

ALLCORE

Sector: Consumers

BUY

Price: Eu1.69 - Target: Eu3.50

ST well on Track, Ecosystem Development taking a toll

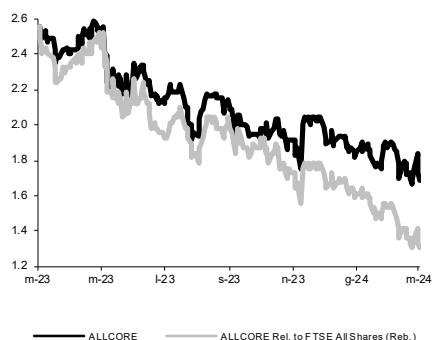
Websim Research Dpt: +39-02-76418200
research@websim.it

Stock Rating			
Rating:	Unchanged		
Target Price (Eu):	from 4.00 to 3.50		
	2024E	2025E	2026E
Chg in Adj EPS	-25.0%	-7.9%	-10.5%

Next Event

1Q24 Net Sales: May, 28th

ALLCORE - 12M Performance



Stock Data			
Reuters code:	CORE.MI		
Bloomberg code:	CORE IM		
Performance	1M	3M	12M
Absolute	-10.8%	-15.5%	-33.9%
Relative	-16.9%	-29.1%	-64.4%
12M (H/L)	2.59/1.66		
3M Average Volume (th):	15.36		

Shareholder Data	
No. of Ord shares (mn):	15
Total no. of shares (mn):	15
Mkt Cap Ord (Eu mn):	25
Total Mkt Cap (Eu mn):	25
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):	1.24
P/BV:	1.4
Net Financial Position (Eu mn):	7
Enterprise Value (Eu mn):	28

■ **Risultati FY23 al di sotto delle attese, ha pesato la performance dei “verticali”....** Il gruppo Allcore ha comunicato di aver chiuso il FY23 con un valore della produzione in crescita del 14% a/a a €41 milioni, un EBITDA in calo del 10% a €4.0 milioni, un utile netto di competenza degli azionisti Allcore in contrazione del 42% a €1.2 milioni e con una posizione finanziaria netta positiva per €6.3 milioni (vs €10.9 milioni al 31.12.2022 e €6.8 milioni al 30.06.2023). I risultati, che evidenziano una flessione più marcata della redditività nel secondo semestre dell'anno, sono risultati inferiori alle nostre attese essenzialmente per un minor contributo dei c.d. verticali e, a margine, a causa dello slittamento della cessione degli assets immobiliari di QR3. Il CdA ha infine proposto la distribuzione di un dividendo pari a €0.06/azione.

■ **...con un potenziale long tail positivo nel FY24:** Se da un lato, le performance registrate dalla BU di pianificazione fiscale e gestione contabile hanno confermato la solidità del modello di business di Allcore, dall'altro fenomeni avversi che hanno penalizzato i risultati FY23 dovrebbero riverberarsi positivamente sul FY24. Tra questi, le commissioni per il collocamento di minibond promossi da Finera, lo slittamento della fatturazione per progetti di consulenza strategica realizzati da Amyralia nonché la finalizzazione della cessione degli assets immobiliari di QR3. I verticali potranno inoltre beneficiare dello sviluppo del canale partnership, già applicato con successo a ST Consulting.

■ **Annunciato l'ingresso nel recupero crediti e confermato l'interessamento al comparto della formazione.** Contestualmente ai risultati FY23, la Società ha annunciato la sottoscrizione di un accordo vincolante finalizzato all'acquisizione del 51% del capitale di IREC s.r.l., società operativa da oltre 30 anni nel recupero crediti, a fronte di un corrispettivo pari a €1.5 milioni, di cui una porzione sarà acquisita tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato che consentirà di limitare l'impatto sulla PFN. Il management ha inoltre confermato l'interessamento all'acquisizione di un'ulteriore società, attiva nel campo della formazione manageriale, che potrebbe integrare l'offerta di Amyralia.

■ **EPS adjusted 2024 rivisto al ribasso del 25%, più limitata la revisione degli EPS adjusted 2025-26 (≈ 9%).** Pur a fronte di risultati FY23 al di sotto delle aspettative, abbiamo rivisto solo leggermente al ribasso le nostre stime operative per il prossimo triennio. Ciò nonostante, l'EPS adjusted 2024 è stato tagliato del 25% e gli EPS adjusted 2025-26 mediamente del 9% essenzialmente a causa di maggiori ammortamenti. Nonostante non abbia impatto diretto sui valori adjusted, segnaliamo di aver prudenzialmente posticipato al 2025 la cessione degli assets immobiliari detenuti da RSM.

