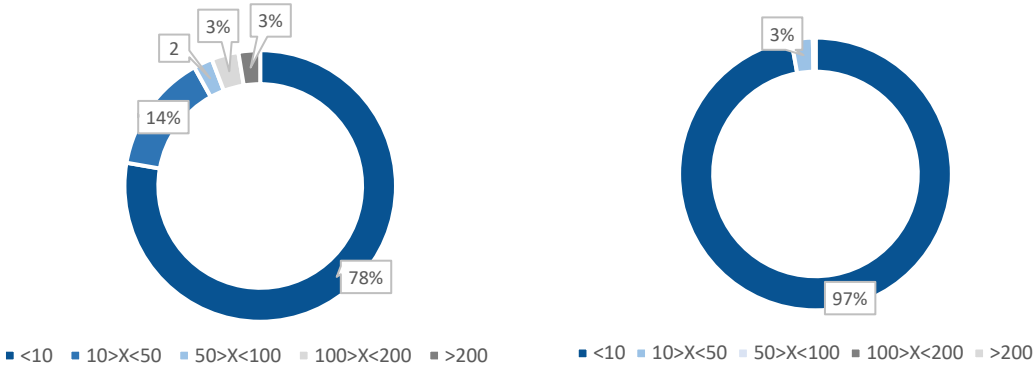


Source: OAM: "Mediatori creditizi in Italia: Operatività e Aspettative"

In ambito *corporate*, a prevalere sono i prodotti legati al mondo dei *leasing* (37%), seguiti da finanziamenti e mutui chirografari (20%) e acquisto crediti (17%) che, complessivamente rappresentano i ¾ del mercato. Il restante 25% del mercato è diviso equamente tra *factoring* (8%), *fidejussioni* e garanzie (7%) e mutui ipotecari (6%). I restanti prodotti *corporate*[34] hanno infine un rilievo marginale nell'ambito della mediazione creditizia.

Secondo i dati riportati nel Rapporto Annuale redatto dall'OAM, sono circa 7,000 gli operatori attivi nel mercato della mediazione creditizia: ai 310 mediatori iscritti all'Albo si sommano oltre 6,600 agenti creditizi. Mediatori e agenti, a loro volta, si avvalgono, nello svolgimento delle proprie mansioni, di oltre 16,000 collaboratori: un ecosistema, pertanto, di oltre 23,000 professionisti attivi nell'intermediazione creditizia.

2022 Credit Brokers and Credit Agents by # of Collaborators



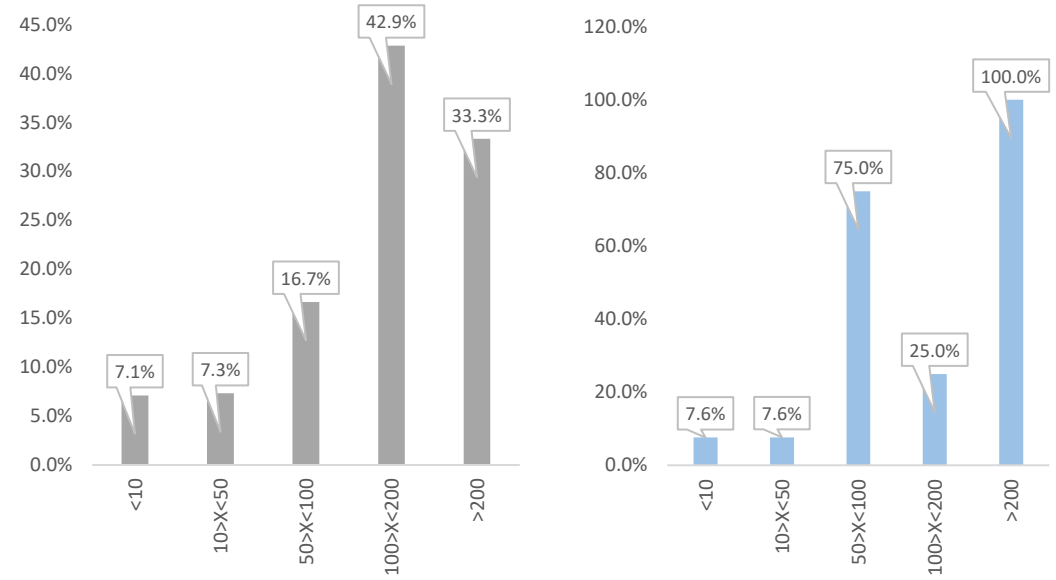
Source: Rapporto Annuale OAM 2023

[34] i.e. anticipi e sconti commerciali, aperture credito in c/c e prestiti finalizzati

Le attività di ricerca svolte dall'OAM nel 2022 hanno permesso di analizzare la struttura del mercato degli iscritti all'Albo che, ricordiamo essere prerequisiti necessario per l'esercizio della professione. L'esito di tali analisi ha evidenziato come la crisi pandemica non ha influito sul numero di Agenti e Mediatori iscritti che, al contrario, risulta in aumento rispetto ai valori registrati nel 2019.

Il mercato analizzato risulta molto frammentato sia per gli Agenti in attività finanziaria che per i Mediatori creditizi, essendo dotati gli stessi, in larghissima maggioranza, di reti distributive composte da un limitato numero di collaboratori (<10).

2019-2022 Credit Brokers and Credit Agents Business Evolution by # of Collaborators



Source: Rapporto Annuale OAM 2023

In linea generale, le evidenze numeriche portano a delineare una correlazione diretta e positiva tra il numero di collaboratori di cui mediatori e agenti si sono dotati e i tassi di crescita registrati nel periodo analizzato (i.e. 2019-22). Parimenti, mediatori ed agenti di dimensioni superiori si sono dimostrati più attrattivi nell'assunzione di nuovi collaboratori: ≈ 85% dei collaboratori "*onboarded* "da mediatori e agenti nel periodo 2019-22 ha infatti optato per fare il proprio ingresso in organizzazioni maggiormente "strutturate", con all'attivo oltre 100 collaboratori.

Il mercato della mediazione creditizia si configura, pertanto, per un'estrema frammentazione degli operatori in esso attivi, per una correlazione diretta tra tassi di crescita degli operatori e numero di collaboratori nonché per la concentrazione del mercato, in particolare di quello *retail*, su pochi prodotti.

Per chiudere, segnaliamo che le competenze dell'OAM sono state ampliate dal legislatore mediante l'affidamento di nuovi Registri: tra questi, a febbraio 2022 è stato istituito presso l'OAM un Elenco dedicato agli intermediari europei operanti nel credito immobiliare mentre a maggio l'OAM ha istituito il Registro per gli Operatori in valuta virtuale.

Nel mercato della mediazione creditizia, la Società è attiva in specifici segmenti di mercato: cessione dei crediti fiscali, mutui chirografari ed il factoring *pro-soluto*[35].

La finanza agevolata rappresenta l'insieme degli strumenti finanziari utilizzati dal legislatore a livello comunitario, nazionale, regionale o locale, per incentivare la competitività e lo sviluppo delle imprese. La finanza agevolata funge pertanto da volano per aziende già esistenti nonché a sostenete la creazione di nuove forme di impresa, fornendo alle imprese medesime risorse finanziarie a condizioni, appunto, agevolate rispetto ai tassi di mercato vigenti.

Diverse possono essere le forme attraverso le quali le agevolazioni vengono erogate: 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 gli impianti, l'ampliamento, l'ammodernamento e la riconversione industriale.

[35] Attraverso la piattaforma di *Invoice Trading* proprietaria Jacash

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 importante 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, e rientrante in *Next Generation EU*, il progetto di rilancio economico della UE dedicato agli Stati membri a seguito della pandemia da Covid-19.

Software gestionali

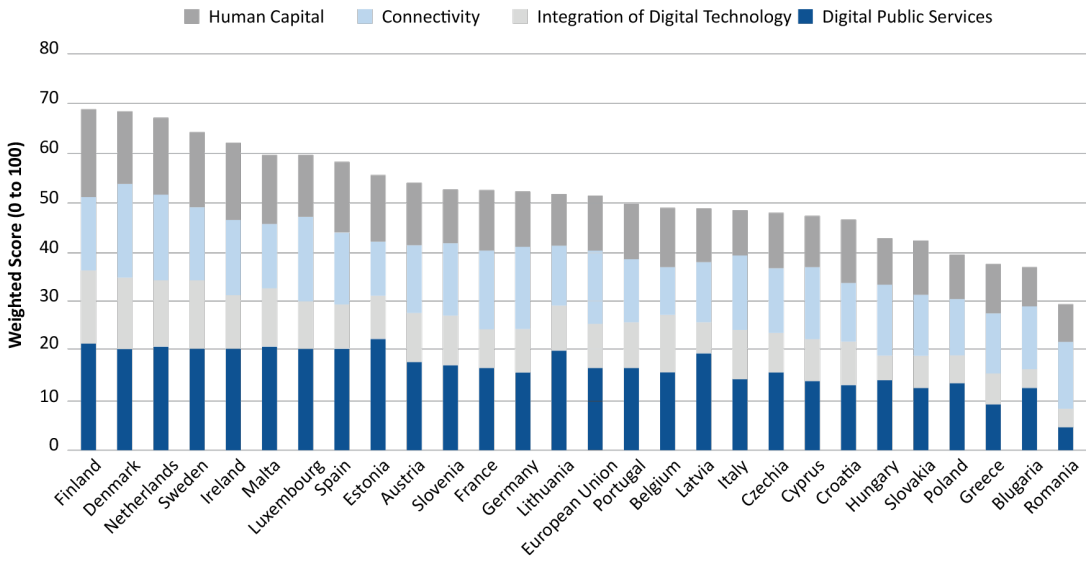
Secondo l'indagine condotta da Assosoftware[36], il volume d'affari sviluppato dalle *software house* produttrici di *software* gestionali ha raggiunto quota €19.9 miliardi nel 2021, evidenziando una crescita del 16% rispetto al 2020, e oltre 133,000 dipendenti.

L'indagine, che ha coinvolto oltre 500 PMI italiane distribuite in oltre 150 Comuni, ha evidenziato come il 93% delle PMI intervistate adottino almeno un *software* gestione, con un'ampia prevalenza dei *software* per la gestione amministrativa e contabile (87% vs 83% nel 2020)[37]. A seguire, distanziati, i *software* per la gestione del personale (61%) e per il controllo di gestione (58%).

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* 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).

A conferma della solidità del *trend* di crescita registrato, il 59% delle PMI ha dichiarato di aver riscontrato un aumento della marginalità a seguito dell'adozione di *software* gestionali. In particolare, è stata osservata una generale crescita dell'impatto sulle *performance* in tutte le aree applicative indipendentemente dalle dinamiche di adozione; l'impatto, perché si dispieghi, richiede tempo e revisione dei processi, a maggior ragione stante la sub-ottimale familiarità digitale riscontrata in Italia, e misurata dall'indice *DESI*[38].

2022 DESI Index: Italy gaining ground, but confirmed among laggards



Source: European Commission

Tra i prodotti innovativi, il *trend* principale è rappresentato dall'utilizzo intelligenza artificiale (65% dei prodotti con *trend* innovativo) ossia sistemi *hardware* e *software* dotati di specifiche capacità proprie dell'essere umano. Decisioni tipicamente affidate alle persone sono così automatizzate e delegate alla macchina.

Nell'ambito dei processi contabili, i *software* basati su tecnologie alimentate da Intelligenza Artificiale sono in grado di estrarre le informazioni rilevanti dalle fatture elettroniche, stessi dati che verranno inseriti automaticamente nei sistemi contabili, riducendo, se non addirittura eliminando in certi casi, la necessità di inserimento manuale con vantaggi indubbi e tangibili: dalla riduzione dei tempi di lavorazione ai costi ad essi

[36] In collaborazione con l'Università Politecnico di Milano
[37] Evidenze analoghe emergono dal *survey* sottoposto alla Pubblica Amministrazione, presso la quale il 99% delle PA ha risposto di aver già adottato un *software* dedicato alla gestione amministrativa e contabile
[38] L'indice *DESI* (*Digital Economy and Society Index*) ha collocato l'Italia al 7° posto per connettività, all'8° posto per l'integrazione di tecnologie digitali ma, ben sotto la media europea, al 20° per i servizi pubblici digitali, al 24° posto per le competenze digitali personali e al 25° posto per le competenze in ambito lavorativo

associati, dalla riduzione del rischio di errori di lettura ed imputazione "umana" alla semplificazione dei processi organizzativo-contabili interni all'impresa. Un *trend* e applicazioni, quelle appena descritte cui la Società ha rivolto importanti investimenti in termini di *R&S* e sviluppo *IT*, di cui diremo oltre, e che connotano il DNA di Allcore, società tecnologicamente e digitalmente avanzata operante in un settore caratterizzato da un consolidato approccio "tradizionale".

Il secondo *trend* innovativo più diffuso è quello dei *Big Data Analytics*, ovvero applicativi che utilizzano volumi massivi di dati eterogenei per supportare attività di *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.

A tale ultimo riguardo, basti il solo accenno alle nuove *features* lanciate di recente da ChatGPT 4.0 e ridenominate *code interpreter.* Queste consentono a ChatGPT non solo di analizzare *input* testuali ma anche dati contenuti in *file*, ad esempio in formato *Excel* e *Powerpoint*, e di elaborare e restituire, a richiesta degli utenti, *trend* futuri, strategie operative e consigli su come presentare i dati in modo efficace, attività oggi tipicamente svolte da *data analysts*[39].

Formazione Manageriale e Consulenza Strategica

La formazione manageriale viene comunemente intesa come l'istruzione rivolta agli appartenenti un'organizzazione 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 fasi di transizione. In questo contesto, la consulenza strategica è una forma di consulenza manageriale che consiste nel guidare le aziende al raggiungimento del proprio successo commerciale, con consulenti strategici che influenzano le aziende nelle decisioni più rilevanti, sfruttando la loro radicata conoscenza del mercato di riferimento.

La declinazione dei principi generali secondo il "*Metodo Allcore*" poggia le proprie radici sull'assunto che "*quello che distingue un business da un'azienda è la capacità di creare un sistema organico di attività funzionali*", superando l'idea che la formazione manageriale si prefigga di creare eccellenti competenze dei singoli ma non una squadra, un'azienda di successo. Questa è la *business proposition* della Società in un settore, quale quello in oggetto, che, come vedremo qui a seguito, è particolarmente affollato e competitivo.

Secondo il 14° Rapporto stilato da Assoconsult, in collaborazione con l'Università di Tor Vergata, il settore del *Management Consulting* è composto da circa 25,600 imprese, quasi 59,000 addetti[40], che, nel 2002, hanno generato un valore della produzione superiore a €5.8 miliardi, in crescita del 13.3% rispetto all'anno precedente e con un'ulteriore prospettiva di crescita a doppia cifra anche nel 2023 (+12.9%).

Il settore è polarizzato tra una moltitudine di microimprese e poche grandissime imprese di consulenza, con un livello di concentrazione in continuo aumento:

- le microimprese, con meno di 3 addetti, sono circa 22,300. Nel complesso queste imprese realizzano poco meno del 16% del valore della produzione complessivo. Il loro peso è in costante contrazione: nel 2010 le stesse rappresentavano infatti quasi il 30% del valore della produzione, valore ad oggi pressoché dimezzato;
- le grandi società, con più di 50 addetti sono solo 36. Esse realizzano circa il 60% del valore della produzione complessiva del settore. Al contrario di quanto osservato sul versante delle microimprese, il loro peso è in forte crescita: nel 2010 rappresentavano infatti il 41% del valore della produzione.

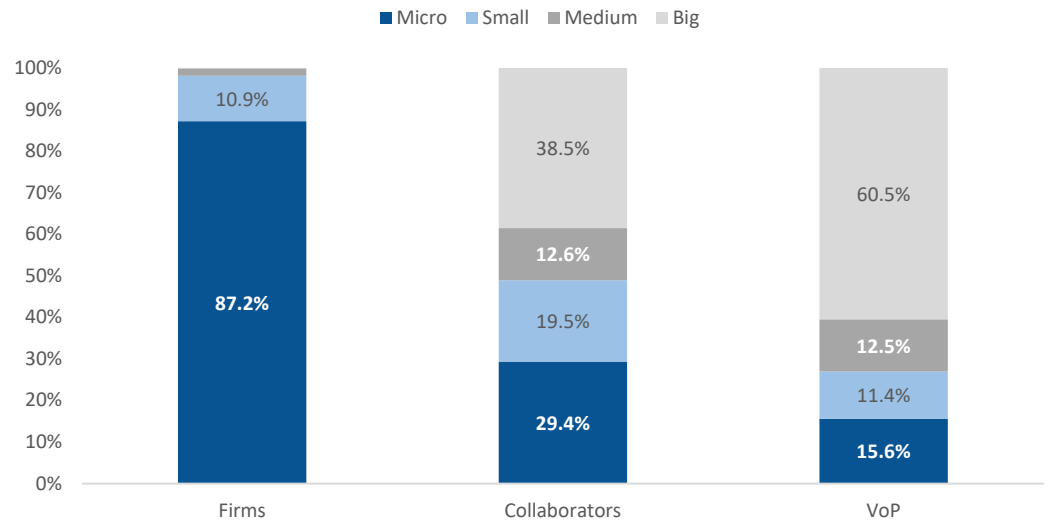
A completamento del quadro, e a conferma di quanto l'effetto scala sia determinante nel settore della consulenza:

- le imprese di medie dimensione (con addetti compresi tra 10 e 49, pari a 460) hanno visto ridurre la propria contribuzione al valore della produzione di settore al 12%, dal 14% registrato nel 2010. Stessa dinamica sperimentata anche dalle piccole società di consulenza (3-9 addetti) la contribuzione delle quali si è ridotta al 12%, rispetto al 16% del 2010.

[39] A titolo di esempio, si allegano alcuni *link* di video che illustrano un possibile utilizzo della nuova funzionalità *code interpreter* di ChatGPT-4
Video 1: https://twitter.com/i/status/1678349742718296065
Video 2: https://twitter.com/i/status/1678349840621752320
Video 3: https://twitter.com/i/status/1678349944594333698
Video 4: https://twitter.com/i/status/1678350102421811200

[40] di cui quasi il 90% rappresentato da *professionals* ed il restante 10% da personale di *staff*, ossia personale segretariale e amministrativo

2022 Management Consulting Firm by Size



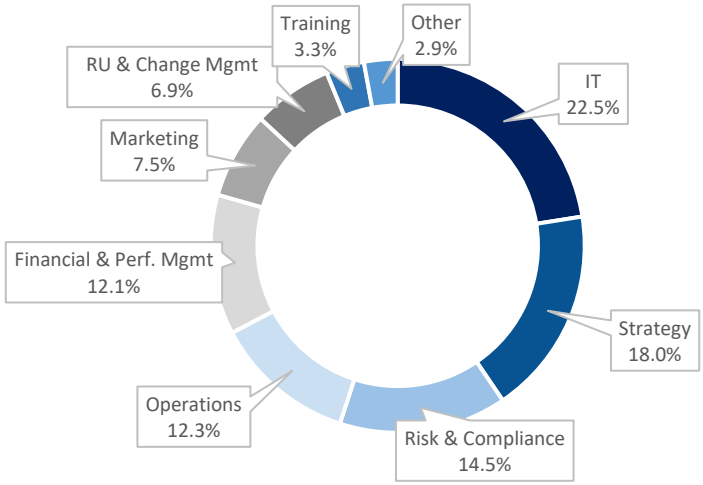
Source: quattordicesimo Rapporto Assoconsult (2022-2023)

Il dinamismo, ma anche la competizione che caratterizza il mercato della consulenza, sono testimoniati dai dati inerenti al *turnover* degli addetti. Basti osservare, che nel corso del 2022 le società di consulenza di grande e media dimensione hanno assunto un numero di *professional* pari a circa 9,300, equivalenti ad oltre il 33% dell'organico di fine anno, a fronte di uscite di quasi 5,600 *professional*, con un saldo positivo superiore a 3,700 unità.

Peraltro, a fronte di un livello di competizione particolarmente elevato, il *pricing* dei servizi offerti si conferma soddisfacente: il prezzo medio della giornata di consulenza nel 2022 è infatti pari a €809, in aumento del 2.2% rispetto all'anno precedente. Rimane elevato il divario nelle tariffe medie delle diverse classi dimensionali: le grandi società di consulenza vendono i propri servizi ad un prezzo medio del 75% superiore a quello applicato dalle società di consulenza di piccole dimensioni: €919 rispetto a €522.

I progetti di consulenza legati all'*Information Technology* e alla Strategia d'Impresa si sono confermati, anche nel 2022, le tipologie più richieste sul mercato italiano e, nel loro complesso, hanno pesato poco più del 40% del valore della produzione. In particolare, la consulenza strategica si è confermata sui valori del 2021, passando dal 17.9% del valore della produzione di settore al 18%, con una crescita in valore assoluto del 14.8% ed una parte crescente delle sue attività legate alla *digital strategy*.

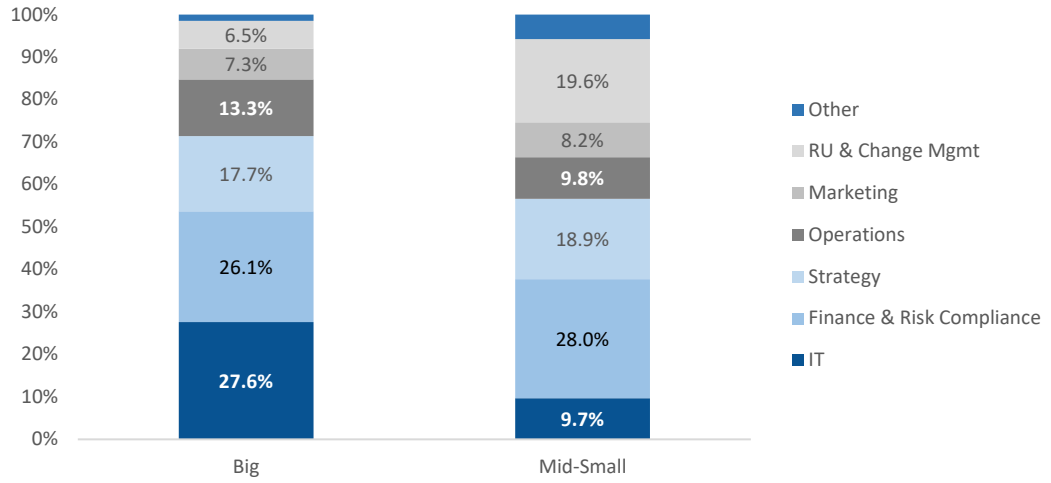
2022 Management Consulting Firm by Focus Area



Source: 14° Rapporto Assoconsult (2022-2023)

È interessante notare come le aree dalle quali derivano circa i due terzi del valore della produzione generato dalle società di consulenza di piccola e media dimensione riguardino, in ordine di rilevanza decrescente, i) Finanza, *Risk Compliance*, ii) *Change Management* e Formazione e iii) Strategia d'Impresa. Al contrario, nelle società di consulenza di grandi dimensioni un contributo decisamente superiore (≈ 28%) proviene dalla consulenza legata al mondo dell'*Information Technology*.