■ **BUY confermato, target price ridotto a €3.50 per azione:** Confermiamo la nostra visione positiva sul titolo, confidando che i verticali possano beneficiare del long tail 2023, di nuovi flussi organizzativi nonché dell'attivazione del canale partnership. L'acquisizione di IREC e il potenziale rafforzamento di Amyralia potranno offrire ulteriore supporto alla crescita e alla redditività di gruppo, favorendo un migliore assorbimento dei costi di struttura. Importante sarà l'appuntamento del 28 maggio, data in cui la Società comunicherà il fatturato 1Q24, avendo modo di focalizzare sull'acquisizione di IREC nonché sull'outlook 2024. Target price ridotto a €3.50 per azione.

Key Figures & Ratios	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Sales (Eu mn)	34	40	48	58	63
EBITDA Adj (Eu mn)	6	3	6	9	11
Net Profit Adj (Eu mn)	3	1	3	5	6
EPS New Adj (Eu)	0.209	0.079	0.173	0.296	0.353
EPS Old Adj (Eu)	0.209	0.178	0.230	0.322	0.395
DPS (Eu)	0.100	0.060	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	4.2	14.0	4.5	2.6	1.6
EV/EBIT Adj	5.2	28.8	6.6	3.4	2.0
P/E Adj	8.0	21.2	9.8	5.7	4.8
Div. Yield	5.9%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	-1.9	-2.1	-1.1	-1.5	-1.9

ALLCORE – Key Figures

Profit & Loss (Eu mn)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Sales	26	34	40	48	58	63
EBITDA	2	4	4	6	12	11
EBIT	2	3	2	4	10	8
Financial Income (charges)	0	0	-0	-0	-0	0
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	2	3	2	4	10	8
Taxes	-1	-1	-1	-1	-3	-2
Tax rate	-28.6%	-25.1%	-38.8%	-27.5%	-27.5%	-27.5%
Minorities & Discontinued Operations	-0	-0	-0	-0	-2	-1
Net Profit	1	2	1	3	5	6
EBITDA Adj	2	6	3	6	9	11
EBIT Adj	2	5	1	4	7	8
Net Profit Adj	1	3	1	3	5	6
Per Share Data (Eu)	2021A	2022A	2023A	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	0.084	0.173	0.329	0.353
EPS Adj f.d	0.117	0.209	0.079	0.173	0.296	0.353
BVPS f.d	1.538	1.169	1.113	1.241	1.505	1.856
Dividend per Share ORD	0.000	0.100	0.060	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%	71.8%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash Flow (Eu mn)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Gross Cash Flow	2	4	2	5	9	9
Change in NWC	-4	0	-1	-1	-1	-1
Capital Expenditure	-3	-4	-4	-3	-2	-2
Other Cash Items	-0	0	0	1	0	0
Free Cash Flow (FCF)	-2	4	1	5	9	8
Acquisitions, Divestments & Other Items	3	-2	0	-1	-1	0
Dividends	-0	0	-1	-1	0	0
Equity Financing/Buy-back	13	0	0	0	0	0
Change in Net Financial Position	11	-1	-5	1	7	6
Balance Sheet (Eu mn)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Total Fixed Assets	3	11	14	16	11	11
Net Working Capital	4	1	4	4	5	6
Long term Liabilities	-0	-1	-1	-1	-2	-2
Net Capital Employed	7	11	17	19	15	15
Net Cash (Debt)	12	11	6	7	14	20
Group Equity	19	22	23	26	28	35
Minorities	3	5	7	8	5	5
Net Equity	15	17	17	19	24	29
Enterprise Value (Eu mn)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Average Mkt Cap	25	30	33	25	27	27
Adjustments (Associate & Minorities)	-3	-5	-16	-10	-10	-10
Net Cash (Debt)	12	11	6	7	14	20
Enterprise Value	16	24	42	28	23	17
Ratios (%)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA Adj Margin	8.2%	17.1%	7.5%	13.2%	15.4%	17.0%
EBIT Adj Margin	6.7%	13.8%	3.7%	8.9%	11.8%	13.5%
Gearing - Debt/Equity	-65.4%	-49.8%	-27.1%	-26.9%	-47.9%	-57.6%
Interest Cover on EBIT		nm	222.4	122.7	2443.2	nm
Net Debt/EBITDA Adj	-5.7	-1.9	-2.1	-1.1	-1.5	-1.9
ROACE*	49.3%	38.6%	17.5%	23.7%	57.4%	57.6%
ROE*	14.7%	19.0%	7.0%	15.0%	21.9%	20.9%
EV/CE	4.4	2.7	3.0	1.6	1.4	1.1
EV/Sales	0.6	0.7	1.1	0.6	0.4	0.3
EV/EBITDA Adj	7.3	4.2	14.0	4.5	2.6	1.6
EV/EBIT Adj	8.9	5.2	28.8	6.6	3.4	2.0
Free Cash Flow Yield	-7.0%	13.9%	1.3%	13.5%	24.3%	22.2%
Growth Rates (%)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Sales	38.9%	27.6%	19.7%	19.5%	20.1%	9.2%
EBITDA Adj	57.6%	167.0%	-47.3%	109.2%	40.6%	20.4%
EBIT Adj	47.3%	163.1%	-68.3%	191.1%	58.5%	24.8%
Net Profit Adj	46.2%	149.0%	-61.9%	123.0%	76.1%	19.3%
EPS Adj	37.9%	78.3%	-62.1%	117.3%	71.5%	19.3%
DPS		nm	-40.0%	nm		

*Excluding extraordinary items

Source: Intermonte SIM estimates

Il gruppo Allcore ha annunciato lo scorso 25 marzo di aver chiuso l'esercizio fiscale 2023 con risultati al di sotto delle nostre attese essenzialmente a causa di un minor contributo dei c.d. nuovi verticali e, a margine, a causa dello slittamento delle cessioni, originariamente previste entro il 31.12.2023 e ora slittate al 31.12.2024, degli assets immobiliari detenuti dal veicolo QR3.

In dettaglio, il FY23 ha chiuso con un valore della produzione pari a €41.1 milioni in crescita del 14% a/a. **A guidare la crescita ha contribuito in misura rilevante la BU di pianificazione fiscale e gestione contabile¹, in grado di registrare una crescita del 21% a €33.1 milioni**, di cui €1.3 milioni generati dal canale *partnership* di recente attivazione, nonché Soluzione Meeting, cresciuta di oltre il 90%, che ha beneficiato del consolidamento dei veicoli QR2 e QR3 nonché dell'apertura di nuove sedi, a Roma, Bologna e Torino. Per converso, Finera (+10%), Yuxme (-32%) e Amyralia (-46%) hanno sofferto di situazioni specifiche che ne hanno condizionato le *performance*. Al riguardo, l'andamento dei tassi e del mercato finanziario ha obbligato Finera a posticipare il collocamento di *minibond*. La mancata reiterazione degli incentivi fiscali per la Formazione 4.0 ed il diverso *timing* di fatturazione per prestazioni puramente consulenziali ha impattato negativamente Amyralia mentre Yuxme ha visto il perdurare delle difficoltà relativamente alle quali il *management* ha intrapreso azioni volta ad una loro risoluzione.

A margine, il valore della produzione è stato inoltre penalizzato dallo slittamento al 31.12.2024 dell'ultimazione delle cessioni immobiliari riconducibili a QR3, rispetto alla precedente indicazione del 31.12.2023.

Allcore – FY23 and 2H23 Consolidated Income Statement (vs Estimates)