2022 Management Consulting Firm by Focus Area and Firm' Size

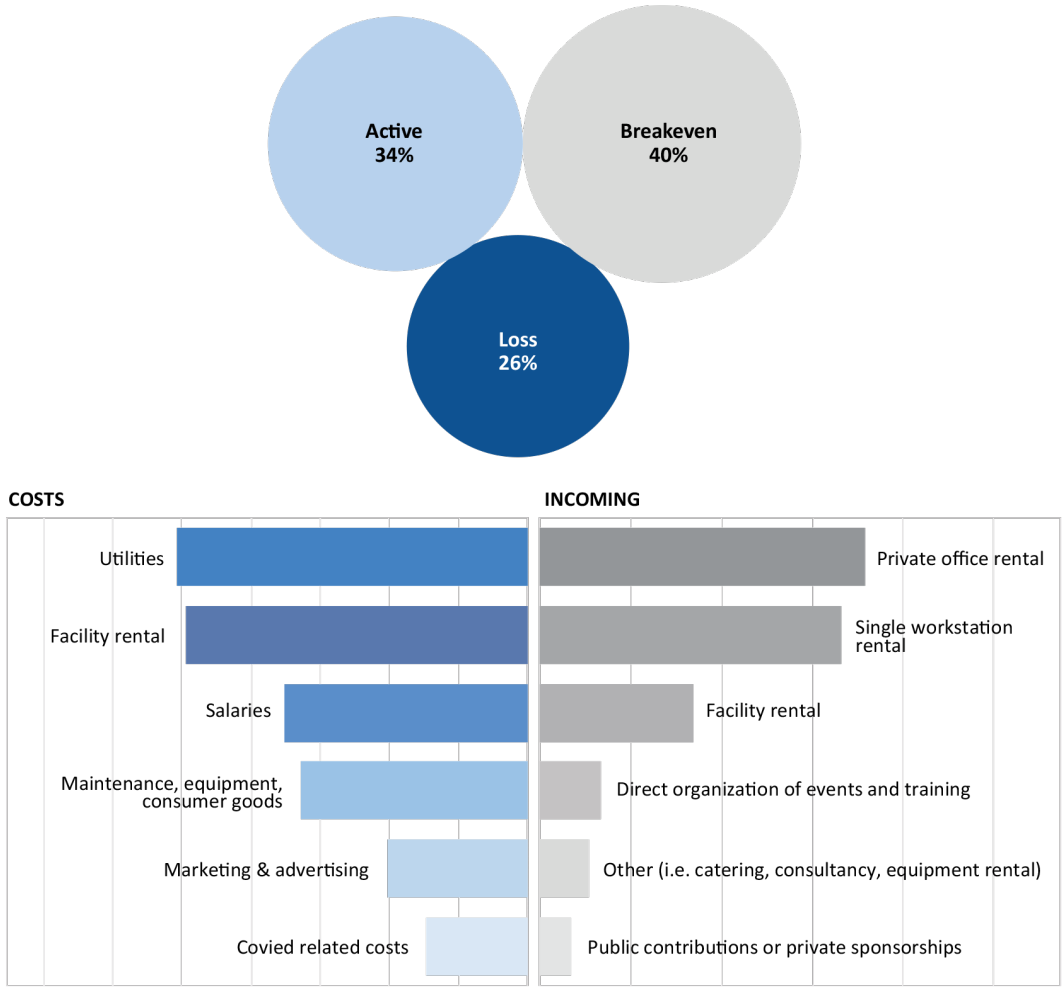


Source: 14o Rapporto Assoconsult (2022-2023)

Parallelamente, Allcore opera attivamente nel comparto del *coworking* e del c.d. *Instant Buying*.

Nella comune accezione del termine, il "***Coworking***" è un modello lavorativo adottato da professionisti ed imprenditori che usufruiscono di spazi condivisi nei quali possono disporre di postazioni autonome e al tempo stesso interagire con altre persone: un lavoro "collaborativo" che si realizza in strutture innovative, come spazi di lavoro condivisi, disegnati appositamente per incentivare la collaborazione tra diverse professionalità e facilitare le sinergie tra esperienze e modalità di lavoro differenti. Rispetto agli uffici tradizionali, gli spazi adibiti al *coworking* offrono la condivisione di attrezzature, risorse, servizi che popolano e "animano" la comunità dei *coworkers*, permettendo loro una gestione del lavoro più sostenibile, stimolante e produttiva.

2021 Italian Coworking Spaces: Economic Key Data



Source: 2021 IC Survey

In pochi anni il *coworking* ha cambiato radicalmente la visione dell'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 lordi ad utente.

Gli utilizzatori di questi spazi sono per oltre il 40% professionisti e *freelancers*, per un terzo aziende o *start-up* e per oltre il 10% singoli lavoratori dipendenti privati, perloppiù per esigenze legate allo *smart working*.

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 comunque 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).

Infine, con la recente sottoscrizione dell'accordo di investimento con la società RE Business s.r.l. Allcore farà il suo esordio nel c.d. ***Instant Buying*** immobiliare.

A tale riguardo, riteniamo abbia poco senso approfondire le dinamiche del mercato immobiliare, e specialmente di quello romano nel quale RE Business concentra la propria attività. Sviluppatosi negli Stati Uniti da anni, il mercato dell'*Instant Buying* immobiliare permette di vendere casa senza transitare dai canali tradizionali ma entrando in contatto diretto con società di grandi dimensioni interessate ad acquisire un consistente portafoglio immobiliare con l'obiettivo di rivendita in tempi ragionevolmente contenuti.

Un aspetto peculiare dell'*Instant Buying* consiste nell'applicazione delle nuove tecnologie (i.e. intelligenza artificiale) al comparto immobiliare. Grazie all'impiego di algoritmi, la valutazione effettuata dall'*Instant Buyer* è pressoché immediata.

In funzione degli obiettivi dell'*Instant Buyer*, i soggetti attivi sul mercato vengono classificati in *iBuyers* e *Home flippers*. I primi tendono a prediligere gli immobili in buone condizioni che non necessitano di grandi interventi di ristrutturazione prima di essere rivenduti sul mercato mentre i secondi partono invece da un presupposto diverso, concentrandosi sugli immobili che devono essere ristrutturati. Chiaro è che il margine sul prezzo che l'*Instant Buyer* incorporerà nella propria offerta sarà tanto maggiore quanti più invasivi saranno gli interventi richiesti per la rivendita dell'immobile.

In quest'ottica, riteniamo vada inquadrato l'acquisto dell'immobile sito in Roma, Via Siracusa 4/6: la riqualificazione dell'immobile ad uso direzionale e la sua prossima rivendita è stata ispirata alle logiche del *club deal*, con Allcore *anchor investor* e i membri del Club Quantico come soci *sponsor*, e dell'*Instant Buying*[41]. Analoga chiave di lettura che può essere mutuata relativamente ai veicoli QRE2 e QRE3, operativi anch'essi nel comparto immobiliare e di cui diremo oltre.

[41] Il ritardo nella rivendita dell'immobile è attribuibile a problematiche burocratiche che sono in via di risoluzione. La vendita dell'immobile è prevista entro la chiusura del primo semestre 2024

Allcore's Business Units

Il grafico che segue, ripreso da una presentazione societaria, rappresenta il ***naming***, nonché l'attuale ragione sociale, utilizzati per il presidio delle diverse aree di *business* nelle quali Allcore opera.

Allcore – Group' Business Units Naming

Source: Allcore Management Presentation, October 2023

Business Unit Pianificazione Fiscale e Gestione Contabile
ST Consulting s.a.s. - Soluzione Tasse e Crypto&Co

ST Consulting s.a.s. (da qui in avanti "**ST**"), acronimo di Soluzione Tasse, identifica il *brand* con il quale il Gruppo offre servizi di consulenza fiscale, contabile, legale[42] e *welfare*[43] societaria alla propria clientela. Trattandosi di attività che per legge sono riservate a Dottori Commercialisti ed esperti contabili regolarmente iscritti in appositi registri, le stesse sono materialmente eseguite da un *pool* di Professionisti i quali, ciascuno nel proprio ambito di competenza, sono responsabili della definizione e successiva attuazione di una strategia finalizzata alla riduzione del carico fiscale e alla protezione patrimoniale del cliente assistito nonché alla gestione contabile dell'assistito.

A titolo esemplificativo e non esaustivo, tra i servizi offerti sono annoverate attività quali l'assistenza e consulenza continuativa in materia fiscale e contabile, nel controllo di gestione, la predisposizione e deposito del bilancio d'esercizio nonché l'assistenza e consulenza in materia di imposta sul valore aggiunto ed imposte sui redditi.

Al 30.09.2023, i Professionisti facenti parte del *network* di Allcore ammontano a n. 21, di cui 5, selezionati in base del fatturato sviluppato, *ticket* medio e altri KPI, facenti parte del *Professional Committee*. I Professionisti del *network* sono tenuti ad assumere il ruolo di soci accomandanti di ST conferendo in essa il loro *"pacchetto"* clienti, a fronte dell'acquisto di una quota pari allo 0.10% del capitale sociale della società. Ad oggi, la quota detenuta dai Professionisti in ST è pari al 2.30% del capitale sociale.

Il modello di *business* dell'area relativa alla pianificazione fiscale e gestione contabile verte sulla commercializzazione di "pacchetti" di servizi commercializzati tramite mirate azioni di *marketing* ed erogati dai Professionisti aderenti al *network* Allcore, selezionati e formati tramite corsi formativi somministrati dall'Accademy Allcore.

L'offerta commerciale legata a questa linea di *business* si articola in categorie di prodotto, ciascuna dei quali identificata con una precisa denominazione commerciale ed un *pricing* predefinito.

Le categorie di prodotto offerte dalla Società sono segmentate in base alle modalità di acquisizione del cliente e alla tipologia di servizio offerto, con un impatto diretto sul *pricing* (e quindi anche sulla redditività) del prodotto stesso. Tra queste, a far data dal primo semestre 2022, si inserisce l'attività di assistenza e consulenza nell'ambito dei *cryptoassets* erogata da Crypto&Co, divisione di Allcore con competenze verticali su fiscalità, normative e regolamentazione riguardanti criptovalute e asset digitali nel panorama italiano ed europeo e a supporto di privati e aziende.

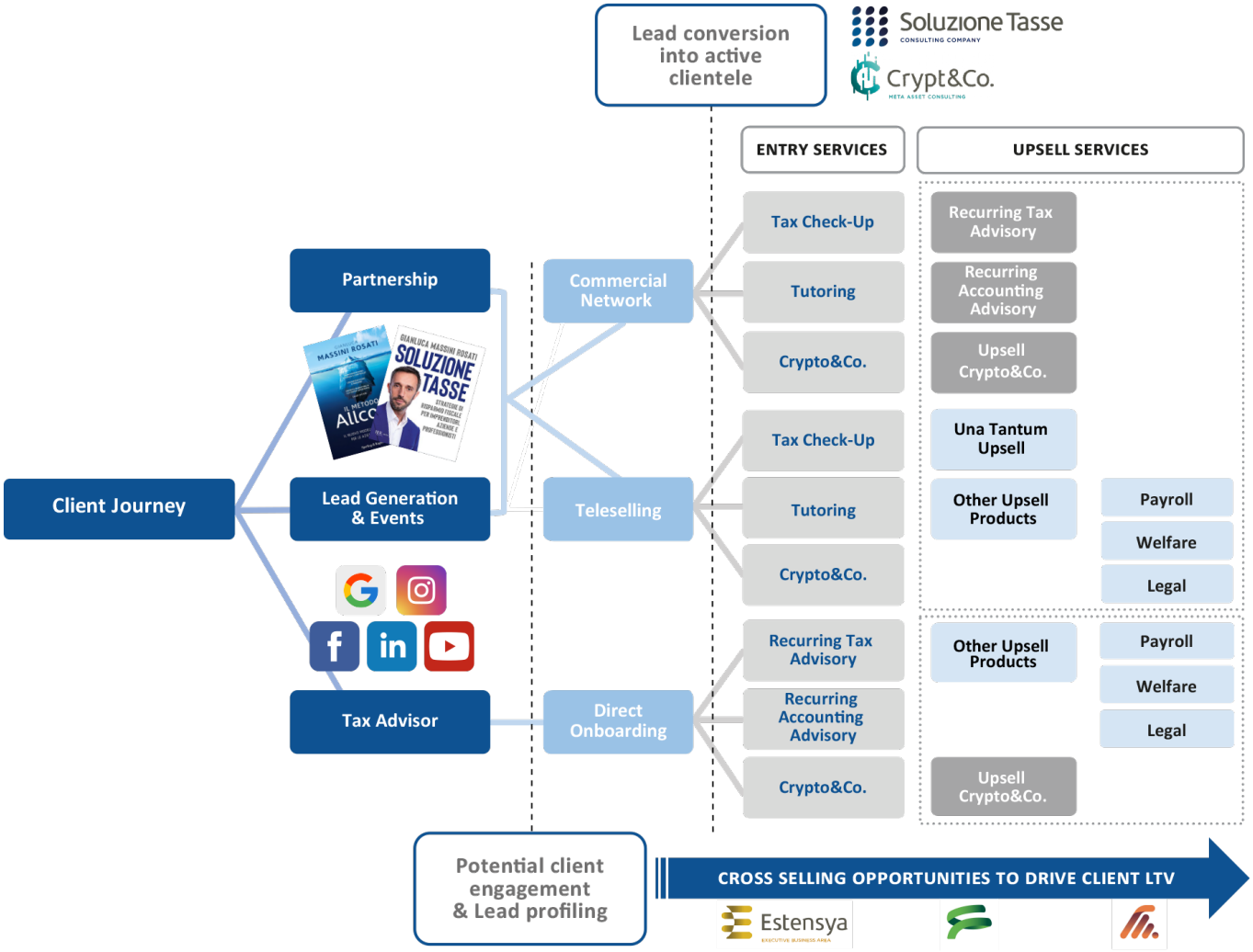
[42] Il *team* di consulenti legali che affiancano la Società è in grado di fornire supporto alle imprese clienti in differenti ambiti: dall'ambito tributario, a quello societario e/o giuslavoristico

[43] Ivi compresi il servizio paghe, consulenza inerente la riduzione del cuneo fiscale e la costruzione di piani di *welfare* aziendale

Grazie ad un *team* dedicato di Dottori Commercialisti e avvocati specializzati, *Crypto&Co*. offre supporto nel rapporto con il fisco e con le nuove normative ad investitori privati e aziende che vogliano operare sui mercati delle criptovalute, degli *NFT*, degli *Smart Contract* nonché su beni e prodotti virtuali che operano con tecnologia *blockchain*.

I servizi offerti[44] spaziano dalla semplice dichiarazione dei redditi dei criptoinvestitori, fino alla consulenza per la gestione della tesoreria aziendale, integrando anche attività connesse alle politiche di antiriciclaggio e *chain analysis*, e alla collaborazione con istituti di credito ordinari per il *cash out* dal mondo virtuale a quello reale.

Allcore – Soluzione Tasse Client Journey



Source: Company Data

Il diagramma che precede evidenzia come l'acquisizione dei nuovi clienti possa avvenire attraverso tre distinti canali: un primo, ampiamente maggioritario, fa leva su investimenti di *marketing* ed eventi divulgativi e pubblicazioni, un secondo, per converso largamente minoritario, è incentrato sul *network*[45] di Professionisti e sull'acquisizione dei loro clienti attivi al momento del loro ingresso nella compagine societaria della controllata operativa ST Consulting s.a.s.. Con l'intento di diversificare i canali di acquisizione della clientela, da oltre due anni la Società ha creato un dipartimento interno dedicato a presidio delle attività connesse al *referral*, alle *partnership* e ad eventi territoriali, funzionali ad un crescente radicamento territoriale nonché alla creazione di un ulteriore strumento di *lead generation*.

I *lead* generati vengono smistati, in base al profilo del potenziale cliente, vuoi dalla rete vendita, vuoi dagli operatori di *teleselling*, i quali propongono al potenziale assistito un servizio di consulenza gratuito[46] finalizzato alla vendita di un servizio "di ingresso" remunerato di *Check-Up* fiscale o di *Tutoring*, quest'ultimo consistente in un pacchetto di 10 incontri con i Professionisti del Gruppo. Successivamente al servizio

[44] Al fine di promuovere questi servizi, oltra alle attività di social media marketing, sono state attivate alcune *partnership* con *social community* e *influencer*, tra i quali: Club Terrabitcoin, Filippo Angeloni, The Crypto Gateway, Crypto Hero, iGenius e Sygnum
[45] Di cui fanno parte del *network* di ST Consulting anche avvocati e consulenti del lavoro, i quali offrono al cliente servizi di consulenza ulteriori e complementari a quelli offerti dai Professionisti nelle materie di rispettiva competenza
[46] A differenza dei servizi di *Check-Up* fiscale e di *Tutoring*, il servizio di consulenza gratuito non è erogato da Professionisti del *network*, ossia da Dottori Commercialisti

inizialmente fornito, che si sostanzia nello sviluppo di una strategia fiscale che consenta all'assistito di massimizzare il proprio risparmio fiscale, il cliente potrà decidere di aggiungere altri servizi in *upsell*, sia strettamente funzionali all'implementazione della strategia proposta che complementari[47].

Con la mappatura e "*ristrutturazione*" dei processi aziendali, funzionali all'implementazione del nuovo *ERP* Odoo[48], sono stati rivisitati i flussi organizzativi intra-gruppo per favorire una maggiore efficacia commerciale nella vendita, specialmente ai clienti di ST, dei servizi offerti dai c.d. *business* verticali, ed in particolare quelli erogati da Estensya, Finera e Amyralia.

Per quanto invece attiene ai c.d. clienti *onboarding*, acquisiti in quanto clienti attivi dei Professionisti e come tali clienti "*ricorrenti*" sin dal giorno della loro acquisizione, il maggior *effort* profuso sarà teso alla vendita di prodotti in *upsell*, dei quali il cliente ancora non usufruisce. In quest'ottica, assumono rilevanza non secondaria le attività di *cross-selling* intragruppo focalizzate specialmente su mediazione creditizia e consulenza strategica, la prima di recente integrata dalle opportunità offerte da *Jacash*, piattaforma di *Invoice Trading* grazie alla quale le imprese possono gestire più efficacemente e in tempi rapidi lo smobilizzo di parte del proprio capitale circolante.

A nostro avviso, gli aspetti più significativi della catena del valore di questa attività possono essere riassunti in:

- **Attività di selezione e formazione dei Professionist**i: l'attenzione e la cura con la quale i Professionisti del *network* vengono scelti ha portato alla definizione di un percorso di selezione che comprende: i) un *test* di natura tecnica, ii) un colloquio psico-attitudinale e iii) 4 mesi di *Academy Allcore*, comprensivi di 24 incontri in affiancamento prima di poter accedere all'esame finale e poter quindi, al suo superamento, avere accesso al *network* di Professionisti. Affinché ciò avvenga, il Professionista dovrà infine entrare a far parte della compagine sociale di ST Consulting s.a.s., acquisendo una piccola partecipazione sociale[49], in qualità di socio accomandante[50]. L'ingresso nella compagine sociale come socio di minoranza avviene a fronte del conferimento del loro pacchetto clienti e prevede inoltre la sottoscrizione di un patto parasociale. Sono previsti, infine, obblighi di non concorrenza a carico del Professionista, validi durante la permanenza nella compagine sociale e per 5 anni dal venire meno del rapporto sociale nonché un diritto d'opzione a favore di Allcore sulla partecipazione del Professionista, il cui esercizio è condizionato al verificarsi di eventi determinati.

  Al fine di supportare il Professionista, anche nell'attività di *cross-selling*, è fatto obbligo ai membri del *network* di frequentare ogni anno 2 percorsi formativi predisposti *ad hoc* dall'*Accademy*, tenuti da professionisti di comprovata *seniority*, *manager* del gruppo ed educatori esterni che, oltre ad affrontare tematiche tecniche e normative, spaziano dal *public speaking* alle tecniche di vendita, dai processi ed analisi dati al *marketing*, dal credito alla finanza agevolata e straordinaria.

- **Attività di comunicazione e *marketing*:** l'attività divulgativa ed educativa svolta dal suo fondatore, le pubblicazioni[51], la presenza sui *social media* e *media* tradizionali, gli eventi formativi tenuti in tutta Italia, nonché i *webinar* settimanali che vedono la partecipazione di numerosi imprenditori sono alcune delle più significative **iniziative di *marketing* che hanno consentito ad Allcore di attrarre a sé un pubblico di PMI molto vasto**. Questi canali di comunicazione, a giudizio della Società, permettono ad Allcore una **significativa capacità di generare *lead* e alimentare una crescita costante, scalabile e indipendente dal *network* relazionale dei *partner*** che non partecipano, in prima persona, all'attività di generazione di nuova clientela, come, al contrario, accade tipicamente negli studi professionali. Pur essendo consistenti le risorse economiche dedicate alla generazione di *lead*[52], il costo sostenuto mediamente per la generazione di un singolo *lead* è piuttosto contenuto e ampiamente ammortizzato all'atto dell'erogazione del primo servizio offerto, ossia l'attività di *check-up* fiscale. Nell'ottica di una efficiente gestione delle risorse aziendali, e coerentemente con i nuovi processi organizzativi, il management ha, da un lato, deciso di allocare maggiori risorse alla controllata ST e, dall'altro, di rivisitare le procedure interne di *cross-selling* a beneficio diretto delle altre controllate (alle quali verranno ridotte le disponibilità per investimenti in *marketing*).

- **Attività commerciale**: le centinaia di potenziali clienti, individuati grazie al meccanismo di *lead generation*, che ogni mese chiedono di poter ricevere una consulenza preliminare gratuita vengono contattati e profilati da un *team* di consulenti commerciali della Società che, una volta comprese le esigenze del cliente, propongono un servizio consulenziale adatto alle necessità.

---

[47] A titolo esemplificativo e non esaustivo, servizi complementari possono consistere nell'assistenza continuativa fiscale, in servizi di consulenza inerenti paghe e *welfare*, assistenza legale nonché assistenza di carattere fiscale inerente i *criptoassets* e anche nell'assistenza continuativa contabile

[48] Il *go live* per la capogruppo Allcore S.p.A. e per la controllata ST Consulting s.a.s. del nuovo ERP è previsto entro la fine del 2023

[49] Pari allo 0.10% del capitale sociale di ST Consulting s.a.s.

[50] La società controllante ST Consulting s.a.s., Allcore S.p.A. detiene oggi il 97.7% del capitale sociale della controllata, in qualità di socio accomandatario, ossia socio solidalmente e illimitatamente responsabile per le obbligazioni sociali

[51] **Pagare meno tasse si può**; Gianluca Massini Rosati, Rizzoli Libri (2017)
Soluzione Tasse; Gianluca Massini Rosati, Rizzoli Editore (2018)
Il Codice del Credito; Gianluca Massini Rosati & Giordano Guerrieri, Rizzoli Libri (2021)
Il Metodo Allcore; Gianluca Massini Rosati, Sperling & Kupfer (2023)

[52] Il *management* della Società ha indicato in c.a. €80,000 mensili gli investimenti effettuati in attività di *marketing* per la sola ST Consulting e in €130,000 mensili gli investimenti di *marketing* a livello consolidato

Ai nuovi clienti *lead-driven* viene offerto il servizio di *Check-Up* Fiscale, anche nella versione *Plus*, o il *Tutoring* Annuale, un servizio di consulenza composto da 2 fino a 10 incontri con i Professionisti del Gruppo, che oltre a risolvere le esigenze del cliente, permette di comprendere, nel dettaglio, la sua situazione e individuare la necessità di ulteriori servizi offerti dalla Società. Oltre che tramite il canale di *lead generation*, l'acquisizione dei clienti può avvenire anche grazie all'apporto di un portafoglio clienti da parte dei nuovi Professionisti che entrano a far parte del *network*. Questa seconda tipologia di clientela, definita "*onboarding*", sottoscrive direttamente un contratto di gestione contabile o di consulenza continuativa, senza dove prima transitare da un servizio di *Check-Up* fiscale o Tutoring.

- **Incasso**: affinché possa essere assegnato ad un Professionista, al cliente è richiesto il versamento di un acconto che, generalmente, consiste in un terzo del valore della prestazione definita contrattualmente. I restanti due terzi dovranno essere corrisposti dal cliente prima del secondo incontro con il Professionista. Una stragrande maggioranza degli incassi (≈ 80%) è canalizzata attraverso il *gateway* di pagamento *Stripe* che consente l'addebito automatico a scadenza su carta di credito o conto corrente mentre una quota minoritaria proviene da bonifici bancari o assegni. **Le modalità di incasso e la canalizzazione dei flussi consentono ad Allcore di minimizzare la propria esposizione al rischio credito, nonché di godere di un capitale circolante particolarmente limitato.**
- **Erogazione del servizio**: a seguito della sottoscrizione del contratto e a fronte del pagamento degli importi dovuti, Allcore, attraverso un algoritmo di assegnazione di cui il suo CRM è dotato, assegna il cliente al Professionista più indicato alle sue esigenze. L'algoritmo, *inter alia*, tiene in considerazione variabili quali: i) le esigenze del cliente ed il *range* di fatturato ii) le specializzazioni del Professionista, iii) la dislocazione geografica del cliente e iv) il carico di lavoro del Professionista.

  Mentre Allcore, quindi, si occupa della raccolta ed aggregazione dei dati, l'erogazione del servizio di consulenza viene espletato direttamente dai Professionisti del *network* di ST che, mensilmente, a fronte delle attività svolte[53], emettono fattura a ST stessa, sulla base del tariffario concordato.
- ***Upselling e cross-selling***: I Professionisti, valutate le esigenze del cliente, nell'ambito del loro perimetro di consulenza, possono poi mostrare le soluzioni che reputano più opportune per rispondere ad esse, attingendo all'ampia offerta di servizi di ST e del gruppo in generale, permettendo al cliente di richiedere altri servizi alla Società, sia *una tantum*[54] che continuativi[55]. Il ruolo del Professionista, a sua volta incaricato dalla Società, contribuisce a qualificare gli interventi da compiere e risulta essere pertanto **determinante nell'accrescimento del *Life Time Value*, d'ora in poi "*LTV*" della clientela acquisita, anche in sinergia con le altre aree di *business* presidiate dalla Società.**

  Il *business model* di ST Consulting, che ricordiamo essere l'area dalla quale Allcore ha tratto origine, ha peculiarità che, a nostro giudizio, lo rendono scalabile e volano di una crescita sostenibile di medio-lungo termine.
- **Il *business* si caratterizza infatti per avere una *win-win-win proposition***: offre infatti un servizio di qualità[56] ad un prezzo appetibile, offre ai Professionisti l'opportunità di guadagnare più di quanto avrebbero potuto fare come professionisti autonomi e consente scalabilità, ossia la possibilità di replicare lo stesso approccio senza particolari limitazioni di sorta.

Quanto ai potenziali rischi, la possibilità che il modello di *business* di Allcore venga replicato rappresenta, a nostro giudizio, il principale *concern*. A mitigazione di tale rischio, la *brand awareness* e la *reliability* favorita dalla quotazione in Borsa della Società, gli investimenti continuativi in comunicazione e *marketing*, le abilità divulgative del fondatore, il *network* di Professionisti selezionati[57], una forza vendita dedicata nonché i *software* proprietari rappresentano **barriere all'ingresso solide per chi volesse replicare il *business model* della Società**.

A tale riguardo, basti evidenziare che:

- Allcore ha effettuato investimenti per ≈€6.5 milioni nel quadriennio 2020-2023;
- La Allcore *Academy* ha erogato oltre 600 ore di formazione tecnica ed oltre 250 ore di formazione sulle *soft skills* ai Professionisti del *network* Soluzione Tasse dalla sua costituzione avvenuta nel 2020;
- Xriba ha investito oltre €2.5 milioni in sviluppo per il concepimento dei *software* gestionali proprietari utilizzati dai Professionisti del *network* e dai clienti di Xriba;
- I principali KPI inerenti la *customer satisfaction* dei clienti ST evidenziano un livello di soddisfazione particolarmente elevato, misurabile in un Csat score superiore al 91%[58].

[53] Ad esempio, *Check-Up* fiscale, *Check-up* fiscale *Plus*, *Tutoring*, servizi in *upsell*
[54] Ad esempio, assistenza in merito ad operazioni straordinarie, registrazione di marchi, piani di *welfare,* assistenza fiscale e contabile avente ad oggetto *criptoassets*
[55] Ad esempio, la gestione contabile, la gestione delle buste paga e la consulenza continuativa oltre che servizi offerti da altre società del Gruppo
[56] "Soluzione Tasse è una società specializzata in pianificazione fiscale e protezione del patrimonio..[…]..che consente agli imprenditori delle PMI italiane e ai liberi professionisti di **ridurre le tasse dal 20% al 70% e proteggere il patrimonio aziendale grazie alla pianificazione fiscale strategica e al controllo di gestione".** Source: Soluzione Tasse *website* (www.soluzione tasse.com)
[57] E ai quali viene somministrata formazione tramite l'*Academy* Allcore in aree complementari a quelle specialistiche della professione
[58] Il dato si riferisce alla *Business Unit* di pianificazione fiscale e gestione contabile nell'esercizio fiscale 2023

Business Unit Software
Yuxme s.r.l. (ex Xriba Italia s.r.l.)

Questa linea di *business*, originariamente sviluppata dalla controllata Xriba Italia, ridenominata Yuxme nel primo semestre 2023, è focalizzata sullo sviluppo per uso interno nonché sulla commercializzazione di applicativi *software* in grado, grazie all'utilizzo di algoritmi di intelligenza artificiale, di automatizzare i processi contabili e amministrativi delle piccole e medie imprese nonché di studi professionali[59] che si avvalgono di tali prodotti[60] [61].

Il *software* consente all'utente, sia esso una PMI o uno studio professionale, di registrare semi-automaticamente la contabilità, riducendo drasticamente tempi, errori di imputazione e conseguenti "costi" amministrativi, orientando le scelte del cliente grazie a dashboards e funzioni predittive che rendono il controllo di gestione più accessibile anche a quegli imprenditori e/o studi professionali meno familiari con la materia specifica.

Dotati di intelligenza artificiale, l'applicativo *XribaBooks* di cui Yuxme è proprietaria, è declinato in 4 differenti configurazioni:

- **Soluzione Contabilità (già *Xribabooks Pro Light*)**: è la *suite software* destinata ai Professionisti del *team* Soluzione Tasse compresa nel contratto di gestione contabile proposto ai clienti finali Soluzione Tasse e che permette di utilizzare l'intelligenza artificiale e di far visualizzare le *dashboard web* di controllo di gestione ai clienti e di generare le fatture di vendita elettroniche, oltre che ricevere quelle passive. Permette anche di disporre di un archivio documentale, a disposizione del cliente e dei collaboratori collegati al processo di gestione;
- **Yuxme forfettario**, uno strumento pensato per le partite IVA in regime forfettario che hanno necessità di adeguarsi rapidamente al mutato contesto normativo fiscale. *Yuxme* forfettario si configura come l'assistente virtuale del cliente in regime forfettario per poter gestire con modalità facilmente accessibili e sperimentate la fatturazione elettronica e la contabilità, offrendo, *inter alia*, funzioni di compilazione automatica delle fatture, emissione e inoltro all'Agenzia delle Entrate, di conservazione automatica della documentazione in entrata ed in uscita in un apposito archivio certificato a norma di legge e di monitoraggio della situazione finanziaria del cliente. Il servizio *Yuxme* forfettario è di tipo "freemium". Per il 2023 ha accolto circa 2,000 utenti.

L'attività di *rebranding* che ha interessato la controllata nel primo semestre dell'anno è coincisa con la focalizzazione sul mercato dei contribuenti sottoposti a regime forfettario. Oggi Yuxme concentra infatti i propri sforzi commerciali nella distribuzione dell'applicativo *Yuxme* forfettario, in virtù dell'obbligo di fatturazione elettronica che scatterà dal 1° gennaio 2024 imposto a tutta la platea dei c.d. forfettari, anche quelli che finora erano rimasti esclusi. I c.d. forfettari, infatti, nel corso del 2023, si sono dovuti dotare di un *software* contabile per l'emissione di fatture elettroniche.

In base ai dati ufficiali più recenti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, relativi al 2021, il Mercato di riferimento si compone per la maggioranza da microimprese con meno di 10 dipendenti, per un potenziale complessivo di oltre 4,5 m di soggetti[62]. Per ogni cliente, il *software* si interfaccia automaticamente con il cassetto fiscale recuperando le dichiarazioni dei redditi precedenti. Un algoritmo di *computer vision* si occupa poi di estrapolare i dati necessari a generare automaticamente la dichiarazione dei redditi dell'anno corrente. Inoltre, effettuando un'analisi delle fatture emesse in piattaforma, Yuxme può occuparsi autonomamente degli adempimenti periodici, generare i modelli di pagamento F24 e le comunicazioni INTRASTAT per conto del cliente.

Yuxme integra Chat GPT e l'IA generativa al servizio della contabilità. Queste tecnologie si occupano di interfacciarsi con l'utente finale con l'obiettivo di compilare la dichiarazione dei redditi in modo scalabile ed automatico. Ogni dato mancante viene prontamente richiesto all'utente e poi utilizzato per compilare la dichiarazione. Grazie al *fine tuning*, l'utente può chiedere informazioni aggiuntive sulla natura dei dati richiesti dal modello e su come recuperarli.

Aspetto distintivo e caratterizzante il *business model* di Yuxme è intrinseco alla natura del *business* stesso, essendo focalizzato essenzialmente sullo sviluppo di prodotti *software*. Grazie alla mole di dati processati

[59] Per tali intendendosi tipicamente gli studi di commercialisti ed esperti contabili

[60] Analisi condotte dal *management* della Società hanno portato a definire che il processo di registrazione delle fatture automatizzato Xriba consente la riduzione dei tempi di processazione pari a circa il 90% rispetto ai tempi necessari ad un operatore umano per lo svolgimento di operazioni analoghe

[61] All'indomani della quotazione (i.e. 22 novembre 2021), Allcore ha annunciato di avere, tramite la propria controllata Xriba Italia s.r.l., una porzione dell'aumento di capitale scindibile deliberato da Bflows s.r.l., arrivando a detenere il 3.96% del capitale sociale di Bflows, società *fintech* che ha sviluppato una soluzione per la gestione del capitale circolante e lo smobilizzo dei crediti commerciali senza necessità di accesso al credito, basata su intelligenza artificiale e *network analysis*. Contestualmente Xriba (oggi Yuxme) e i soci fondatori di Bflows hanno sottoscritto un accordo di investimento secondo il quale Xriba potrà, ai termini e al verificarsi di talune condizioni, incrementare nel tempo la propria partecipazione nel capitale sociale di Bflows, sino ad acquisirne la maggioranza

[62] https://www.partitaiva.it/imprese-italia/#:~:text=L'ultima%20rilevazione%20ISTAT%202021,imprese%2C%20e%201.852%20hanno%20chiuso

dagli operatori del centro elaborazione dati, i *data scientist* di Yuxme lavorano allo sviluppo delle prestazioni degli algoritmi di intelligenza artificiale e *machine learning* con l'obiettivo di migliorare le *performance* predittive della piattaforma e quindi ridurre il tempo richiesto ad operatori interni e dei clienti per lo svolgimento delle operazioni di registrazione contabile e di gestione dei documenti e delle informazioni contabili. La promozione e l'attività di formazione Allcore-*style* è parimenti declinata anche in Yuxme, con un maggior *focus* sul controllo di gestione, automazione di processo e benefici che l'automazione derivante dall'implementazione di Soluzione Contabilità e *Yuxme* forfettario possa apportare all'impresa cliente.

In conclusione, la divisione software gestisce ancora oggi dei servizi di elaborazione dati per clienti a suo tempo sottoscritti la cui promozione e distribuzione nel tempo è stata poi canalizzata sul *"vertical"* di pianificazione fiscale e gestione contabile. Parallelamente, la piattaforma Soluzione Contabilità (già *Xribabooks Pro Light*) continuerà ad essere piattaforma di riferimento per i Professionisti del *network* nonché di alcuni studi professionali e professionisti in ambito nazionale.

Business Unit Mediazione Creditizia, Finanza Agevolata e Finanza Straordinaria
Finera s.r.l. & Finera Mediazione s.r.l.

Costituita nel mese di agosto 2020, Finera Mediazione[63], è la *Business Unit* che si occupa di mediazione creditizia, supportando le PMI italiane ad accedere ai capitali necessari per lo sviluppo del proprio *business*. **Elemento di innovazione[64] dell'offerta di Finera Mediazione consiste in un approccio digitale ed automatizzato, grazie all'utilizzo dell'Intelligenza Artificiale**.

Nell'ambito della medesima *Business Unit*, con atto costitutivo datato 29.07.2022 è nata Finera s.r.l., nuova entità giuridica[65] la cui costituzione si è resa necessaria in conseguenza della crescita dei *business* accessori alla mediazione creditizia operata da Finera Mediazione, in quanto società abilitata all'esercizio dell'attività grazie all'iscrizione all'Albo OAM.

Alla nuova *legal entity* Finera è stata quindi conferita la gestione delle attività connesse alla finanza agevolata e alla finanza straordinaria, lasciando a Finera Mediazione le attività di mediazione del credito.

Nell'ambito di questa riorganizzazione societaria, la Società controlla direttamente Finera s.r.l., della quale detiene il 70% del capitale sociale, la quale, a sua volta, detiene il 53.3% del capitale sociale di Finera Mediazione s.r.l. Un'ulteriore partecipazione del 37.7% al capitale di Finera Mediazione s.r.l. è detenuta direttamente dalla capogruppo Allcore S.p.A[66]. Al suo interno, Finera ha creato dipartimenti dedicati per operare nei tre principali settori in cui si è specializzata, ossia:

- **Mediazione creditizia:** operando con regolare licenza OAM, Finera Mediazione si propone di ricercare, per conto delle PMI sue clienti, gli strumenti di credito più performanti tra oltre 25 *partner* finanziari convenzionati. Gli ambiti nei quali Finera Mediazione è particolarmente attiva riguardano la cessione di crediti commerciali, la cessione di crediti fiscali nonché l'erogazione di mutui chirografari;
- **Finanza agevolata:** Finera seleziona, presenta domande e monitora costantemente i bandi europei e nazionali per ottenere contributi alle imprese;
- **Finanza straordinaria:** attraverso l'emissione di titoli di debito, operazioni di M&A e quotazioni in Borsa, Finera si offre di supportare le PMI nell'accesso al mercato dei capitali.

Per ciascuna di queste attività, sono stati predisposti specifici servizi a supporto della clientela. Nel dettaglio, Finera, direttamente o tramite la controllata Finera Mediazione, offre supporto alla propria clientela tramite **la redazione di un *Credit Book* e di un *Business Plan* semplificato** e **consulenza finanziaria continuativa.**

Credit Book e Business Plan semplificato

Il servizio è rivolto a PMI aventi un fatturato minimo pari a €150,000 e in cerca di nuova finanza, per tagli minimi a partire da €50,000. Il cliente, inizialmente contattato da un *Credit Advisor*[67], riconosce una *fee* iniziale all'atto della sottoscrizione del mandato di mediazione, in virtù del quale viene assegnato ad un *Credit Manager*, figura responsabile della redazione del *Credit Book*, del *Business Plan* semplificato nonché di un supporto consulenziale strategico finalizzato all'erogazione del credito[68]. L'attività di mediazione viene remunerata dal cliente attraverso il riconoscimento di una commissione proporzionale all'importo deliberato dall'Istituto erogante.

[63] Mediatore creditizio iscritto all'OAM (Organismo Agenti e Mediatori)
[64] Rispetto alle modalità di erogazione del servizio sino ad allora utilizzate dai *players* attivi nel comparto della mediazione creditizia
[65] Il 70% del capitale sociale di Finera s.r.l. è controllato dalla società capogruppo Allcore S.p.A. mentre il restante 30% è detenuto dall'Amministratore Delegato, Dott. Giordano Guerrieri, e da Key Etica s.r.l., riconducibile al Dott. Emiliano Patalacci
[66] La partecipazione di controllo (diretto e indiretto) detenuta in Finera Mediazione s.r.l. è pertanto pari al 75% del capitale sociale (corrispondete al contributo economico apportato al bilancio consolidato)
[67] i.e. consulenti commerciali telefonici abilitati presso l'OAM come collaboratori del mediatore creditizio
[68] Qualora l'erogazione del credito sia subordinata a modifiche societarie e/o organizzative richieste dall'Istituto erogante

Grazie alla piattaforma *online* "*Corporate Credit*", dotata di intelligenza artificiale, ed alla *partnership* con l'agenzia di *rating Modefinance*, Finera Mediazione analizza la situazione economico-finanziaria e patrimoniale dell'impresa cliente, calcola un *credit scoring,* assegnato da *Modefinance,* ed individua degli istituti di credito potenzialmente disponibili ad erogare linee di credito, con tempi di processazione particolarmente ridotti.

In aggiunta, Finera, per il tramite della controllata Finera Mediazione, ha recentemente lanciato una piattaforma di *invoice trading,* ***Jacash***, progettata per offrire alle PMI con fatturato superiore a €0.5 milioni annui l'opportunità di poter gestire più efficacemente il proprio capitale circolante.

Grazie al lancio della piattaforma *Jacash*, la Società può quindi offrire oggi alla propria clientela una **piattaforma dedicata allo smobilizzo dei propri crediti derivanti da fatture, ottenendo, in tempi ridotti, la liquidità necessaria al perseguimento delle proprie strategie aziendali**. Tale piattaforma, si caratterizza infatti per: i) facilità di navigazione, ii) rapidità di elaborazione delle richieste, iii) velocità nell'ottenimento dei fondi necessari, iv) la cessione *pro-soluto* del credito con conseguente azzeramento del rischio di controparte e v) la possibilità di selezionare le fatture da cedere, garantendo estrema flessibilità nella gestione del proprio capitale circolante. A pochi giorni dal suo lancio, la piattaforma *Jacash* ha già erogato €0.7 milioni e le previsioni per la fine del corrente esercizio fiscale si collocano in area €5 milioni.

Consulenza finanziaria continuativa

Servizio che viene proposto ai clienti che sono interessati al mondo della finanza agevolata. Tale servizio consente al cliente un costante monitoraggio delle nuove opportunità creditizie e di finanza agevolata di potenziale interesse del cliente e selezionate da un *Finance Manager* di Finera. Il servizio offerto comprende 4 incontri con il *Finance Manager*, l'accesso alla piattaforma *Corporate Credit*, il *report* iniziale e la prima istruttoria di un bando.

Per quanto concerne l'area della Finanza Agevolata, l'offerta di Finera si sostanzia essenzialmente nell'assistenza fornita al cliente nella adesione ai bandi. Nello specifico tale assistenza, permette al cliente di selezionare il bando e lo strumento di finanza agevolata più consono alle esigenze specifiche. La remunerazione del servizio prevede il pagamento di una *fee* iniziale per la processazione della pratica, il cui costo è variabile in funzione del livello di complessità della pratica stessa e del conseguente lavoro che preliminarmente, dovrà essere svolto per poter presentare la domanda di partecipazione al bando selezionato e di una *fee* variabile commisurata all'erogazione del contributo agevolato. Ruolo essenziale del *Credit Manager* consiste nel selezionare i migliori bandi, tra quelli disponibili, in termini di beneficio economico-finanziario-patrimoniale e certezza del risultato.