(Eu mn)	1H22	2H22	FY22	1H23	2H23	YoY	FY23	YoY	2H23E	A vs E	FY23E	A vs E
VALUE of PRODUCTION	17.5	18.6	36.1	19.9	21.2	14.3%	41.1	14.1%	23.5	-9.5%	43.4	-5.1%
RAW MATERIALS	(0.1)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)		(0.0)		(0.0)		(0.1)	
SERVICES AND THIRD PARTY ASSETS COST OF USE	(13.5)	(13.5)	(27.0)	(15.4)	(16.3)		(31.7)		(16.1)		(31.5)	
CONTRIBUTION MARGIN	3.9	5.1	9.0	4.5	4.9	-4.0%	9.4	4.4%	7.3	-32.8%	11.8	-20.3%
% margin	22.3%	27.6%	25.0%	22.6%	23.2%		22.9%		31.3%		27.3%	
PERSONNEL	(1.8)	(2.2)	(4.0)	(2.4)	(2.6)		(5.0)		(2.6)		(5.0)	
OTHER OPERATING COSTS	(0.2)	(0.4)	(0.5)	(0.3)	(0.2)		(0.5)		(0.2)		(0.5)	
EBITDA	1.9	2.5	4.5	1.8	2.2	-13.4%	4.0	-10.5%	4.5	-50.8%	6.3	-36.2%
% margin	11.1%	13.7%	12.4%	9.1%	10.4%		9.7%		19.0%		14.5%	
DEPRECIATIONS & AMORTIZATIONS	(0.4)	(0.7)	(1.1)	(0.6)	(0.9)		(1.6)		(0.6)		(1.2)	
EBIT	1.6	1.8	3.4	1.2	1.3	-29.2%	2.5	-27.5%	3.9	-67.0%	5.0	-51.3%
% margin	9.0%	9.7%	9.4%	5.9%	6.0%		6.0%		16.5%		11.6%	
FINANCIAL INCOME (CHARGES), net	(0.0)	0.1	0.1	(0.0)	(0.0)		(0.0)		(0.0)		(0.0)	
OTHER FINANCIAL INCOME (CHARGES)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0		0.0		0.0	
PRE-TAX PROFIT	1.6	1.9	3.5	1.2	1.3	-32.6%	2.4	-29.4%	3.9	-67.0%	5.0	-51.4%
TAXES	(0.5)	(0.4)	(0.9)	(0.4)	(0.6)		(0.9)		(1.0)		(1.4)	
% corporate tax rate	29.0%	21.8%	25.1%	32.6%	44.5%		38.8%		25.9%		27.5%	
GROUP NET INCOME	1.1	1.5	2.6	0.8	0.7	-52.1%	1.5	-42.3%	2.9		3.6	
o/w minority interests	(0.1)	0.5	0.4	(0.1)	0.3		0.3		1.0		0.9	
o/w net income pertaining to CORE shareholders	1.2	1.0	2.2	0.9	0.4	-61.5%	1.2	-42.4%	1.8	-79.9%	2.7	-54.1%

Source: Company data & Websim Corporate estimates

Le *performance* registrate dai c.d. verticali, nonché in minor misura dello slittamento delle cessioni immobiliari di QR3, si sono ripercosse negativamente e più che proporzionalmente sulle potenzialità reddituali della Società, principalmente a causa di un **minor capacità di assorbimento dei crescenti costi di struttura legati agli sforzi profusi da Allcore nel rafforzamento delle divisioni HR, IT, CED e CX, cui si sono aggiunti i costi inerenti la creazione del canale *partnership***, inizialmente messo a servizio della BU di pianificazione fiscale e gestione contabile e oggi operativo anche a beneficio delle altre *business units*. L'EBITDA è risultato in calo del 10% a/a a €4.0 milioni, del 36% inferiore alle nostre stime: come evidente dalla tabella che precede il **miss registrato a livello di EBITDA è integralmente riconducibile ad un minor valore della produzione (integralmente riconducibile ai verticali, nel loro complesso), mentre nessuno scostamento significativo è emerso dalle varie voci di costo operative.**

In linea con le dinamiche di cui sopra, l'utile netto di competenza degli azionisti della capogruppo, si è attestato a €1.2 milioni, in contrazione del 42% a/a e inferiore alla nostra stima di €2.7 milioni. A pesare ulteriormente sull'utile netto è stato una crescente pressione fiscale, legata ad un assottigliamento dell'utile pre-tasse e penalizzato dal reversal delle imposte anticipate del precedente esercizio fiscale: il *tax rate* è infatti cresciuto al 38.8%, rispetto al 25% registrato nel 2022.

¹ La BU di pianificazione fiscale e gestione contabile ha beneficiato delle sinergie sviluppate tra funzione *marketing* e commerciale, favorite dal nuovo modello organizzativo implementato contestualmente alla messa a regime del nuovo ERP, consentendo una crescita di volumi e una stabilizzazione del parco clienti in essere

Inevitabilmente, la portata dello *shortfall* dei risultati comunicati rispetto alle nostre stime si amplifica laddove l'analisi dei dati si concentri esclusivamente sul secondo semestre 2023. Nel periodo in oggetto, la Società ha riportato un valore della produzione in crescita del 14% a €21 milioni, un EBITDA ed un utile netto in contrazione rispettivamente del 13% e del 62% a €2.2 milioni ed €0.4 milioni.