Infine, Finera propone la propria assistenza e consulenza a PMI aventi un fatturato indicativamente compreso tra €5 ed €30 milioni nell'ambito della finanza straordinaria, con il fine di consentire alle PMI clienti di poter accedere ai capitali necessari e funzionali alla crescita del loro business, grazie alla realizzazione dei propri progetti di investimento e, al contempo, svincolandosi dall'altrimenti necessario ricorso al sistema bancario.

Previa la redazione di un *Infomemo* redatto da un *team* di specialisti, e volto a identificare il valore di mercato della PMI cliente, Finera intende focalizzarsi su specifici ambiti di operatività quali i) l'emissione di Mini Bond, ii) M&A (Fusioni e Acquisizioni) e iii) la quotazione in Borsa.

Per dovere di cronaca, le attività in questione hanno generato nell'esercizio fiscale 2022 un giro d'affari esiguo, certamente non favorite dalla recentissima costituzione di questa divisione operativa.

Business Unit Spazi e Membership
Soluzione Meeting s.r.l.

Costituita nel 2019, Soluzione Meeting s.r.l. è la *legal entity* responsabile dello sviluppo di due distinte aree di *business:* ***Estensya***, dedita allo sviluppo di spazi fisici adibiti, *inter alia*, al *coworking* e ***Quantico membership club*** dedicato ad imprenditori.

Estensya esordisce con il progetto di sviluppo della rete fisica di Soluzione Tasse e l'inaugurazione del primo *Business Center* di Milano che si propone, sin dalle origini, come luogo d'incontro e aggregazione di imprenditori italiani, rendendo disponibili spazi fisici affittabili per riunioni d'affari e conferenze.

Ad oggi, *Estensya* si occupa dello sviluppo e della gestione dei *Business Center* presenti, oltre che nella città di Milano, anche a Roma, Torino e Bologna. Lo sviluppo di tali spazi è studiato per soddisfare le esigenze di una nuova generazione di imprese che richiede **flessibilità**, ossia di poter lavorare in qualsiasi luogo si trovi, **libertà** da costi fissi così eliminabili e **dinamicità degli spazi**, consentendo possibilità di incontro, connessione e produzione di contenuti. Con tali propositi, *Estensya* offre ad imprese e professionisti clienti uffici privati, sale *meeting*, sale *webinar* e servizi di domiciliazione legale in tutte le sue sedi.

Parallelamente il ***Quantico Business Club*** si propone come *club* di imprenditori che consente ai membri aderenti di condividere esperienze, *know-how* e relazioni al fine di condividere strategie, soluzioni e connessioni in grado di accelerare la crescita delle loro proprie imprese. In altre parole, *Quantico* si propone

come *membership club esclusivo* riservato ai soli imprenditori di PMI, pensato per supportare chi fa impresa e per fornire strumenti, metodologie e relazioni utili e funzionali a compiere un salto dimensionale.

L'iscrizione al *format* Quantico consente all'imprenditore aderente l'accesso per 12 mesi a servizi quali i) **Networking tra pari**: offrendo occasioni e strumenti per incentivare il confronto tra imprenditori e la condivisione di esperienze e relazioni per la crescita aziendale, favoriti da una *community* di oltre 500 partecipanti; ii) **Formazione di qualità**: attraverso eventi in tutta Italia con esperti di settore ed una piattaforma *online* dedicata con più di 100 ore di contenuti pensati in modo specifico per chi fa impresa; iii) **Soluzioni per l'imprenditore**: supporto individuale e accesso ad una rete di professionisti per soddisfare le specifiche esigenze dell'imprenditore e aiutarlo a raggiungere i suoi obiettivi come *leader* e come imprenditore e iv) la condivisione di **Opportunità di business**, da potersi sviluppare (anche) in modalità *club deal*.

Relativamente a quest'ultimo servizio vanno inquadrate le iniziative sviluppate dai veicoli QRE2[69] e QRE3[70], entrambi costituiti nel corso del 2022 e aventi ad oggetto investimenti di natura immobiliare. Allo stato, QRE2 ha smobilizzato in data 22 settembre 2023 tutte le attività immobiliari possedute, consistenti in due unità ad uso residenziale per un importo complessivo pari a €2.03 milioni[71] mentre QRE3 ha venduto a fine settembre circa il 20% delle proprietà immobiliari acquisite e si attende di finalizzare la cessione delle restanti proprietà immobiliari entro la fine dell'anno[72]. Nel mese di giugno 2023 è stata costituita QRE4 s.r.l., società non ancora operativa.

Business Unit Strategia
Amyralia s.r.l.

Amyralia s.r.l. è *legal entity* cui è stato demandato il presidio e lo sviluppo di **servizi di consulenza strategica in ambito Amministrazione, Finanza e Controllo, Risorse umane, Organizzazione e processi, *Marketing*, Vendite e *Customer Experience***.

La metodologia sviluppata da Amyralia **consolida i modelli, le procedure e le *best practice* del gruppo**, in quello che viene definito **Metodo Allcore™**, un modello innovativo e proprietario che presidia tutte le aree/funzioni aziendali che ne costituiscono i pilastri.

La consulenza e l'erogazione vengono svolte da professionisti interni, ***project manager***, profondi conoscitori del modello. L'approccio consulenziale prevede una prima fase di **studio dell'azienda cliente** dove vengono identificati e raccolti i bisogni attraverso un'analisi, per poi, successivamente, **proporre un progetto d'intervento "*tailor made*"** per ogni singolo cliente in linea con le necessità espresse. Propone ai clienti attività di consulenza strategica e, sempre a favore degli imprenditori aderenti, corsi di formazione 4.0.

L'offerta commerciale prevede l'erogazione di consulenza strategica che, partendo da una consulenza gratuita iniziale, si sviluppa attraverso un **percorso della durata di 6/12 mesi** durante il quale l'imprenditore è affiancato da un *project manager* nonché da esperti in specifiche materie che si dovessero rendere necessari nel corso dello sviluppo del progetto. Nel caso in cui il servizio fosse sovradimensionato rispetto al taglio dell'impresa cliente, il cliente viene indirizzato direttamente ad uno dei professionisti *partner* a fronte del riconoscimento di una *origination fee* a beneficio della società promotrice.

Dalla sua costituzione, Amyralia ha erogato la propria assistenza a oltre **185 aziende clienti**, realizzando oltre **275 progetti**.

Dall'inizio dell'anno, *Amyralia* ha ottenuto **l'iscrizione alla sezione IV dell'Albo Informatico delle Agenzie del Lavoro** per poter svolgere attivamente ricerca e selezione del personale nonché è stata annoverata nel registro MEPA (Mercato Elettronico per la Pubblica Amministrazione). Coerentemente, Amyralia ha recentemente sviluppato una sezione dedicata all'interno del proprio portale rivolta ad offerte di lavoro (www.amyralia.com/annunci).

Business Unit Immobiliare
RSM s.r.l.

Ulteriore iniziativa ha interessato il comparto immobiliare: RSM s.r.l.

Analogamente a quanto descritto relativamente ai veicoli QRE2 e QRE3, la Società ha intrapreso un'ulteriore attività, di natura immobiliare, tramite la controllata RSM s.r.l.: **oggetto di acquisizione e riqualificazione finalizzata alla rivendita è un palazzo di pregio a destinazione residenziale e direzionale, sito in Via Siracusa 4/6, nel comune di Roma.**

[69] Allcore S.p.A., per il tramite di Soluzione Meeting s.r.l. (partecipata al 98.73% del capitale sociale) detiene il 100% dei diritti di voto, pur a fronte di una partecipazione al capitale sociale complessivamente pari all'1.23%.
[70] Allcore S.p.A., per il tramite di Soluzione Meeting s.r.l. (partecipata al 98.73% del capitale sociale) detiene il 100% dei diritti di voto, pur a fronte di una partecipazione al capitale sociale complessivamente pari al 23.54%%.
[71] Pari ad ROI del 21.5% e ad un ROE del 19.5% generato negli 8 mesi di investimento
[72] Secondo quanto riportato nell'Evoluzione prevedibile della gestione allegata al Bilancio 1H23, il *management* stima che dalla cessione di tutte le unità immobiliari possa essere generato un ROI pari a circa il 20%

Di RSM s.r.l., Allcore S.p.A. detiene il **10.83% del capitale sociale ed il 100% dei diritti di voto**. Pertanto, la società RSM è ricompresa nel perimetro di consolidamento del gruppo ed è consolidata "linea per linea".

Il **costo di acquisto** e gli oneri accessori legati all'immobile, contabilizzato tra le attività materiali nell'ambito del bilancio consolidato al 30.06.2023, ammonta a **€4.4 milioni**. Il *management* è al lavoro affinché la cessione dell'immobile possa finalizzarsi entro la chiusura del **primo semestre 2024**. Una volta finalizzata la cessione, *rebus sic stantibus*, RSM, seppur svuotata dei propri *assets* "reali" e prossima alla liquidazione, potrà continuare ad apportare un beneficio al gruppo in virtù dei crediti fiscali maturati a fronte delle opere di riqualificazione immobiliare effettuate, in quanto "acquisiti" dalla capogruppo Allcore S.p.A..

2020 - 1H23 Historical Financials

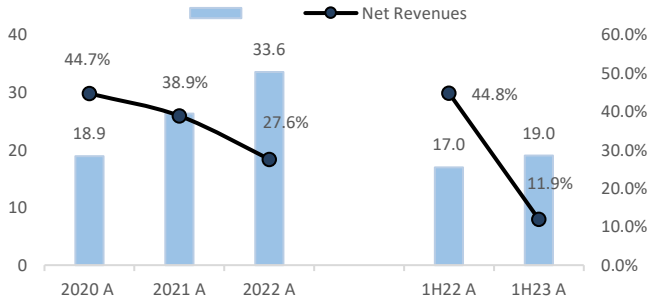
Fondata meno di dieci anni fa, la crescita registrata da Allcore è stata tale da collocarla tra le più performanti società europee[73]: in soli 7 anni dalla sua costituzione, i ricavi sono passati da €0.1 milioni a oltre €33 milioni nel 2022, con i primi 9 mesi del corrente esercizio fiscale che hanno confermato tassi di crescita a doppia cifra (+16.0% a/a).

Ricavi[74]

Allcore ha chiuso il 2022 con ricavi in crescita del 27.6% ad €33.6 milioni. La crescita dei ricavi è stata guidata principalmente dalle Business Units Strategia e Formazione 4.0, il cui giro d'affari è più che raddoppiato, e Pianificazione fiscale e Gestione contabile (+25% a/a), il cui contributo ai risultati di gruppo si conferma ampiamente maggioritario (78% dei ricavi netti consolidati).

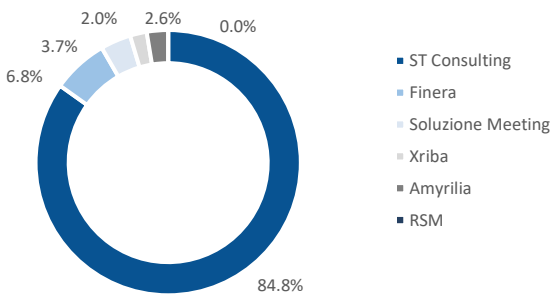
Nonostante il lancio dei c.d. nuovi verticali e l'ingresso in aree di *business* contigue e complementari, la Business Unit di Pianificazione fiscale e Gestione contabile si è confermata il principale *driver* di crescita anche nel primo semestre dell'anno (85% dei ricavi consolidati, >36% a/a). Soluzione Meeting (4% del VoP) ha realizzato ricavi in crescita di oltre il 20% YoY) mentre Finera (-32%) e Amyrilia (-63%), che rappresentano rispettivamente il 7% e il 3% del VoP, hanno invece un rallentamento nel semestre a causa delle condizioni sfavorevoli dei mercati finanziari, parzialmente ridottosi grazie ad un'inversione del trend registrato nel terzo trimestre. Nel suo complesso, nel primo semestre 2023 la Società ha registrato **ricavi netti** per **Eu19.0mn, in crescita dell'11.9% rispetto al corrispondente periodo del 2022, trend rinforzatosi significativamente nel terzo trimestre (+24% a/a),** nonostante una base di confronto maggiormente sfidante**.**

Allcore - Net Revenues Evolution (FY20 - 1H23, € mn)



Source: Company Data, Websim Corporate

Allcore – Value of Production Breakdown by Business Unit (1H23, € mn)



Source: Company Data, Websim Corporate

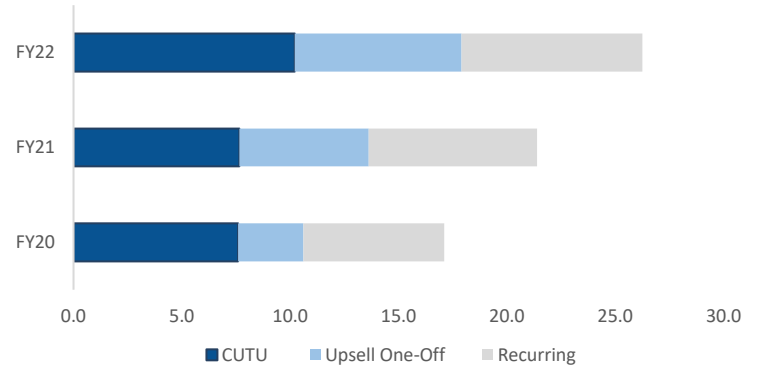
Entrando nel merito delle performance dell'ammiraglia di gruppo, la Business Unit di Pianificazione fiscale e Gestione contabile riteniamo sia importante sottolineare come la crescita dei ricavi sia stata accompagnata e alimentata da una crescita più che proporzionale dei servizi di *upsell* e da un costante aumento dei ricavi da consulenze continuative. Tra i contributori più significativi alla generazione di ricavi, segnaliamo Amyralia (>10% dei ricavi consolidati, con ricavi più che raddoppiati rispetto al precedente esercizio fiscale). Sul versante Finera, la mediazione creditizia ha prevalso (€2.2 milioni) nei confronti di finanza agevolata e straordinaria (€0.1 milioni).

Allcore – 2022 Net Revenues breakdown by Business Unit

(€ mn)	2022
ST Consulting	26.2
- *CUTU*	*8.3*
- *Upsell One-off*	*7.7*
- *Recurring*	*10.2*
Finera	2.3
Soluzione Meeting	1.1
Yuxme	0.7
Amyralia	2.7
RSM	0.0
Consolidated Net Revenues	**33.4**

Source: Company Data and Management indications

ST Consulting – 2020-22 Top Line Evolution by Service Provided



Source: Management indications

[73] Allcore si è collocata al 568° posto nella classifica *FT 1000 - Europe's Fastest Growing Companies 2023*

[74] Come anticipato nella parte introduttiva di questo report, il perimetro di consolidamento include la holding operativa Allcore S.p.A. nonché tutte le *legal entities* operative, ivi inclusa RSM s.r.l., consolidata "linea per linea" in virtù del controllo esercitato su di essa dalla capogruppo grazie alla detenzione, totalitaria, delle quote aventi diritto di voto

Redditività

L'**EBITDA** 2022 si è attestati a **Eu4.5mn** (+108% a/a), corrispondente ad un **margine EBITDA del 13.3%** (rispetto all'8.2% registrato nell'esercizio precedente).

L'**Adjusted EBITDA,** rettificato per i costi non ricorrenti sostenuti dalla controllata Xriba S.r.l. inerenti allo sviluppo della linea aziendale "*Yuxme*" Progetto Forfettari e nello specifico riguardanti: i) l'intelligenza artificiale per la registrazione automatica delle fatture attive e passive; ii) la piattaforma per l'automazione dei processi inerenti alla formalizzazione e l'espletamento degli adempimenti fiscali dei professionisti in regime di forfettario.

L'**EBIT** di Gruppo al 31 dicembre 2022 ha chiuso **a Eu3.4mn** (+92% a/a), corrispondente ad una marginalità del 10.1%.

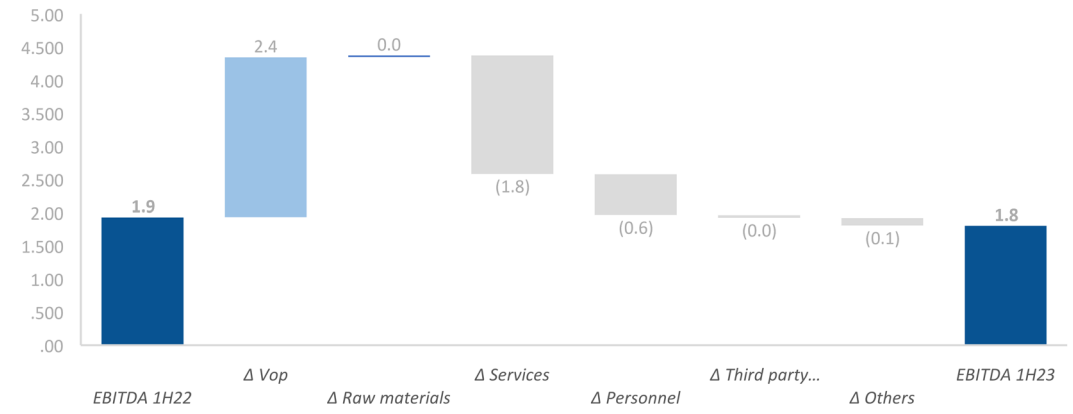
Favorito da una minore imposizione fiscale (2022: -350bps al 25.0%), l'**utile netto consolidato** registrato una crescita del 73% a/a, chiudendo a €2.2 milioni.

Allcore – 2020-1H23 Consolidated Profit & Loss Account

(€ mn)	2020 A	1H21	2H21	2021 A	1H22	2H22	2022 A	1H23 A
Net revenues	**18.9**	**11.7**	**14.6**	**26.3**	**17.0**	**16.6**	**33.6**	**19.0**
YoY growth	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*38.9%*	*44.8%*	*13.7%*	*27.6%*	*11.9%*
VoP	**19.3**	**12.3**	**15.2**	**27.5**	**17.5**	**18.6**	**36.1**	**19.9**
YoY growth	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*42.0%*	*42.3%*	*22.4%*	*31.3%*	*13.8%*
Reported EBITDA	**1.4**	**0.9**	**1.3**	**2.2**	**1.9**	**2.5**	**4.5**	**1.8**
YoY growth	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*57.5%*	*116.8%*	*102.0%*	*108.3%*	*-6.7%*
Rep EBITDA margin	*7.2%*	*7.6%*	*8.6%*	*8.2%*	*11.4%*	*15.4%*	*13.3%*	*9.5%*
Non-recurring items	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*1.3*	*1.3*	*0.0*
Adjusted EBITDA	**1.4**	**0.9**	**1.3**	**2.2**	**1.9**	**2.5**	**5.7**	**1.8**
Adj. EBITDA margin	*7.2%*	*7.6%*	*8.6%*	*8.2%*	*11.4%*	*15.4%*	*17.1%*	*9.5%*
Reported EBIT	**1.2**	**0.8**	**1.0**	**1.8**	**1.6**	**1.8**	**3.4**	**1.2**
Rep. EBIT margin	*6.3%*	*6.5%*	*6.9%*	*6.7%*	*9.3%*	*10.9%*	*10.1%*	*6.2%*
Pretax	**1.2**	**0.8**	**1.0**	**1.8**	**1.6**	**1.9**	**3.5**	**1.2**
Taxes	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.9)	(0.4)
tax load ratio (%)	*-28.9%*	*-27.4%*	*-29.3%*	*-28.5%*	*-29.0%*	*-21.8%*	*-25.0%*	*-32.6%*
Minority Interests	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.1	(0.5)	(0.4)	0.1
Net income	**0.9**	**0.5**	**0.7**	**1.2**	**1.2**	**1.0**	**2.2**	**0.9**
YoY growth	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*45.8%*	*121.2%*	*35.8%*	*73.1%*	*-27.1%*

Source: Company Data

Allcore – 1H22-1H23 Consolidated EBITDA bridge

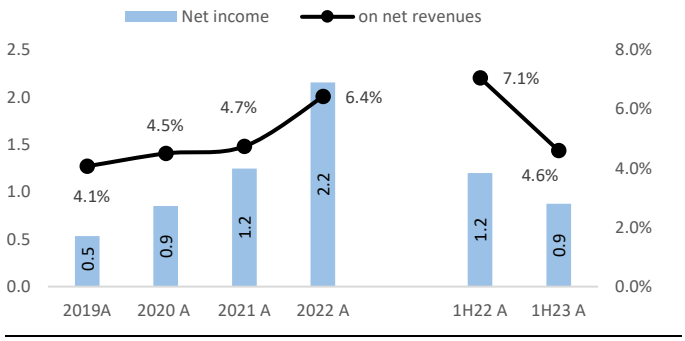


Source: Company Data

Nel primo semestre 2023, la Società ha registrato un **EBITDA** pari a **Eu1.8mn** (-7% a/a), corrispondente ad una **marginalità del 9.5%** (1H22: 11.4%). La contrazione registrata dalla redditività consolidata è stata determinata principalmente da fattori congiunturali, ossia: i) dalla stagionalità dei servizi connessi alla BU **Mediazione Creditizia e Finanza agevolata**, impattata dall'andamento dei mercati finanziari nonché da una base di comparazione 1H22 particolarmente sfidante e ii) dalla BU **Consulenza Strategica, Formazione e Ricerca e selezione del personale**, influenzata da tempi di erogazione più lunghi rispetto al periodo precedente, soprattutto a causa del mancato rinnovo del credito di imposta Formazione 4.0, fonte dell'80% dei ricavi dalla controllata.

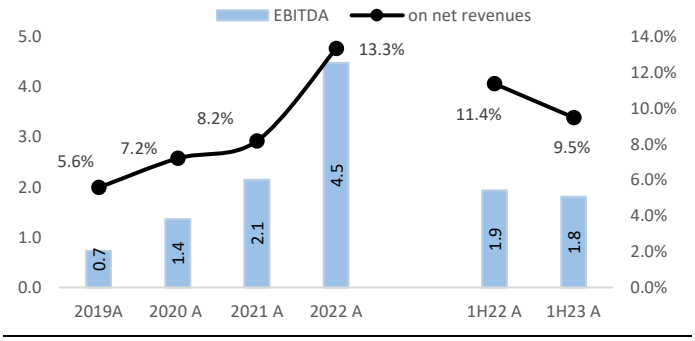
La crescita più che proporzionale di ammortamenti e pressione fiscale ha determinato una contrazione più accentuata, rispettivamente, dell'**EBIT** (€1.2 milioni, -26% a/a) e **dell'utile netto** (€0.8 milioni, -27% a/a) semestrali.

Allcore – 2022-1H23 Net Income (€ mn) and Net Income Margin (%)



Source: Company Data, Websim Corporate

Allcore – 2020-1H23 EBITDA (€ mn) and EBITDA margin (%)



Source: Company Data, Websim Corporate

Stato Patrimoniale e Cash flow

A livello patrimoniale, segnaliamo:

- una riduzione della **posizione finanziaria netta** (-€3.7 milioni nel primo semestre 2023) riconducibile a: i) un incremento nelle immobilizzazioni immateriali, ii) distribuzione dei dividendi (Eu1.4mn, pari ad un dividendo di €0.10 per azione), iii) pagamento di premialità monetarie[75]. Al riguardo, evidenziamo che l'investimento in fondi obbligazionari ed azionari per €1.7 milioni nonché l'investimento in criptovalute (denominate in valute differenti dall'€) per €0.4 milioni non sono stati inclusi nel calcolo della posizione finanziaria netta al 30.06.2023[76].

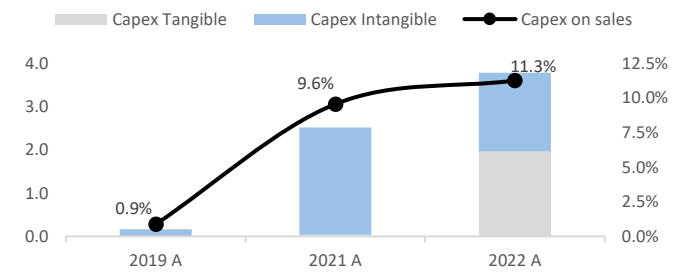
Allcore – 2020-1H23 Consolidated Balance Sheet

(€ mn)	2020 A	2021 A	2022 A	1H22 A	1H23 A
Fixed Assets	1.4	3.3	11.3	9.9	13.3
Net Working Capital	(0.6)	3.5	1.1	0.2	2.2
Provisions	0.0	(0.2)	(1.1)	(0.6)	(0.2)
Net Capital employed	0.7	6.5	11.0	9.3	15.0
Equity	1.6	18.8	21.9	19.8	21.8
Net Cash (Debt)	**0.9**	**12.3**	**10.9**	**10.5**	**6.8**

Source: Company Data

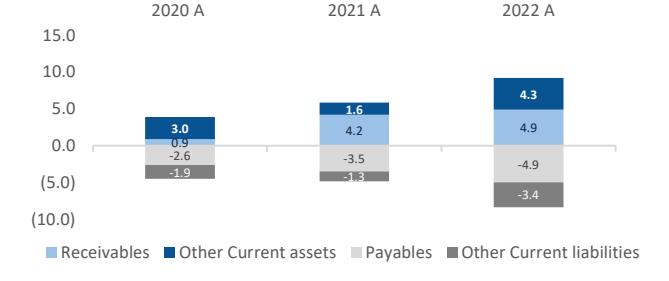
- Quanto alle **immobilizzazioni immateriali**, pari a complessivi €4.9mn (+78% a/a), tale incremento è determinato da diversi fattori, tra i quali i più rilevanti sono stati rappresentati da:
  - Apertura delle nuove sedi *Business Center* di Roma, Bologna e Torino;
  - Acquisto del marchio *Small Business Growth*, effettuato dalla controllata *Amyralia*;
  - Costi sostenuti da Allcore per l'implementazione del nuovo ERP di Gruppo (*Odoo*) il *go live* del quale è previsto entro la chiusura del corrente esercizio fiscale;
  - Investimenti effettuati dalla controllata Yuxme per lo sviluppo di algoritmi IA applicati alla contabilità italiana e sul prodotto Yuxme Forfettario Facile.

Allcore – 2020-22 Consolidated Capex Trend (€ mn)



Source: Company Data, Websim Corporate

Allcore – 2020-22 Consolidated Net Working Capital (€ mn)



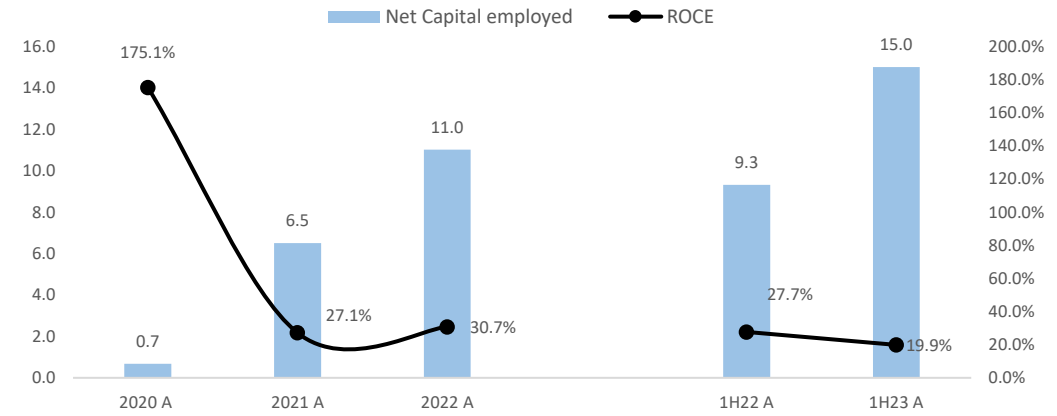
Source: Company Data, Websim Corporate

[75] Così come disciplinate dal Piano di Incentivazione 2022-2024

[76] Dal punto di vista contabile, fondi obbligazionari e azionari sono stati contabilizzati al costo nelle Immobilizzazioni Finanziarie mentre le criptovalute denominate in valute diverse dall'€ sono state contabilizzate al costo nelle Immobilizzazioni Intangibili, a causa di un vuoto normativo OIC

- Gli investimenti in **immobilizzazioni materiali** sono invece riconducibili al completamento dei lavori di riqualificazione dell'immobile di Roma (pari a Eu0.3mn) sostenuti dalla controllata RSM S.r.l. e all'acquisto degli arredi ed *hardware* IT per i *Business Center* inaugurati nel semestre.
- L'incremento del **capitale circolante netto** è riconducibile agli investimenti in immobilizzazioni destinate alla rivendita al netto delle quali risulterebbe in linea con il dato al 31 dicembre 2022.
- Il **capitale investito netto** è cresciuto progressivamente negli ultimi tre anni, attestandosi a Eu15mn nell'1H23. La diluizione del ROCE dal FY20 al FY21 è riconducibile all'aumento di capitale di Eu13mn sostenuto dalla società.

Allcore – 2020-1H23 Capital Employed Evolution (€ mn) & Return on *period-end* Capital Employed (%)



Source: Company Data

Ulteriori due aspetti relativamente ai quali riteniamo sia utile soffermarci, vertono sul Piano di Incentivazione monetaria e azionaria deliberato nel giugno 2022 ed il piano di riacquisto di azioni proprie, attivato, anch'esso in chiusura del primo semestre 2022.

Nel dettaglio:

Piano di Incentivazione 2022-24[77]

L'Assemblea del **29 giugno 2022** ha deliberato l'approvazione del Piano di Incentivazione 2022-24 di cui il *management* della Società è destinatario. Tale Piano si sviluppa su un periodo triennale ed è suddiviso in due componenti distinte: una prima componente, di natura monetaria, rappresenta la remunerazione corrisposta a fronte di ***performance* di breve termine** (i.e. MBO), e si sostanzia nella corresponsione ai beneficiari di un **premio in denaro al raggiungimento di determinati obiettivi** di *performance* aziendale; una seconda componente basata sulla consegna fisica e gratuita degli strumenti finanziari sottostanti al raggiungimento di determinati **obiettivi di performance aziendale[78] di medio-lungo termine** (i.e. *Stock Grant*).

La componente azionaria del Piano prevede l'assegnazione di **massime complessive n. 953.000 azioni** a favore dei beneficiari designati.

In data 21.12.2022, Allcore ha reso noto di aver proceduto all'attribuzione a titolo gratuito di n.76.200 azioni ordinarie di nuova emissione, a valere sulla componente azionaria del piano di incentivazione monetaria e azionaria Allcore 2022-2024. Per effetto di quanto precede il numero di azioni in circolazione è aumentato a n. 14,891,200.

In data successiva, ossia il 10.05.2023, Allcore ha reso noto di aver proceduto all'attribuzione a titolo gratuito di n.64.100 azioni ordinarie di nuova emissione, a servizio della componente azionaria del Piano di Incentivazione 2022-2024. Il numero di azioni in circolazione è aumentato a n.14,955,300[79].

Il numero di azioni potenzialmente attribuibili, a seguito delle assegnazioni effettuate, si riduce pertanto a n.812,700.

[77] https://allcore.it/wp-content/uploads/2023/04/Regolamento-Piano-incentivazione-monetaria-e-azionaria-ST-2022-2024_compressed1.pdf
[78] Con riguardo agli Obiettivi comuni di *performance* aziendale, il Piano prevede un sistema di calcolo degli incentivi che tiene conto dello scostamento (positivo o negativo) tra l'EBITDA consolidato effettivamente conseguito dal Gruppo, e l'EBITDA *target* previsto per l'esercizio di volta in volta rilevante ai fini del Piano, in ogni caso in un range compreso tra l'80% e il 100%. Tra gli obiettivi di *performance* di medio-lungo termine è contemplato anche un indicatore collegato all'andamento del titolo Allcore, in determinate finestre temporali e definito dal Consiglio di amministrazione entro il 31 gennaio di ogni anno in cui il Piano si articola
[79] L'attribuzione di *Stock Grant* a titolo gratuito è stata rettificata in n. 63,610 (dalla precedente comunicazione di n.64,100). Il numero di azioni in circolazione è pertanto pari a n.14,954,810 (e non n. 14,955,300)

Autorizzazione all'acquisto di azioni proprie[80]

In data 2 maggio 2022, l'Assemblea dei Soci di Allcore S.p.A. ha deliberato, su proposta del Consiglio di amministrazione, un piano di acquisto e disposizione di azioni proprie.

La durata dell'autorizzazione all'acquisto è valida per un periodo di 18 mesi, mentre l'autorizzazione alla disposizione delle azioni proprie eventualmente acquistate è stata determinata senza limiti temporali al fine di consentire al Consiglio di amministrazione di avvalersi della massima flessibilità, anche in termini temporali, per effettuare gli atti di disposizione delle azioni.

L'autorizzazione è stata concessa per l'acquisto di azioni proprie, in una o più *tranches*, fino ad un numero massimo che, tenuto conto delle azioni Allcore S.p.A. di volta in volta detenute in portafoglio dalla Società e dalle società da essa controllate non sia complessivamente superiore al 5% del capitale sociale della Società, e per un controvalore minimo, compatibilmente con l'andamento e le condizioni dei mercati finanziari, di €1.000.000, e massimo €2.500.000.

Alla data di pubblicazione di questo *report*, Allcore S.p.A. possiede n. 195,713 azioni proprie, pari all'1.31% del capitale sociale, per un controvalore complessivo pari ad €413,476, equivalente ad €2.11 per azione.

Segnaliamo infine che, con delibera del 9 febbraio 2022, il Consiglio di amministrazione di Allcore ha deciso di impiegare, prima azienda quotata in Italia e tra le aziende pioniere in Europa, fino al 9% della tesoreria della Società (alla data, pari ad €1 milione) in criptovalute[81] e di destinare la maggior parte dell'acquisto di *stablecoin*.

[80] Verbale di delibera del 2 maggio 2022 disponibile @ https://allcore.it/wp-content/uploads/2023/10/Verbale-di-assemblea-ordinaria.pdf
[81] Si segnala che a decorrere dal 1° gennaio 2022 tutte le aziende del gruppo Allcore hanno iniziato ad accettare criptovalute tra le forma di pagamento consentite

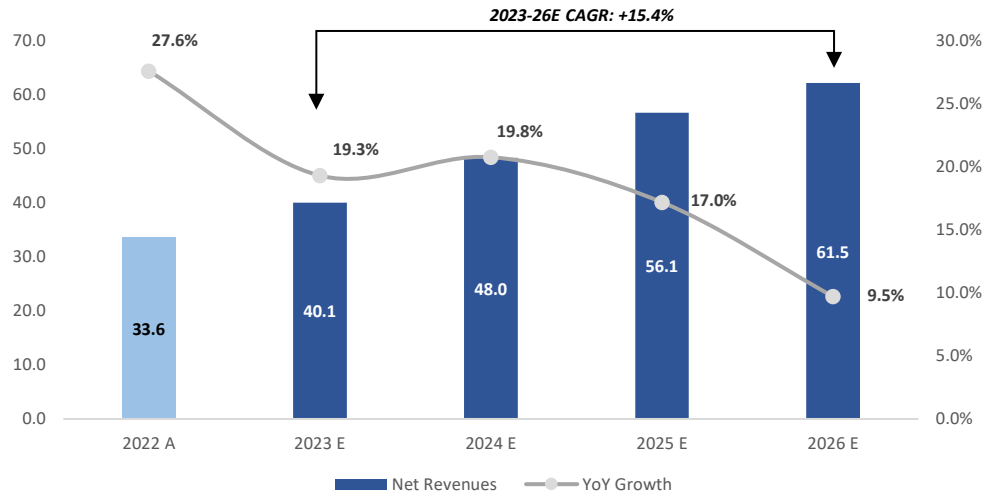
2023-26 Estimates

Focalizzandoci sulle prospettive della Società, crediamo che lo sviluppo futuro di Allcore sarà incardinato su alcune precise linee direttrici. Tra queste:

- Conferma della centralità e preminenza della *Business Unit* di Pianificazione Fiscale e Gestione Contabile, quale *pivot* per l'acquisizione di nuovi clienti;
- **Crescente rilevanza e contribuzione ai risultati consolidati dei nuovi verticali**, Finera e Amyralia *in primis*, a conferma dell'accreditamento che Allcore sta progressivamente guadagnando quale *Business Partner* delle PMI italiane, aiutata, nel percorso, dalla costruzione e dallo sviluppo di un ecosistema societario dotato di competenze e servizi complementari e integrati, a supporto dello sviluppo della piccola e media imprenditoria italiana;
- ***Add-on acquisitions* quale volano di accelerazione della crescita** e strumento per avere rapido accesso a nuovi segmenti di mercato che possano espandere la gamma di servizi offerti nonché la base clienti alla quale poter proporre i servizi erogati dalla Società;
- Conferma di un **modello di *business* a bassa intensità di capitale**, con investimenti "organici" rivolti essenzialmente ad uno sviluppo ulteriore della piattaforma tecnologica proprietaria, che utilizza algoritmi di intelligenza artificiale per l'automazione di processi contabili. Per converso, non crediamo che la Società voglia accelerare nella contrattualizzazione ed apertura di nuovi *Business Center*.

Non crediamo, per converso, che la Società, per le specificità che ne caratterizzano l'ambito di operatività, abbia mire espansionistiche oltrefrontiera.

Allcore – 2022-26E Consolidated Net Turnover Evolution (€ mn) and YoY change (%)



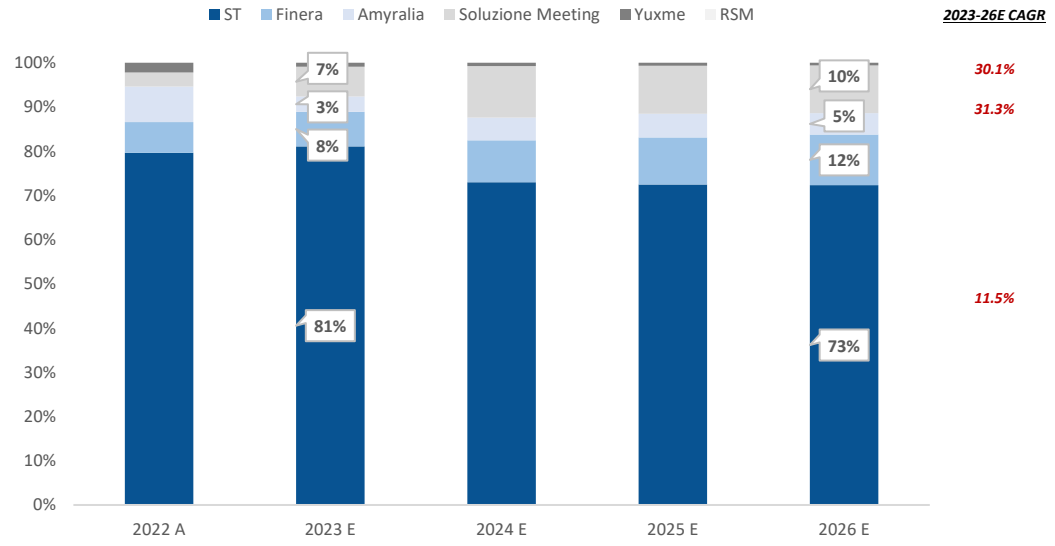
Source: Company data & Websim Corporate estimates

Nel dettaglio, stimiamo che i ricavi netti consolidati si possano attestare nel 2023 a quota €40 milioni, in crescita del 19.3% a/a[82], e che possano registrare una solida **crescita a doppia cifra nel successivo triennio (2023-26 CAGR: +15.4%)**, raggiungendo quota €62 milioni nel 2026.

Nel grafico che segue, abbiamo rappresentato il contributo che ci attendiamo dalle singole *Business Units*[83]. Il quadro che ne emerge conferma il **solido baricentro** rappresentato dalla ***BU* di pianificazione fiscale e gestione contabile** (81% e 73% rispettivamente dei ricavi netti consolidati 2023 e 2026). Parallelamente, ci attendiamo una **crescente contribuzione** alla generazione dei ricavi **dalle controllate Finera e Amyralia**, entrambe favorite da una rivisitazione dei processi interni studiata per favorire opportunità di *cross-selling* intragruppo. Grazie ad una crescita media annua dei ricavi superiore al 30%[84], stimiamo che le *BU* Finera e Amyralia possano generare, nel loro complesso, il 17% dei ricavi 2026 rispetto all'11% atteso per il 2023. Analoga tendenza attesa dalla *BU* Soluzione Meeting, in questo caso, favorita dal consolidamento della neoacquisita RE Business s.r.l.

[82] In accelerazione rispetto alla crescita registrata nei primi 9 mesi del 2023 (€30.1 milioni, +16.1% a/a)
[83] Si consideri che nel periodo interessato sono state incluse variazioni all'attuale perimetro di consolidamento. In particolare, è stato assunto il consolidamento di RE Business s.r.l. con decorrenza dal 1° gennaio 2024 mentre è stata ipotizzata la cessione di RSM s.r.l., in qualità di veicolo societario titolare dell'immobile sito a Roma, in Via Siracusa 4/6, entro la chiusura del 1° semestre 2024
[84] 2023-26E CAGR: *Compounded Annual Growth Rate*

Allcore – 2022-26E Consolidated Net Turnover Evolution by Business Unit (€ mn) and YoY change (%)

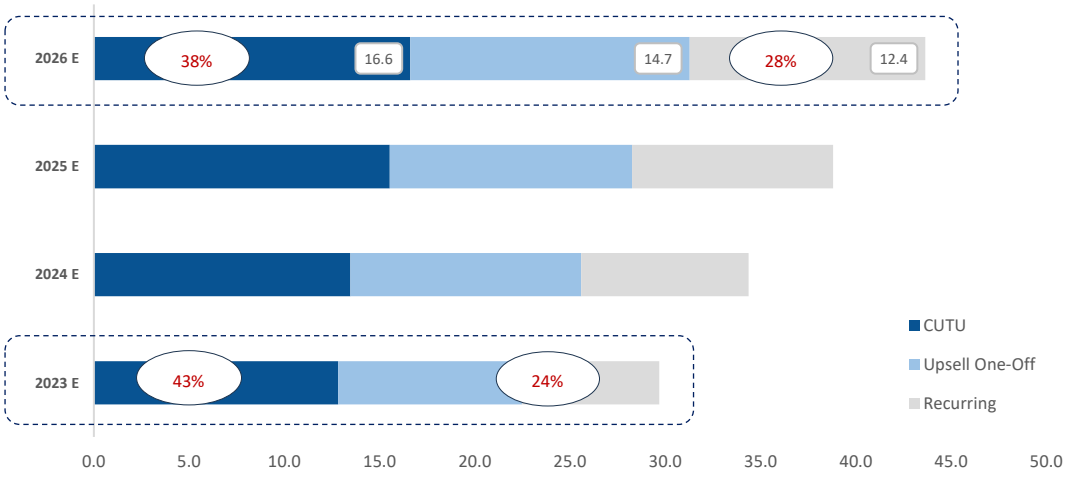


Source: Company data & Websim estimates

Relativamente alla *Business Unit* di Pianificazione Fiscale e Gestione Contabile, stimiamo una crescita media annua dei ricavi 2023-26 pari all'11.5%, con un giro d'affari 2023 stimato a €32 milioni che dovrebbe aumentare a €45 milioni nel 2026. Ci attendiamo che il bilanciamento tra differenti categorie di prodotto possa gradualmente evolvere a favore dei servizi c.d. "*recurring*", a discapito dei servizi "di ingresso" quali, ad esempio, *Check-up* fiscali e/o *Tutoring*. Aumento più che proporzionale dei ricavi c.d. ricorrenti[85] che potrà consentire una maggior visibilità sullo sviluppo futuro dei ricavi, con indubbi benefici in termini di pianificazione, e diluirà, per converso, la dipendenza della Società dall'esito di importanti campagne "*social*" alle quali viene destinato oltre €1 milione all'anno (dalla sola ST Consulting).