Allcore - FY23 and 2H23 Economic Performance by Division

VALUE of PRODUCTION	1H22	2H22	FY22	1H23	2H23	FY23	% YoY change
ST CONSULTING			27.3	16.9	16.2	33.1	21.2%
FINERA			2.7	1.4	1.6	3.0	10.3%
SOLUZIONE MEETING			1.4	0.7	1.9	2.7	92.0%
AMYRALIA			2.9	0.5	1.1	1.6	-46.0%
YUXME			1.2	0.4	0.4	0.8	-31.7%
RSM			0.5	0.0	0.0	0.0	n.m.
CONSOLIDATED VoP			36.1	19.9	21.2	41.1	14.1%
EBITDA	1H22	2H22	FY22	1H23	2H23	FY23	YoY change (Eu mn)
ST CONSULTING			3.0	2.4	2.1	4.5	1.5
FINERA			0.5	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.8)
SOLUZIONE MEETING			(0.2)	(0.1)	0.5	0.4	0.6
AMYRALIA			1.0	(0.2)	0.2	(0.0)	(1.1)
YUXME			(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.6)	(0.2)
RSM			0.5	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.5)
CONSOLIDATED EBITDA			4.5	1.8	2.2	4.0	(0.5)
EBITDA margin (%)	1H22	2H22	FY22	1H23	2H23	FY23	YoY change (pps)
ST CONSULTING			11.1%	14.4%	13.0%	13.7%	2.6%
FINERA			17.9%	-4.8%	-12.7%	-9.1%	-27.0%
SOLUZIONE MEETING			-12.8%	-12.9%	24.5%	14.1%	26.9%
AMYRALIA			34.8%	-37.9%	14.5%	-2.5%	-37.3%
YUXME			-32.5%	-65.7%	-76.7%	-71.3%	-38.8%
RSM			n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
CONSOLIDATED EBITDA margin			12.4%	9.1%	10.4%	9.7%	-2.7%

Source: Company data

Contrariamente a quanto osservato sul versante economico, i dati patrimoniali non hanno riservato particolari sorprese, risultando sostanzialmente allineati alle nostre attese.

In particolare, il Capitale Circolante Operativo si è attestato a €0.4 milioni (vs nostra stima di €0.3 milioni), confermando l'essenza *asset light* caratterizzante il modello di *business* della Società mentre il Capitale Circolante Netto ha chiuso a €1.2 milioni, sostanzialmente in linea con quanto registrato al 31.12.2022 nonostante il crescente giro d'affari, e inferiore alla nostra attesa di €1.9 milioni.

Allcore - FY23 Key Balance Sheet data

(Eu mn)	1H22	2H22	FY22	1H23	2H23	FY23	2H23E	A vs E	FY23E	A vs E
INVENTORY	0.0		0.0	0.0		0.0			0.0	
TRADE RECEIVABLES	4.9		4.9	5.3		5.8			6.1	
TRADE PAYABLES	(4.3)		(5.0)	(5.2)		(5.4)			(5.8)	
OPERATING WORKING CAPITAL	0.7		(0.1)	0.1		0.4			0.3	0.1
OTHER CURRENT ASSETS	1.8		4.6	4.5		3.8			5.6	
OTHER CURRENT LIABILITIES	(2.2)		(3.4)	(2.4)		(2.9)			(4.0)	
NET WORKING CAPITAL	0.2		1.1	2.2		1.2			1.9	(0.7)
CASH & CASH EQUIVALENTS	11.2		11.7	7.5		7.9			8.3	
SHORT-TERM INDEBTNESS	(0.2)		(0.4)	(0.2)		(1.3)			(0.2)	
LONG-TERM INDEBTNESS	(0.5)		(0.5)	(0.5)		(0.2)			(0.5)	
NET FINANCIAL POSITION	10.5		10.9	6.8		6.3			7.6	(1.3)

Source: Company data & Websim Corporate elaborations

Alla stessa stregua, la posizione finanziaria ha chiuso il FY23 a €6.3 milioni, denotando un assorbimento di cassa pari a €4.6 milioni nell'esercizio fiscale 2023 (o di €0.5 milioni nel solo secondo semestre), evidenziando uno scostamento rispetto alle nostre stime interamente giustificato dal minor EBITDA registrato nel secondo semestre. Al riguardo, evidenziamo come **la posizione finanziaria comunicata dalla Società non sconta il capitale investito in fondi di investimento**, iscritto al costo tra le immobilizzazioni finanziarie per complessivi €1.6 milioni, **così come il valore della tesoreria investita in criptovalute**, iscritta anch'essa al costo tra le immobilizzazioni immateriali per complessivi €0.5 milioni. Pertanto, pur prescindendo dalle plusvalenze latenti su ambo i versanti, **la posizione finanziaria rettificata per tali investimenti si sarebbe attestata a €8.4 milioni al 31.12.2023.**

Contrariamente a quanto ci saremmo attesi, il **management** ha proposto la distribuzione di un dividendo pari a **€0.06 per azione ordinaria**, a valere sulle azioni in circolazione, ossia al netto di quelle detenute in portafoglio alla data di stacco della cedola², previsto il prossimo 28 ottobre 2024³.