Secondo nostre stime, la porzione di ricavi c.d. ricorrenti dovrebbe aumentare dall'attuale 24% (i.e. 2023) a oltre il 28% nell'arco dei prossimi 3 anni, a perimetro costante. Al riguardo, non escludiamo infatti che, nel medio periodo, la Società possa essere parte attiva in un possibile processo di consolidamento di settore, come già osservato tra studi legali associati, con conseguente accelerazione del ribilanciamento delle fonti di ricavo già in atto.

Allcore – 2023-26E ST Consulting Net Revenues by Product Category (€ mn)



Source: Websim Corporate estimates

La rivisitazione dei processi organizzativi interni nonché specifiche azioni attuate dal *management*, dovrebbero porre le basi affinché Finera e Amyralia possano registrare tassi di crescita[86] superiori alla media di gruppo, rispettivamente pari a 31.3% e 30.1% negli anni 2023-26.

[85] I quali hanno storicamente registrato tassi di infedeltà contenuti, a singola cifra
[86] i.e. CAGR 2023-26E

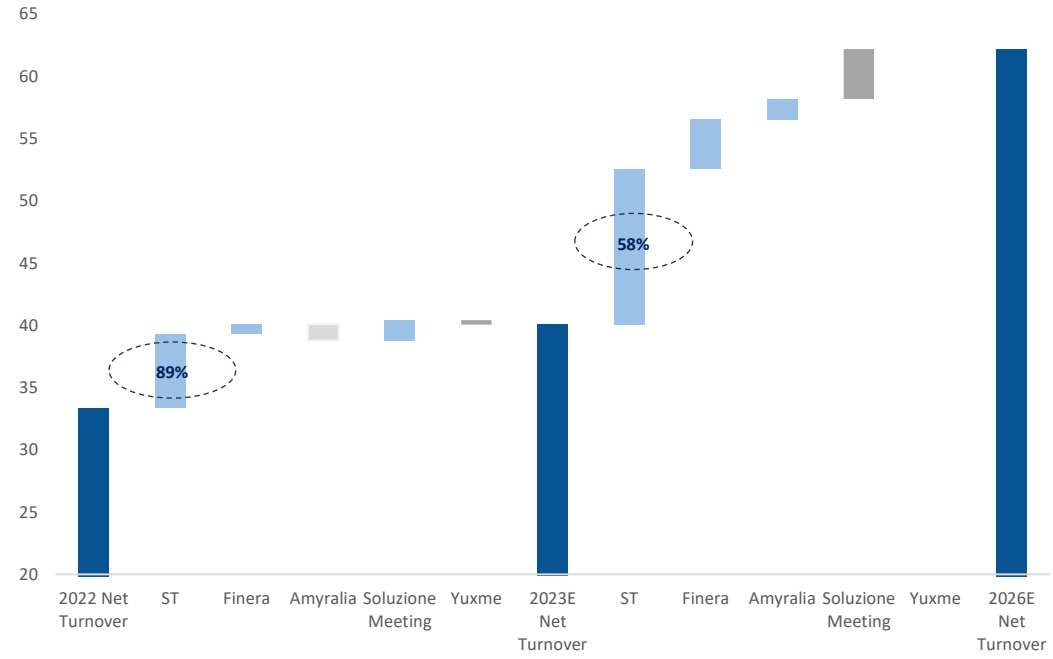
In particolare, Finera beneficerà del *rump-up* della piattaforma di *Invoice Trading Jacash*, i cui risultati nelle primissime settimane dal suo lancio sono positivi[87], nonché di un *pick-up* del *business* legato alla normalizzazione del contesto di mercato, e specialmente alla stabilizzazione dei tassi di interesse, nell'ambito, per quanto attiene alla finanza agevolata, di un contesto fertile grazie alle opportunità che il PNRR riserverà alle PMI italiane.

Parallelamente Amyralia, oggi ancora molto dipendente dall' "*indotto interno*" (circa ¾ dei ricavi generati) dovrebbe beneficiare di un crescente *focus* manageriale teso allo sviluppo del *business* della formazione manageriale, relativamente alla quale il *management* non ha escluso opportunità di *M&A*.

Soluzione Meeting, per la quale non sono attese significative aperture di nuovi *Business Center* durante il periodo analizzato, potrà beneficiare del consolidamento della neo-acquisita RE Business s.r.l.. A tale riguardo, se per un verso, il recente sviluppo in Italia del segmento dell'*Instant Buying* non offre solidi punti di ancoraggio per poter fondatamente dimensionare le potenzialità di sviluppo della neo-acquisita, siamo fiduciosi che la controllata potrà alimentare opportunità di investimento immobiliare ai clienti del gruppo, ed in particolare ai soci membri del Club Quantico, così favorendo un processo di crescente fidelizzazione della propria base clienti.

Per converso, ci aspettiamo che Yuxme registrerà ricavi di poco superiori a quelli attesi nel 2023. A tale proposito, crediamo che gli sviluppi tecnologici di Yuxme ed i progressi raggiunti nell'implementazione di algoritmi di intelligenza artificiale continueranno a rappresentare uno strumento più funzionale all'acquisizione e fidelizzazione di nuova clientela che alla generazione di *business stand alone*.

Allcore – 2022-26E Allcore Net Turnover Bridge by Business Unit (€ mn) and Turnover Growth Dependence from ST (%)



Source: Company data & Websim Corporate estimates

In sintesi, per quanto confermata la centralità del ruolo delle attività di pianificazione fiscale e gestione contabile, ci attendiamo che la crescita del gruppo sarà guidata in misura crescente dagli altri *business* verticali. Basti osservare come l'89% della crescita dei ricavi consolidati 2023 dovrebbe essere guidata da ST, mentre tale percentuale si riduce al 58% nel triennio 2023-26.

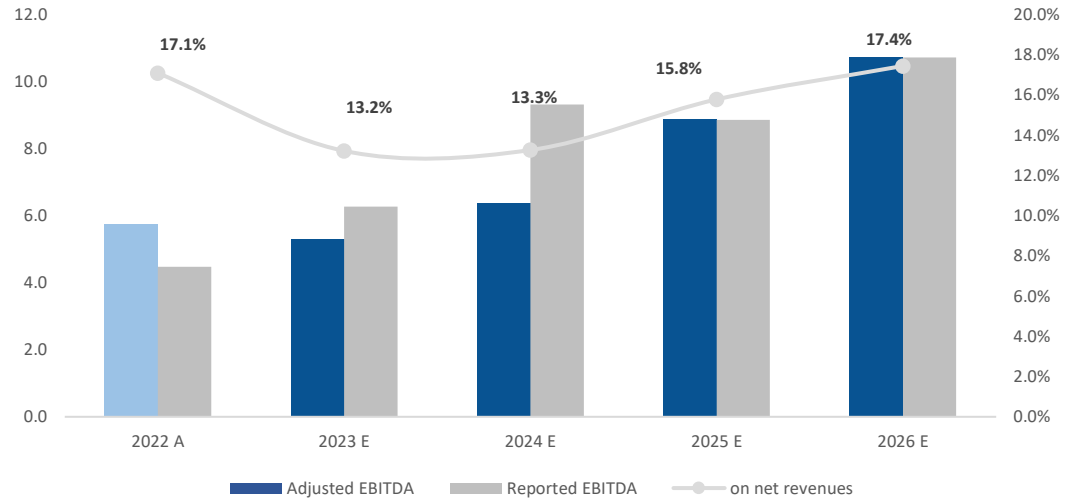
Relativamente allo sviluppo dei ricavi, ed al conseguente impatto sulla redditività di gruppo, segnaliamo l'oramai imminente *go-live* del nuovo *ERP* Odoo. Nonostante la Società abbia adottato le necessarie precauzioni[88], è risaputo che l'implementazione di nuovi *ERP* possa avere ripercussioni di corto raggio rinvenienti da una non impeccabile capacità di processare i dati, ivi compresi i dati migrati dalla base dati esistente, così come da una scarsa familiarità dei componenti l'organizzazione con i rivisitati flussi organizzativi. Quest'area di attenzione sarà monitorata e oggetto di specifici confronti con il *management* di Allcore nei prossimi mesi.

[87] A fronte degli "*ottimi segnali di performance*"..[..].."*a pochi giorni dal lancio*", il *management* ha formulato "*previsioni, limitate ai soli clienti attualmente registrati*"..[..]..per "*circa €5 milioni di erogato entro la fine del 2023*"; fonte Allcore Consolidated Report 1H2023

[88] L'implementazione del nuovo *ERP* Odoo ha previsto*, inter alia*, lo spegnimento posticipato nel tempo dei *software* gestionali attualmente impiegati dalla Società, consentendo alla stessa di gestire le attività di *go live* in una logica di "doppio binario"

Grazie ad una crescita a doppia cifra dei ricavi consolidati, stimiamo un aumento della redditività operativa lorda a*djusted*[89] più che proporzionale: stimiamo infatti che l'*adjusted* EBITDA *margin* 2026 si attesti al 17.4%, in crescita di 420 punti base rispetto al 13.2% atteso per il corrente esercizio fiscale, corrispondente ad un EBITDA *adjusted* pari a €10.7 milioni.

Allcore – 2022-26E Consolidated Reported EBITDA, Adjusted EBITDA (€ mn) and Adjusted EBITDA margin



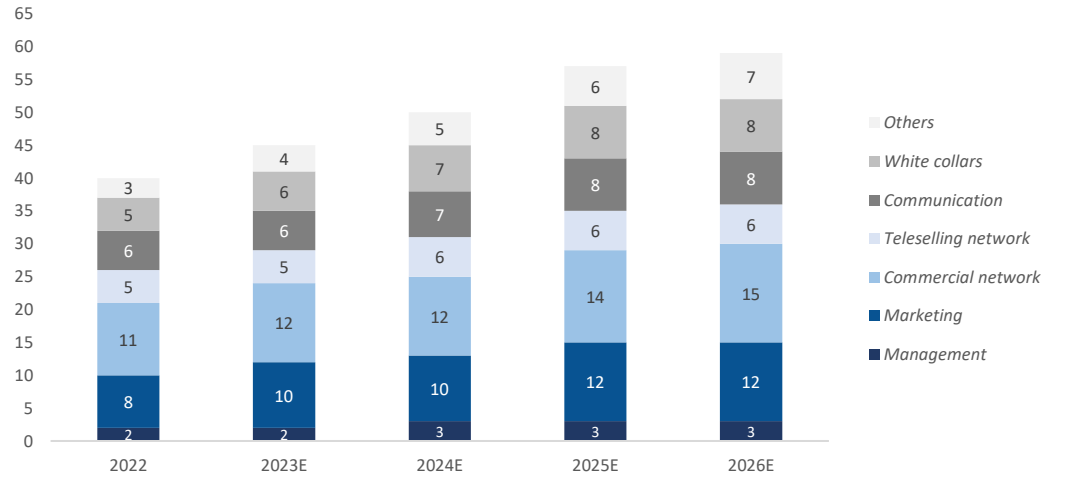
Source: Company data & Websim Corporate estimates

Come vedremo oltre, i risultati 2023 e 2024 dovrebbero beneficiare del disinvestimento degli investimenti immobiliari effettuati dai veicoli QRE2 (2023), QRE3 (2023) e RSM (2024). Le implicazioni bilancistiche derivanti da tali investimenti sono duplici: da un lato, i proventi rinvenienti da tali dismissioni apporteranno un contributo positivo (e non trascurabile in ottica consolidata) all'EBITDA consolidato; dall'altro, diluiranno il *RoACE* di gruppo in virtù del capitale investito in tali iniziative e del consolidamento integrale dei veicoli societari promotori gli investimenti.

Stanti le specificità che caratterizzano l'operatività della capogruppo, abbiamo preferito non concentrarci sul *reporting* divisionale, ed in particolare sulla redditività attribuita a ciascuna *Business Unit*. A questa conclusione siamo giunti dopo aver esaminato i bilanci delle singole entità giuridiche incluse nel perimetro di consolidamento, avendo osservato come differenti *driver* di allocazione dei costi di cui la capogruppo si fa carico (per attività di "*service*" di cui le controllate beneficiano direttamente e indirettamente) possano alterare in misura significativa le *performance* reddituali delle singole controllate (ma non consolidate).

Per questa ragione, abbiamo preferito aprire un *focus* su aree specifiche, che, per quanto riconducibili alla capogruppo Allcore S.p.A., sono funzionali allo sviluppo delle società operative controllate. Queste sono:

Allcore S.p.A. – 2022-26E Allcore S.p.A. Personnel Evolution by Function (# FTE)

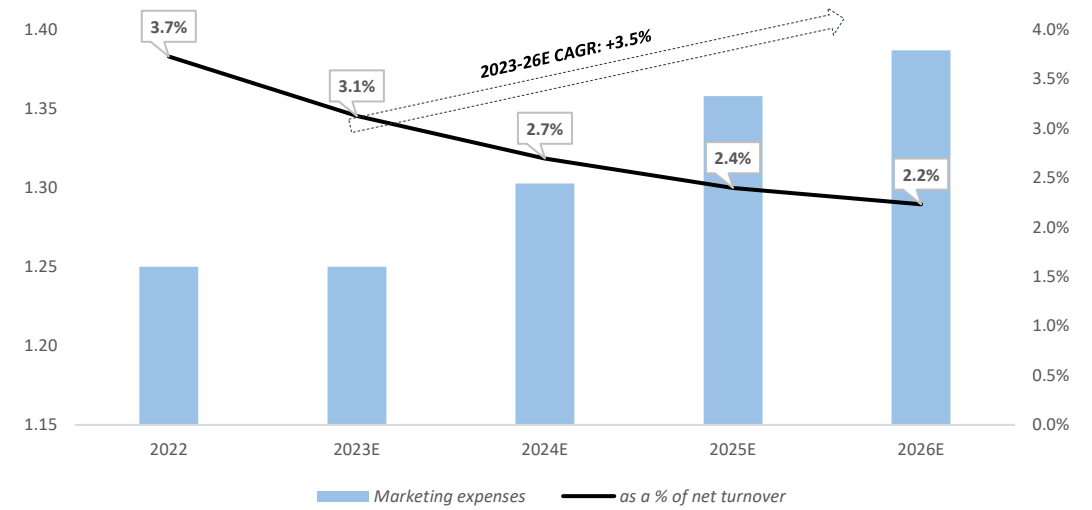


Source: Company data & Websim Corporate estimates

[89] i.e. EBITDA adjusted

- la **Struttura Organizzativa**, che riteniamo essenziale per il raggiungimento degli obiettivi di gruppo, stanti le attività che la Società gestisce centralmente (i.e. pensiero strategico, *HR*, flussi organizzativi, comunicazione e *marketing*, *PR*, etc.) ed eroga alle società operative controllate. Da 40 *FTE* mediamente impiegati nel corso del 2022, stimiamo che il **numero di collaboratori impiegati da Allcore S.p.A. possa crescere a c.a. 60 nel 2026, con le aree del *marketing* e della rete commerciale tra le principali beneficiarie dei nuovi inserimenti**.

Allcore – 2022-26E Marketing Expenses Evolution (€ mn and % of Consolidated Net Turnover)



Source: Company data & Websim Corporate estimates

- l'evoluzione delle **spese di *marketing*** a supporto della generazione di *lead* nonché dell'ulteriore rafforzamento dell'*awareness* dei *brand* del gruppo. A tale riguardo, ci attendiamo che la Società si adopererà nell'investire cifre crescenti in attività di comunicazione e *marketing*, ma che il **ritmo di crescita di tali "investimenti" sarà meno che proporzionale (2023-26E CAGR: +3.5%) rispetto a quello del *business*** in virtù di una maggior focalizzazione su ST e sulle attività di *cross-selling* intragruppo. Ne conseguirà una graduale riduzione delle risorse di marketing di cui le società operative controllate potranno disporre nei prossimi anni.

La combinazione del *mix* di ricavi atteso, da cui i costi variabili ad essi direttamente riconducibili, e le evoluzioni della struttura organizzativa, stimiamo che l'EBITDA *adjusted*, atteso a €5.3 milioni nel 2023 possa raddoppiare, a €10.7 milioni, nel 2026.

Come anticipato, il riferimento a valori "*adjusted*" è dettato dall'aspettativa che la Società registrerà proventi non ricorrenti sia nel corrente esercizio fiscale che nel 2024: nel terzo trimestre si è infatti conclusa la cessione degli *assets immobiliari* detenuti dal veicolo QRE2, nel quarto trimestre QRE3 dovrebbe completare la cessione degli *assets* in portafoglio mentre nel primo semestre 2024 dovrebbe essere RSM a finalizzare la cessione dell'immobile di proprietà.

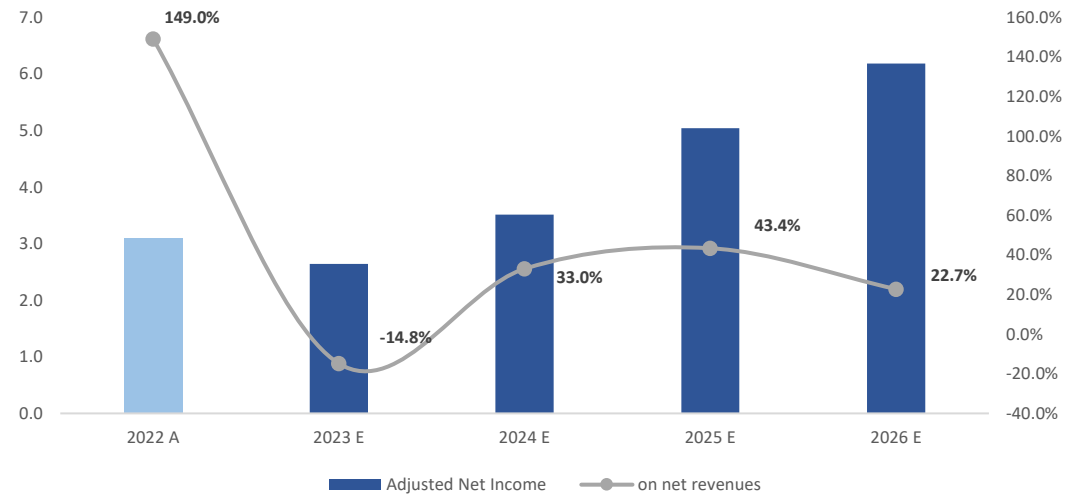
Essendo veicoli consolidati integralmente, ma dei quali la Società detiene quote di larga minoranza, le plusvalenze che si origineranno potrebbero avere un impatto significativo (e distorsivo) sulle dinamiche del *core business*.

Per quanto non si tratti di una sola e isolata operazione immobiliare abbiamo ritenuto di classificare i proventi che tali cessioni genereranno non ripetitivi (e quindi "*non recurring*"), trattandosi di operazioni collaterali al *core business* societario.

L'utile netto consolidato *adjusted*, atteso a €2.6 milioni nel 2023, è stimato crescere ad un ritmo del 30% medio annuo nei tre anni successivi, attestandosi a €6.2 milioni nel 2026. Tale è sostanzialmente riconducibile alle dinamiche operative precedentemente citate, non attendendoci elementi di significativa discontinuità nell'andamento prospettico di ammortamenti, svalutazioni, poste finanziarie e fiscali[90].

[90] Ci attendiamo che i crediti fiscali di cui gode RSM in virtù dell'intervento di riqualificazioni edilizia effettuato sull'immobile sito in Roma, saranno confermati in seno alla Società anche a seguito della cessione dell'immobile e della liquidazione della controllata

Allcore – 2022-26E Consolidated Adjusted Net Income (€ mn) and Adjusted Net Margin (%) Evolution

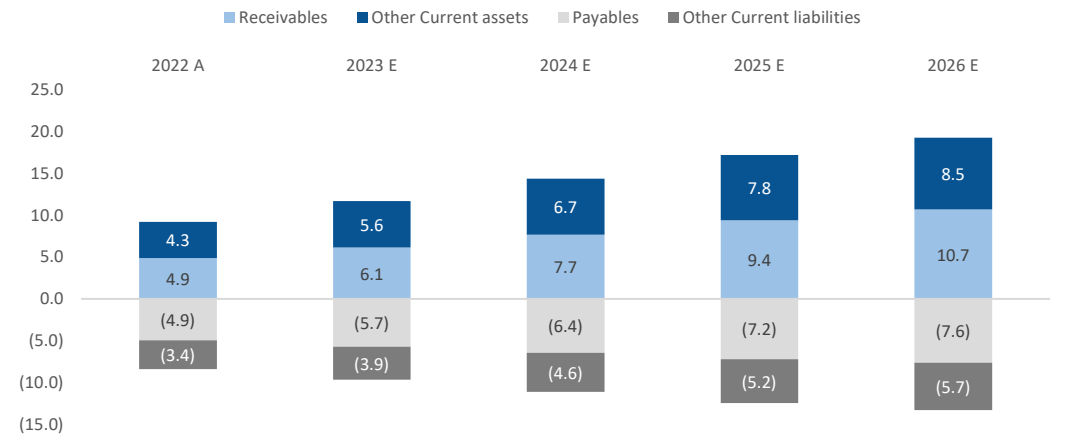


Source: Company data & Websim Corporate estimates

Quanto alle principali poste patrimoniali e finanziarie, **il *business model* della Società si caratterizza per un limitato assorbimento di capitale e per un elevato *cash conversion rate***.

Capitale Circolante Netto: le peculiarietà operative che caratterizzano il *business* di Allcore si riflettono in una morfologia del capitale circolante netto caratterizzata, strutturalmente, da un limitato impiego di capitale. Ciò è dovuto a: i) l'assenza di magazzino, ii) una veloce rotazione dei crediti, favorita dagli incassi anticipati che caratterizzano la prestazione dei servizi di Soluzione Tasse e i\ii) da una rotazione dei debiti commerciali sostanzialmente allineata a quella dei crediti commerciali. Parimenti, anche crediti e debiti non strettamente commerciali[91] (ma comunque contabilizzati nell'attivo corrente), non hanno storicamente assorbito capitale significativo; non ci attendiamo che tale tendenza vari significativamente negli anni a venire. Tradotto in numeri, stimiamo che il Capitale Circolante Netto della Società si attesti a quota €1.9 milioni nel 2023, in aumento di €0.8 milioni rispetto al 31.12.2022, dovuto ad una diversa composizione del *mix* ricavi, e a €6.0 milioni nel 2026.

Allcore – 2022-26E Consolidated Net Working Capital (€ mn and as a % of consolidated net turnover)



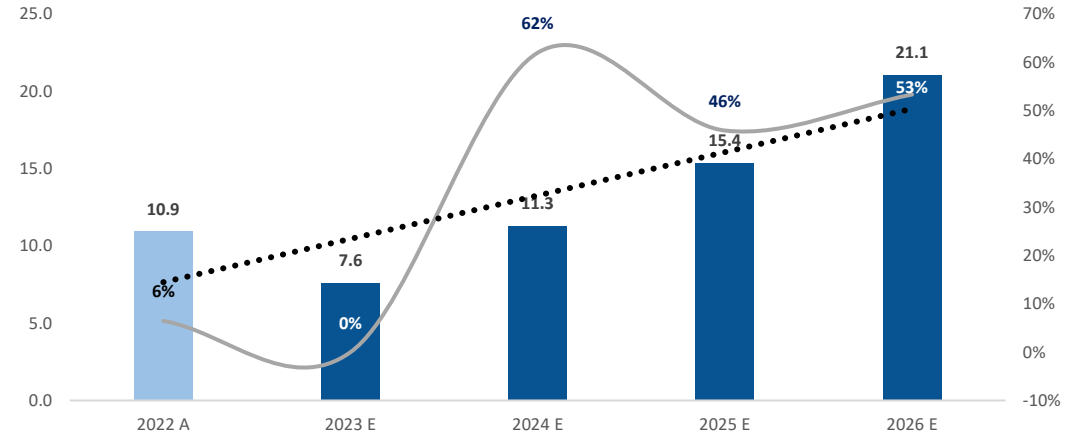
Source: Company data & Websim Corporate estimates

Investimenti: stimiamo che gli investimenti in conto capitale più significativi siano già stati effettuati dalla Società negli anni 2020-2023. Pertanto, negli anni 2024-26 abbiamo ipotizzato che vengano effettuati investimenti per €1.5 milioni per anno, prevalentemente indirizzati a *enhancements* di carattere tecnologico e sempre meno devoluti ad un ulteriore ampliamento della rete fisica dei *Business Center*, relativamente ai quali non ci attendiamo nuove aperture nel periodo oggetto di analisi.

[91] Ricomprese nell'attivo circolante al 30.06.23 sono le immobilizzazioni destinate alla vendita (i.e. QRE2 e QRE3) per un valore complessivo di €1.4 milioni. Parimenti, erano presenti crediti tributari per €1.8 milioni, debiti tributari per €1.1 milioni e debiti verso altri creditori per €0.6 milioni

Posizione finanziaria netta[92]: stimiamo che la posizione finanziaria consolidata si attesti a €7.6 milioni al 31.12.2023 e che grazie all'elevato *cash conversion rate* (2024-26: ≈55%) che caratterizza la Società la posizione finanziaria netta possa raggiungere quota €21.1 milioni al 31.12.2026. Questa proiezione sconta: i) la cessione degli investimenti immobiliari detenuti dai veicoli QRE2 e QRE3 ii) la cessione dell'immobile posseduto da RSM nel primo semestre 2024 con conferma, in capo alla Società, dei crediti fiscali rinvenienti dalle opere di riqualificazione effettuate, iii) nessuna distribuzione di dividendi a valere sugli esercizi fiscali 2023, 2024 e 2025 e iv) nessuna acquisizione ulteriore rispetto a quanto già pubblicamente annunciato.

Allcore – 2022-26E Consolidated Net Financial Position Evolution (€ mn) and Cash Conversion Rate (%)

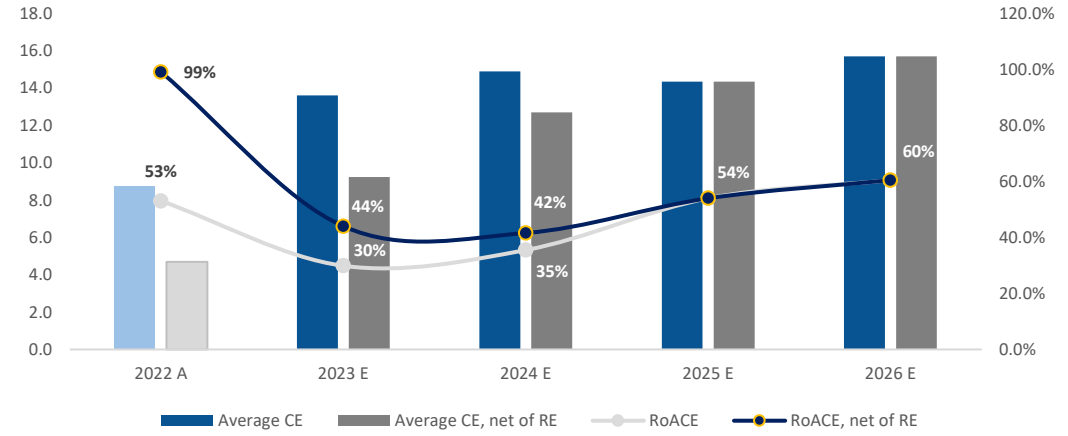


Source: Company data & Websim Corporate estimates

Quanto alle determinanti la posizione finanziaria netta, al 30.06.2023 la Società aveva debiti nei confronti del sistema bancario per €0.6 milioni[93] (di cui €0.2 milioni in scadenza entro i successivi 12 mesi) e depositi bancari "a vista" per €7.4 milioni[94]. Stante la capiente riserva di liquidità, nonché la generazione di cassa attesa nei prossimi anni, la Società non ha in programma l'accensione di nuovi finanziamenti.

RoACE: stimiamo che la Società chiuda il 2023 con un *RoACE*[95] pari al 29.9% e che il ritorno sul capitale investito possa crescere significativamente, sino al 60.4% nel 2026, grazie ad un una limitata crescita del capitale investito e ad una crescita a doppia cifra stimata per l'EBIT *adjusted* consolidato (2023-26 EBIT CAGR: >30%). Stanti gli impatti bilancistici riconducibili agli investimenti immobiliari, crediamo che una misurazione corretta delle performance del core business non possa prescindere dal *carve out* del capitale investito in attività *real estate* destinate alla rivendita. Così operando, il *RoACE* 2023 e 2024, per quanto in contrazione rispetto ai valori 2022 a causa degli investimenti in infrastruttura e organizzazione effettuati dalla Società, si collocherebbe al di sopra di quota 40%, valore di gran lunga superiore al costo medio del capitale.

Allcore – 2022-26E Average Capital Employed (€ mn) and RoACE (%) Evolution



Source: Company data & Websim Corporate estimates

[92] Ai fini delle stime in oggetto, non abbiamo considerato, coerentemente con la relativa contabilizzazione, gli investimenti in fondi obbligazionari e azionari nonché gli investimenti in criptovalute non denominate in € ai fini della determinazione della PFN. Tali investimenti, per complessivi pari a ≈ €2.1 milioni, continueranno ad essere contabilizzati al costo, rispettivamente nelle Immobilizzazioni Finanziarie e Intangibili

[93] Non sono presenti a bilancio debiti assistiti da garanzie reali sui beni sociali (ex art. 2427, comma 6 Cod.Civ.)

[94] Segnaliamo che la Società ha deliberato l'autorizzazione ad investire parte della propria tesoreria in criptovalute (contestualmente autorizzando la ricezione di pagamenti nelle medesime valute)

[95] RoACE: *Return on Average Capital Employed*

Segnaliamo che, al fine di sostenere lo sviluppo della Società, a fine 2022 Allcore ha dato mandato ad una società specializzata per la ricerca di *target* di M&A, con l'obiettivo di integrare e completare l'offerta dei servizi erogati. I settori a cui la Società guarda con interesse gravitano nell'ambito della formazione manageriale, volta ad integrare i servizi erogati dal Amyralia, del recupero crediti, a complemento delle attività svolte da Finera nonché del c.d. *"Instant Buying"*.

Relativamente a quest'ultimo, la Società ha annunciato in data 1° novembre di aver sottoscritto un accordo vincolante per l'investimento in RE Business s.r.l., PMI attiva nel settore immobiliare del c.d. "*instant buying*", tramite il portale proprietario "Acquistiamolatuacasa.it". Obiettivo dichiarato dell'acquisizione si sostanzia nel potenziamento delle attività di *club deal* rivolte ai soci membri del *Club* Quantico, oltre che all'acquisizione di *know-how* tecnologicamente avanzato.

RE Business, tramite il proprio portale, supportato da algoritmi di intelligenza artificiale dedicati al monitoraggio ed analisi degli annunci pubblicati dai propri utenti, acquista immobili ad uso residenziale nel comune di Roma attraverso offerte istantanee che consentono l'acquisizione di immobili entro 30 giorni dall'accettazione dell'offerta per poi rivenderle, dopo averne eventualmente ristrutturato i locali.

L'accordo di investimento prevede che la Società, tramite la controllata Soluzione Meeting s.r.l[96]., acquisisca una partecipazione di maggioranza, pari al 51.22% del capitale sociale, a fronte della sottoscrizione e contestuale versamento in denaro di un aumento di capitale di importo pari a €1.386 milioni, interamente finanziato tramite ricorso a risorse proprie. Il restante 48.78% del capitale sociale, per converso, continuerà ad essere detenuto dal fondatore, Andrea Antonucci che continuerà a svolgere una funzione strategico-direzionale all'interno della società controllata. Al *Closing*, le Parti sottoscriveranno un Patto Parasociale, tra le clausole del quale sarà previsto un accordo di *lock-up* per i prossimi 5 anni ed impegni di stabilità a carico del fondatore di RE Business per un analogo periodo di tempo, ossia sino all'approvazione del bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2028.

Al 31.12.2022, Re Business s.r.l. ha registrato un valore della produzione di €2.35 milioni, un EBITDA di €386.000, un utile netto di €260.000 ed una posizione finanziaria netta pari a €502.000. Stanti i valori precedentemente descritti, l'acquisizione della partecipazione di maggioranza in RE Business s.r.l.è avvenuta a 0.8x il valore della produzione 2022, a 4.7x l'EBITDA nonché a 5.3x l'utile netto[97].

La Società si aspetta che il *Closing* dell'operazione possa avvenire entro il 31.12.2023, potendo così consolidare la società acquisita con decorrenza dal 1° gennaio 2024.

Il *management* ha inoltre confermato di avere allo studio **ulteriori acquisizioni *bolt-on***. Le aree di maggior interesse riguardano il settore del recupero crediti, da ciò escludendo le attività di gestione di portafogli di *Non Performing Loans*, e l'ambito della formazione. Pur non avendo garanzie circa la finalizzazione di tali operazioni, il *management* ha anticipato che il fatturato aggregato delle società *target* oggetto di valutazione si colloca in area €4/5 milioni e che il possibile esborso finanziario sarebbe compatibile con le attuali disponibilità liquide della Società.

Politica dei dividendi: non esiste una politica dei dividendi. Da un confronto con il *management* è emerso come la Società non abbia intenzione di impegnarsi nell'adozione di una politica dei dividendi codificata e vincolante. A fronte della distribuzione di un dividendo pari a €0.10 per azione a valere sugli utili registrati nel 2022 (con data di stacco cedola l'8 maggio 2023), la futura distribuzione di dividendi ulteriori verrà valutata in funzione della liquidità disponibile e delle eventuali opportunità di investimento che si concretizzeranno, sottolineando una preferenza all'utilizzo della cassa per lo sviluppo del *business* del gruppo rispetto alla distribuzione della liquidità tramite pagamento di dividendi. Condividiamo l'approccio flessibile del *management*, associandoci nel preferire un utilizzo della liquidità esistente, cui si sommerà quella generata negli anni a venire, *pro domo business*.

Per concludere, le nostre stime non includono ulteriori acquisti di azioni proprie. Peraltro, gli importi sino ad oggi registrati[98], qualora confermati anche nei mesi a venire, non hanno *magnitudo* tale da influenzare significativamente il profilo finanziario della Società. Considerando i volumi scambiati dal titolo negli ultimi 12 mesi e la quota di mercato avuta da Allcore nell'acquisto delle azioni proprie attualmente detenute, l'acquisto di ulteriori azioni proprie potrebbe infatti comportare il drenaggio di ≈ €0.1 milioni.

[96] Società controllata da Allcore che ne detiene l'89.2% del capitale sociale

[97] Il multiplo P/E dell'acquisizione è stato calcolato su base pre-money. Nel caso lo si volesse guardare in ottica *post-money*, tale *ratio* salirebbe a 10.4, come diretta conseguenza della *size* dell'aumento di capitale tramite il quale Soluzione Meeting s.r.l. acquisirà la maggioranza del capitale sociale.

[98] Dall'avvio del piano di riacquisto di azioni proprie, ossia nei 18 mesi che hanno preceduto la pubblicazione di questo *report*, la Società ha complessivamente investito €413,476, acquisendo sul mercato n. 195,713 azioni, pari al 3.1% dei volumi scambiati nel periodo.

Sulla base di quanto precede, riportiamo qui a seguito i prospetti consolidati economico-finanziari e patrimoniali del gruppo Allcore.

Allcore – 2022-26E Profit & Loss Account (€ mn)

(€ mn)	2022 A	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Net revenues	**33.6**	**40.1**	**48.0**	**56.1**	**61.5**
YoY growth	*27.6%*	*19.3%*	*19.8%*	*17.0%*	*9.5%*
Value of production	**36.1**	**43.4**	**52.1**	**57.1**	**62.5**
YoY growth	*31.3%*	*20.2%*	*20.3%*	*9.6%*	*9.3%*
Reported EBITDA	**4.5**	**6.3**	**9.3**	**8.9**	**10.7**
YoY growth	*108.2%*	*40.2%*	*48.5%*	*-4.9%*	*21.0%*
Reported EBITDA margin (%)	*13.3%*	*15.7%*	*19.4%*	*15.8%*	*17.4%*
Non recurring items	1.3	(1.0)	(3.0)	0.0	0.0
Adjusted EBITDA	**5.7**	**5.3**	**6.4**	**8.9**	**10.7**
Adjusted EBITDA margin (%)	*17.1%*	*13.2%*	*13.3%*	*15.8%*	*17.4%*
Reported EBIT	**3.4**	**5.0**	**8.2**	**7.7**	**9.5**
Reported EBIT margin (%)	*10.1%*	*12.6%*	*17.1%*	*13.8%*	*15.4%*
Pretax	**3.5**	**5.0**	**8.2**	**7.7**	**9.5**
Taxes	(0.9)	(1.4)	(2.3)	(2.1)	(2.6)
tax load ratio (%)	*25.1%*	*27.5%*	*27.5%*	*27.5%*	*27.5%*
Minority Interests	(0.4)	(0.9)	(1.9)	(0.6)	(0.7)
Net income	**2.2**	**2.7**	**4.0**	**5.0**	**6.2**
YoY growth	*73.0%*	*25.4%*	*49.4%*	*24.7%*	*22.7%*
Adjusted Net income	**3.1**	**2.6**	**3.5**	**5.0**	**6.2**
YoY growth	*149.0%*	*-14.8%*	*33.0%*	*43.4%*	*22.7%*

Source: Company data & Websim Corporate estimates

Allcore – 2022-26E Balance Sheet Statement (€ mn)

(€ mn)	2022 A	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Fixed Assets	11.3	15.5	11.8	12.4	12.8
Net Working Capital	1.1	1.9	3.3	4.7	6.0
Provisions	(1.1)	(0.5)	(0.7)	(0.9)	(1.1)
Net Capital employed	**11.0**	**16.2**	**13.6**	**15.1**	**16.3**
Equity	21.9	23.8	24.9	30.5	37.3
Net Cash (Debt)	**10.9**	**7.6**	**11.3**	**15.4**	**21.1**

Source: Company data & Websim Corporate estimates

Allcore – 2022-26E Cashflow Statement (€ mn)

(€ mn)	2022 A	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Operating Cashflow	**4.1**	**3.3**	**5.9**	**5.6**	**7.2**
Capital expenditures	(3.8)	(4.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
Disposals (acquisitions)	(2.3)	0.7	4.4	0.0	0.0
Rights issue	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payment	0.0	(1.5)	0.0	0.0	0.0
Shares buy back	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
Δ Minority interests	0.8	(1.7)	(4.9)	0.0	0.0
Other items	0.0	0.7	(0.3)	0.0	0.0
Cashflow	**(1.4)**	**(3.3)**	**3.7**	**4.1**	**5.7**

Source: Company data & Websim Corporate estimates

Valuation

Ai fini della valutazione della Società abbiamo utilizzato tre differenti approcci valutativi: i) un ***Discounted Cashflow Model***, ii) una **valutazione sui multipli** prospettici di società comparabili e iii) un **PEG Ratio analysis**, ossia un approccio valutativo che relativizza il P/E medio delle società comparabili al tasso di crescita dell'EPS mediamente atteso dal campione di società analizzate.

Discounted Cashflow Model

Nell'applicazione del metodo del *Discounted Cashflow Model* abbiamo utilizzato le stime esplicite 2023-27 rinvenienti dal nostro modello, stime 2028-29 che convergono al tasso di crescita perpetua (i.e. "*g*") ed un flusso terminale 2020, funzionale al calcolo del valore terminale della Società.

Allcore – Discounted Cashflow Model (€ mn)

(€ mn)	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	TV
Net Revenues	40.1	48.0	56.1	61.5	65.0	67.0	69.0	71.1
YoY growth	*19.3%*	*19.8%*	*17.0%*	*9.5%*	*5.8%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
Adjusted EBITDA	**5.3**	**6.4**	**8.9**	**10.7**	**11.9**	**12.3**	**12.7**	**13.0**
Adjusted EBITDA margin	*13.2%*	*13.3%*	*15.8%*	*17.4%*	*18.4%*	*18.4%*	*18.4%*	*18.4%*
D&A	(0.7)	(0.8)	(1.0)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.5)
Adjusted EBIT	**4.6**	**5.5**	**7.9**	**9.7**	**10.8**	**11.1**	**11.4**	**11.5**
Adjusted EBIT margin	*11.4%*	*11.5%*	*14.1%*	*15.7%*	*16.6%*	*16.6%*	*16.6%*	*16.2%*
Taxes	(1.3)	(1.5)	(2.2)	(2.7)	(3.0)	(3.1)	(3.1)	(3.2)
tax rate	*27.5%*	*27.5%*	*27.5%*	*27.5%*	*27.5%*	*27.5%*	*27.5%*	*27.5%*
NOPAT	**3.3**	**4.0**	**5.7**	**7.0**	**7.8**	**8.1**	**8.3**	**8.4**
D&A	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.5
Change in Working Capital	(0.8)	(1.4)	(1.5)	(1.2)	(1.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Capex	(4.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
% Capex on net turnover	*-11.2%*	*-3.1%*	*-2.7%*	*-2.4%*	*-2.3%*	*-2.2%*	*-2.2%*	*-2.1%*
Free CashFlow	**(1.2)**	**2.0**	**3.7**	**5.3**	**6.5**	**7.5**	**7.8**	**8.1**
Discounting factor	*1.00*	*0.91*	*0.83*	*0.75*	*0.68*	*0.62*	*0.56*	*0.51*
Discounted Free Cash Flow	(1.2)	1.8	3.1	4.0	4.4	4.7	4.4	4.2

Source: Websim Corporate estimates

Le principali assunzioni utilizzate per la determinazione del *WACC*[99] della Società hanno interessato le seguenti variabili:

- Tasso *Free Risk* pari al **4.5%;**
- *Equity Risk Premium* pari al **5.5%**;
- **Beta pari a 1.00**, superiore a quello rilevato per la Società dalla data di *IPO*[100] ma allineato al beta medio delle società comparabili selezionate;
- **Tasso di crescita perpetua "g" pari al 3.0%**: trattandosi di tassi di crescita nominale, il tasso del 3.0% sottende un tasso di inflazione perpetua al 2.0% ed un tasso di crescita reale pari allo 1.0%, coerente con lo sviluppo storicamente registrato dal reddito medio dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili[101];
- **Interessi di minoranza** valorizzati al prezzo di cessione atteso (veicoli di investimento immobiliare: QRE2, QRE3 e RSM), ai valori di transazione (RE Business s.r.l.) e ad un P/BV corrispondente a quello della controllante Allcore (partecipazioni di minoranza riconducibili alle società operative controllate);
- **Azioni *fully diluted*** che considerano sia il numero di azioni potenzialmente rinvenienti (e non ancora emesse) dal Piano di Incentivazione Monetaria e Azionaria 2022-24 che il *netting* per le azioni proprie detenute, attualmente, dalla Società.

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione che si sostanzia in un ***Enterprise Value* pari a €81 milioni**, di cui oltre il 70% riconducibile al valore terminale della Società, e in una ***Market Capitalization* pari a €79 milioni, equivalente** a **€5.05 per azione *fully diluted***.

[99] WACC: *Weighted Average Cost of Capital*

[100] I limitati scambi registrati sul titolo Allcore dall'inizio dell'anno (<1.2 milioni di titoli), circostanza peraltro comune a molti titoli quotati ad EuroNext Growth Milan, ci ha suggerito di utilizzare un beta che potesse essere maggiormente rappresentativo della volatilità del titolo in un contesto di mercato "normalizzato" rispetto a quanto effettivamente registrato (*raw* beta: 0.371, *adjusted* beta: 0.581)

[101] La crescita media reale del reddito medio lordo generato dai Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili iscritti all'Albo nel periodo 2010-22 è stato pari allo 0.9%

Allcore – Discounted Cashflow Summary	
A) 2023-29 Discounted Free Cashflows	21.1
Terminal Value	116.4
Discounting factor	0.51
B) Discounted Terminal Value	59.7
C) = (A+B) Enterprise Value	**80.9**
Net financial position @ 31.12.2022	10.9
Minority Interests	(11.3)
Associates	0.0
Treasury shares	0.0
Cash-out/in for acquisitions/disposals	(1.4)
Equity Value	**79.1**
Number of fully diluted shares (mn)	15.7
Fair Value per share (€)	**5.05**

Source: Websim Corporate estimates

Stante la rilevanza del valore terminale rispetto al valore complessivo riconosciuto alla Società, abbiamo performato un'analisi di sensitività valutando come evolverebbe la valutazione per azione della Società al variare del costo medio ponderato del capitale ("WACC") e al tasso terminale di crescita ipotizzato ("*g*").

Fair Value Sensitivity to WACC & Terminal Growth (g)					
	8.0%	9.0%	**10.0%**	11.0%	12.0%
1.0%	4.86	4.41	**4.05**	3.77	3.54
1.5%	5.19	4.66	**4.26**	3.94	3.68
2.0%	5.58	4.95	**4.49**	4.13	3.84
2.5%	6.03	5.29	**4.75**	4.34	4.01
3.0%	**6.58**	**5.69**	**5.05**	**4.57**	**4.20**
3.5%	7.24	6.15	**5.40**	4.84	4.42
4.0%	8.08	6.71	**5.80**	5.15	4.66
4.5%	9.15	7.39	**6.28**	5.50	4.94
5.0%	10.58	8.25	**6.85**	5.91	5.25

Peer Multiple Comparison

Nell'utilizzo del metodo valutativo dei multipli delle società comparabili, aspetto chiave consta nella selezione di un campione di società che abbiano caratteristiche, modelli di *business* e mercato di riferimento assimilabili a quelli della Società, consapevoli che società perfettamente omologhe e sovrapponibili possano difficilmente esistere.

Se da un lato, infatti, esistono società quotate il cui business è incentrato nell'erogazione di prestazioni consulenziali, dall'altro non abbiamo riscontrato in queste società modalità di acquisizione e gestione della clientela analoghe a quelle utilizzate da Allcore, grazie alle quali la Società è stata in grado di registrare *performance* di grande rilievo nonostante la maturità del mercato di riferimento.

Abbiamo quindi selezionato un ampio campione di società che è stato a sua volta segmentato in base ai criteri di selezione utilizzati.

Nello specifico, abbiamo selezionato le società quotate operanti nell'ambito della **pianificazione fiscale** e **gestione contabile**, attività prevalente e primaria di Allcore, creando un **campione di società comparabili "core"**.

Un secondo **campione di società "*second best*"** è stato selezionato avendo a riferimento l'aspetto predominante del **business consulenziale**, con ciò prescindendo dall'area nella quale la consulenza venga erogata.

Il terzo **campione di società "*far from core*"** il cui *business* consiste **nell'erogazione di servizi alle imprese,** seppur in ambiti eterogenei e, a volte, distanti delle aree di operatività della Società.

Come evidenziato nella tabella che segue, i multipli utilizzati per la valutazione della Società sono consistiti in: **P/E, EV/EBITDA** ed **EV /EBIT**. Per carenza di dati di *consensus* non ci è stato possibile utilizzare i multipli EV/CAPITAL EMPLOYED. Il **periodo di analisi** ha coperto gli anni **2024** e **2025**.

Allcore – 2023-25 Comparables Trading Multiples

Company	FX	Price	Mkt Cap	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
				23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
Allcore (@Mkt price, Websim est.)	EUR	1.75	26.2	9.9	7.6	5.5	5.1	2.7	1.7	6.7	3.3	1.9
H&R Block	USD	47.2	6,204.6	11.1	10.1	8.7	8.9	8.6	8.6	10.2	9.9	9.7
CBIZ	USD	58.4	2,658.4	24.8	21.7	18.9	16.0	14.7	14.1	19.4	17.1	n.a.
ECIT AS	NOK	7.8	230.6	14.3	10.7	8.4	9.1	7.5	6.1	16.0	12.1	9.5
Aallon Group	EUR	9.6	37.7	13.2	11.9	11.3	7.7	7.2	6.8	n.a.	n.a.	n.a.
Core Sample - Mean (55%)			**2,282.8**	**15.8**	**13.6**	**11.8**	**10.4**	**9.5**	**8.9**	**15.2**	**13.0**	**9.6**
TriNet Group	USD	112.9	5,210.6	15.3	16.3	15.0	10.0	11.8	11.5	14.9	16.5	14.6
MutuiOnLine Group	EUR	28.0	1,120.0	22.5	18.2	14.9	13.4	12.0	10.7	20.4	17.0	14.6
CRA International	USD	97.1	621.3	19.6	16.9	n.a.	12.6	11.4	n.a.	15.5	13.7	n.a.
Franklin Covey	USD	40.1	492.0	23.3	18.4	n.a.	10.0	8.5	n.a.	15.0	12.1	n.a.
Second Best Sample - Mean (30%)			**1,861.0**	**20.2**	**17.5**	**15.0**	**11.5**	**10.9**	**11.1**	**16.5**	**14.8**	**14.6**
Accenture	USD	334.0	191,634.0	27.3	25.1	22.5	16.4	15.0	13.7	19.9	18.3	16.4
Booz Allen Hamilton	USD	128.2	15,272.7	25.4	22.8	21.0	17.5	16.2	15.4	20.6	18.4	17.5
FTI Consulting	USD	221.8	7,198.0	31.6	27.2	22.0	21.4	18.5	16.5	24.2	20.8	17.4
ICF International	USD	131.9	2,269.2	20.5	19.5	17.1	15.2	14.2	13.0	23.2	19.7	16.9
Huron Consulting	USD	105.5	1,807.6	22.1	19.2	17.6	14.6	12.9	12.0	18.5	15.1	14.8
Avantax	USD	26.0	874.9	20.8	22.6	n.a.	9.2	8.6	n.a.	42.3	18.0	n.a.
Tinexta	EUR	17.4	821.9	16.3	13.7	11.3	9.5	8.2	7.0	13.6	11.3	9.1
Forrester Research	USD	25.5	447.9	13.3	15.3	13.3	7.5	8.5	6.9	8.9	10.3	8.3
Resources Connection	USD	14.0	431.8	15.1	8.4	9.9	7.6	4.6	5.1	13.3	6.4	5.7
Openjobmetis	EUR	10.8	144.4	9.6	9.2	8.5	5.8	5.6	5.3	7.9	7.6	7.1
Far from Core Sample - Mean (15%)			**20,088.0**	**20.2**	**18.3**	**15.9**	**12.5**	**11.2**	**9.8**	**19.2**	**14.6**	**12.6**
Weighted Average Trading Multiple				**17.8**	**15.5**	**13.4**	**11.0**	**10.2**	**9.7**	**16.2**	**13.8**	**11.5**

Source: Websim Corporate estimates

La determinazione dei multipli utilizzati per la valutazione della Società è ottenuta dalla ponderazione dei multipli dei singoli sotto-campioni, attribuendo rilevanza decrescente (55:30:15) man mano che le società incluse nei singoli sotto-campioni differiscono dalla Società.

L'applicazione dei multipli ha portato alla valutazione dell'*equity* del gruppo Allcore compresa tra €54 milioni ed €92 milioni, e mediamente pari a ≈€70 milioni, equivalenti a **€4.51 per azione *fully diluted***.

Allcore - Equity value per shares based on peers' trading multiples

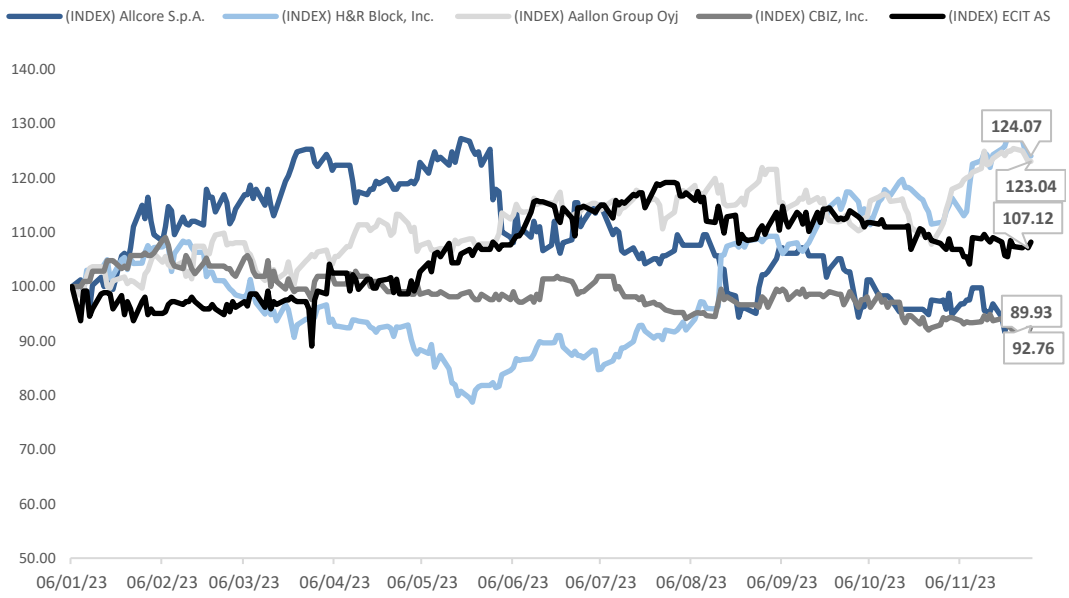
	EV	NFP	Equity	F.d. shares (#)	FV per share (€)
PE 2023			47.0	14.9	3.16
PE 2024			**54.4**	**15.3**	**3.57**
PE 2025			**67.4**	**15.7**	**4.30**
EV/EBITDA 2023	58.4	7.6	53.4	14.9	3.59
EV/EBITDA 2024	**64.8**	**11.3**	**63.4**	**15.3**	**4.16**
EV/EBITDA 2025	**85.8**	**15.4**	**88.4**	**15.7**	**5.65**
EV/EBIT 2023	65.7	7.6	60.6	14.9	4.08
EV/EBIT 2024	**72.9**	**11.3**	**71.5**	**15.3**	**4.68**
EV/EBIT 2025	**89.3**	**15.4**	**92.0**	**15.7**	**5.87**
Weighted Average Selected peer					**4.51**

Source: Websim Corporate estimates

Dalle analisi svolte riteniamo che emergano tre aspetti meritevoli di interesse, ossia:

- La **dispersione del valore dei multipli** espressi dai tre sotto-campioni è piuttosto **limitata**, riducendo perciò la volatilità del risultato della valutazione che potrebbe risultare da una differente composizione del *peer group*;
- Dall'inizio dell'anno, le ***performance*** borsistiche registrate dalle società comparabili sono state mediamente **molto più positive** di quelle registrate dalla Società. Dal grafico che segue risulta la *sottoperformance* registrata da Allcore rispetto ai *"core" comparables*.

Allcore – Allcore Year-to-Date Share Relative Performance vs Core Comparables



Source: FactSet, Websim Corporate elaboration

Per contro, siamo consapevoli che la ***size* media**, misurata in termini di capitalizzazione di mercato, delle società comparabili, al netto di rarissime eccezioni, è decisamente superiore a quella che oggi Allcore può vantare e che questo possa, in termini borsistici, tradursi in uno **sconto "liquidità"** che gli investitori applicheranno nel valutare l'*appeal* dell'investimento.

PEG ratio

Infine, abbiamo valutato la società applicando il *PEG* ratio, ossia il multiplo PE delle società incluse nel campione di società comparabili core riparametrato sulla base delle stime di crescita che l'EPS delle società comparabili dovrebbero conseguire e quindi applicandolo ai tassi di crescita dell'EPS attesi dalla Società.

Allcore – PEG ratio Valuation based on core comparables

	23-25 EPS CAGR	PEG ratio	Allcore 23-26 EPS CAGR	Fair Value per share (€)
Core Comparable	16.5%	0.96	30.5%	**5.22**

Source: Websim Corporate estimates

Applicando il PEG ratio (0.96x) delle società comparabili "*core*" ad Allcore, giungiamo alla conclusione che Allcore dovrebbe quotare ad un multiplo PE 2023 pari a 29.3x, pari a €5.22 per azione *fully diluted*.

Come nel caso del multiplo EV/Capital Employed, sarebbe stata nostra intenzione valutare la Società anche tramite un'analisi di regressione su Ev/RoCE prospettico. Nostro malgrado la carenza di dati di *consensus* delle società comparabili ha precluso la possibilità di questa ulteriore analisi.

La tabella che segue riassume le risultanze dei diversi approcci valutativi utilizzati e che ci hanno condotto alla determinazione di **un *fair value* per azione pari a €4.98 per azione *fully diluted***. La determinazione del *fair value* è avvenuta mediante la ponderazione dei risultati ottenuti dall'applicazione dei diversi approcci valutativi, attribuendo una rilevanza superiore (60%) al metodo *Discounted Cashflow Model* e, per converso, inferiore agli approcci valutativi basati sui multipli delle società comparabili (20%) e sul PEG *ratio* (20%).

Al valore così ottenuto, in funzione della ridotta capitalizzazione di mercato (rispetto alle società comparabili quotate) e dell'analogo ridotto flottante (pari a ≈ €8 milioni a prezzi correnti di mercato), **abbiamo applicato uno sconto liquidità pari al 20%, addivenendo ad un *target price* pari a €4.00 per azione *fully diluted* che, ai prezzi attuali di mercato del titolo, implica un potenziale di rialzo superiore al 100%**.

Allcore – Valuation Summary

Valuation Method	Fair Value (€)	% Weight
A) Discounted CashFlow	5.05	*60%*
B) Peer multiple comparison	4.51	*20%*
C) PEG ratio	5.22	*20%*
Weighted average fair value	**4.98**	
Liquidity discount (%)	20%	
Target Price per share (€)	**3.99**	
Current share price (€)	*1.75*	
Potential % upside (downside)	*128%*	

Source: Websim Corporate estimates

Conclusioni

Iniziamo la copertura del titolo Allcore con **raccomandazione BUY e target price di €4.00 per azione *fully diluted***.

Crediamo che la nostra *view* positiva sul titolo, prescindendo per un istante dagli aspetti strettamente valutativi, sia supportata dalla presenza di un *management* visionario, pragmatico e votato all'innovazione, di un *business model* "scalabile", caratterizzato da un limitato assorbimento di capitale, di un *edge* tecnologico e digitale in un settore dall'approccio "tradizionale" nonché dalla disponibilità di risorse finanziarie, necessarie per poter cogliere le opportunità che il mercato dovesse offrire.

In particolare, crediamo che gli atout di Allcore possano essere sintetizzati in:

- **l'aver creato un Ecosistema di Servizi, Competenze e Relazioni al servizio della piccola e media imprenditoria italiana**: la **gamma di servizi offerti** dalla Società che spazia dalla pianificazione fiscale alla gestione contabile, dalla mediazione creditizia alla finanza agevolata, dalla consulenza manageriale alla gestione di spazi dedicati al *coworking*, dal *Club Quantico* ai *club deal*, consente ad Allcore di proporsi alle PMI italiane come vero ***Business Partner*** nella realizzazione del proprio percorso di sviluppo e crescita. La recente acquisizione di RE Business nonché ulteriori acquisizioni che sono oggetto di valutazione consentiranno alla Società di **ampliare ulteriormente i confini dell'ecosistema** nonché di originare un *deal flow* costante al fine di consolidare i rapporti con la propria clientela, e specialmente con i membri del *Club Quantico*;
- **avere un DNA tecnologico e digitale, un approccio *disruptive* in un comparto tradizionalmente poco propenso all'innovazione e molto frammentato:** *lead generation* attraverso imponenti campagne *social*, *software* proprietari "alimentati" da algoritmi ad intelligenza artificiale, il recente ingresso nel mercato dell'*Instant Buying*, la focalizzazione sul mercato dei *criptoassets* sono tutti esempi di come Allcore sia stata in grado di rivisitare una professione tradizionale in chiave moderna, scardinando i consolidati meccanismi "relazionali" di acquisizione e gestione della clientela…..operando nel futuro e automatizzando il passato;
- **un limitato assorbimento di capitale a supporto della scalabilità del *business*:** la combinazione di limitati investimenti e di capitale circolante in cui i debiti commerciali sostanzialmente matchano i crediti commerciali consente alla Società un limitato assorbimento di risorse finanziarie legate alla crescita del *business*.

Ai fattori che precedono, si aggiungono **valutazioni particolarmente attraenti**: ai prezzi attuali il titolo tratta a 2.7 e 1.7x rispettivamente l'EV/EBITDA 2024 e 2025 e ha un ***free cashflow* atteso nel prossimo triennio (i.e. 2024-26) superiore al 50% dell'attuale capitalizzazione di mercato**. Ampia generazione di cassa che, sommata alla liquidità di cui la Società già oggi dispone, **pone Allcore nella posizione di poter accelerare il proprio percorso di crescita tramite acquisizioni**, con una potenza di fuoco da noi stimata sino ad un massimo di €40 milioni, nei prossimi 3 anni.

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	**ALLCORE**		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	--
Current Target (Eu):	4.00	Previous Target (Eu):	--
Current Price (Eu):	1.75	Previous Price (Eu):	--
Date of report:	06/12/2023	Date of last report:	--

DISCLAIMER (for more details go to DISCLAIMER)

IMPORTANT DISCLOSURES

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

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

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

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

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

ANALYST CERTIFICATION

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

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

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

The analyst responsible for the report is not a) a resident of US; b) an associated person of a U.S. broker-dealer; c) supervised by a supervisory principal of a U.S. broker-dealer. This Research Report is distributed in the U.S. through Brasil Plural Securities LLC, 545 Madison Avenue, New York 10022.

GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH

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

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

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

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the S&PMIB40 Index, most of those on the MIDEX Index and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newsflow.

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

Explanation of our ratings system:

BUY: stock expected to outperform the market by over 25% over a 12 month period;

OUTPERFORM: stock expected to outperform the market by between 10% and 25% over a 12 month period;

NEUTRAL: stock performance expected at between +10% and – 10% compared to the market over a 12 month period;

UNDERPERFORM: stock expected to underperform the market by between –10% and -25% over a 12 month period;

SELL: stock expected to underperform the market by over 25% over a 12 month period.

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

CURRENT INVESTMENT RESEARCH RATING DISTRIBUTIONS

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

As at 30 September 2023 Intermonte's Research Department covered 114 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	24.79 %
OUTPERFORM:	52.14 %
NEUTRAL:	21.36 %
UNDERPERFORM	01.71 %
SELL:	00.00 %

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (48 in total) is as follows:

BUY:	38.78 %
OUTPERFORM:	51.02 %
NEUTRAL:	10.20 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

CONFLICT OF INTEREST

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

Intermonte is acting as financial advisor to SAES Getters in relation to the partial voluntary tender offer on ordinary treasury shares.

Within the last year, **Intermonte SIM** managed or co-managed/is managing or is co-managing an Institutional Offering and/or managed or co-managed/is managing or is co-managing an offering with firm commitment underwriting of the securities of the following Companies: Civitanavi Systems, GPI.

Intermonte SIM has provided in the last 12 months / provides / may provide investment banking services to the following companies: Aedes, Cy4Gate, Esprinet, GPI, Greenthesis (formerly Ambienthesis), Growens, Illimity Bank, Maire Tecnimont, SAES Getters, Tinexta, Unidata and WIIT.

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

Intermonte SIM is Specialist and/or Corporate Broker and/or Sponsor and/or Broker in charge of the share buy back activity of the following Companies: Abitare In, Aedes, Alkemy, Anima Holding, Antares Vision, Aquafil, Avio, Azimut Holding, Banca Ifis, Banca Sistema, Cellularline, Civitanavi Systems, Cyberoo, Cy4gate, DeA Capital, Datrix, El.En, Eles, Elica, Emak, Esprinet, Expert AI, Fimit - Fondo Alpha, Fine Foods, Franchi Umberto Marmi, Gefran, Go Internet, GPI, Greenthesis (formerly Ambienthesis), Gruppo Fos, GVS, IEG, Iervolino & Lady Bacardi Entertainment, IndelB, Intred, Luve, Matica Fintec, Notorious Pictures, Next Re SIIQ, Omer, Pharmanutra, Reevo, Relatech, Reply, Revo Insurance, Sababa Security, Saes Getters, Salcef, Sciuker Frames, Seco, Servizi Italia, Sesa, Seri Industrial, Somec, Talea, Tamburi, Tinexta, Tesmec, The Italian Sea Group, TXT, Unidata, Webuild and WIIT.

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

Intermonte SIM performes as a market maker for the following companies: A2A, Anima, Atlantia, Autogrill, Azimut Holding, BAMI, Banca Generali, Banca Mediolanum, Brembo, Buzzi, CNHI, Enel, ENI, Exor, Fineco, FCA, FTMIB, Generali, Italgas, Iren, Intesa Sanpaolo, Leonardo, Mediobanca, Moncler, Mediaset, Pirelli&C, Prysmian, Poste, Ferrari, Saipem, Snam, STM, Tenaris, Telecom Italia, Telecom Italia sav, Terna, UBI, Unicredit, Unipol, UnipolSai.

Intermonte SIM, Intermonte SIM, through Websim, which constitute the digital division of Intermonte, acts as a Financial Content Provider on the following companies: Abitare In, Alkemy, Banca Sistema, Bifire S.P.A., B&C Speakers, Cleanbnb, Comer Industries, Crowdfundme, Cy4gate, Cyberoo, Digital Bros, Digital Magics, Doxee, Ediliziacrobatica Spa, Eles, Elica, Emak, Esi, Esprinet, Eviso, Fae Technology, Fiera Milano, Finanza.Tech, First Capital, Fope, FOS, Franchi Umberto Marmi, Giglio Group, Go Internet, GPI, Iervolino & Lady Bacardi Entertainment, Intercos, Intred, Iscc Fintech, Lindbergh, Lventure Group, Maps, Masi Agricola, Matica Fintec, Neodecortech, Nhoa, Notorious Pictures, Orsero Group, Osai Automation System, Racing Force Group, Relatech, Reti, Salcef Group, Sciuker Frames, Sebino, SGCompany, Solid World Group, Spindox Digital Soul, Supplymecapital, Tamburi, Tesmec, The Italian Sea Group, Tinexta, Tps Group, Trendevice, Triboo, Ulisse Biomed, Vantea Smart, Wiit.

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

Emittente	%	Long/Short

© Copyright 2023 by Intermonte SIM - All rights reserved

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

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

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

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

INTERMONTE SIM is MIFID compliant - for our Best Execution Policy please check our Website MiFID

Further information is available