Contestualmente alla comunicazione dei risultati FY23, **Allcore ha comunicato la sottoscrizione di un accordo vincolante finalizzato all'acquisizione di una partecipazione di maggioranza in IREC s.r.l., PMI innovativa specializzata e autorizzata nel recupero dei crediti e nella gestione del credito**. IREC, attiva da oltre 30 anni, ha chiuso il 2023 con un valore della produzione di €1.5 milioni, con un EBITDA pari a c.a. €0.4 milioni ed una posizione finanziaria netta positiva per €0.3 milioni.

I termini dell'operazione prevedono che, a conclusione della transazione, Allcore acquisisca una partecipazione pari al 51% del capitale sociale di IREC s.r.l.. L'acquisizione di tale partecipazione avverrà attraverso: i) la sottoscrizione per cassa di un aumento di capitale riservato per complessivi €765,000 e ii) la corresponsione di ulteriori €765,000 per l'acquisto quote dal socio fondatore, Victor Khaireddin. Di quest'ultimo importo, €382,875 verranno corrisposti per cassa al *Closing*, ulteriori €127,625 saranno corrisposti per cassa entro la scadenza del 12° mese dalla data del *Closing*, atteso entro il prossimo 15 aprile, mentre i residui €254,500 saranno corrisposti al socio venditore in azioni Allcore, attingendo alle azioni proprie già detenute dalla Società. Il numero di azioni che saranno corrisposte al socio venditore sarà calcolato in funzione del valore massimo tra il prezzo medio ponderato registrato dal titolo Allcore nei 30 giorni di mercato aperto antecedenti la data del *Closing* e ii) €2.20 per azione.

Secondo i termini dell'accordo, l'acquisizione della quota di maggioranza si concretizzerebbe ad un multiplo⁴ di 6.7x l'EBITDA registrato nell'esercizio fiscale 2023, inferiore ai valori cui la Società tratta ai prezzi di mercato correnti. Valore che si riduce ulteriormente (a 4.7x) qualora si consideri il multiplo *post-money*, ossia il multiplo che tenga in considerazione il fatto che metà della partecipazione verrà acquisita tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato di importo pari a €765,000. **Una simile strutturazione consentirà alla Società di avere un impatto marginale sulla propria posizione finanziaria netta**, dovendo Allcore corrispondere per cassa €1.3 milioni poi potendo consolidare la posizione finanziaria netta di IREC che, *post-money*, dovrebbe ammontare a €1.1 milioni.

L'acquisizione di IREC consentirà al gruppo Allcore di ampliare ulteriormente la gamma di servizi erogati ai clienti della Società, andando ad aggiungere attività fondamentali quali informazioni commerciali e recupero crediti.

Durante la presentazione dei risultati veicolata attraverso il canale *LinkedIn*, il Presidente e CEO di Allcore, Gianluca Massini Rosati ha in aggiunta confermato di avere **al vaglio un'ulteriore acquisizione mirata al rafforzamento della controllata Amyralia sul versante della formazione aziendale e manageriale**. Attualmente, allo studio del *management* ci sarebbe una società *target*, i cui dati di bilancio FY23 evidenziano ricavi per €1.6 milioni ed una redditività⁵ superiore al 20%.

Infine, il *management* ha fornito alcuni spunti inerenti i primi mesi del corrente esercizio fiscale. Al riguardo, gli sforzi del *management* saranno protesi e focalizzati sull'efficientamento delle attività di *cross-selling* e sulla massimizzazione del *Life Time Value* della base clienti, traendo beneficio dall'implementazione del nuovo *ERP* aziendale e dal contestuale ridisegno dei flussi organizzativi, tesi ad intercettare necessità latenti e emergenti della base clienti del gruppo.

A questo, si aggiungono i benefici che la Società si attende di ottenere dalla strutturazione ed attivazione del canale *partnership*, dal quale la BU di pianificazione fiscale e di gestione contabile ha tratto ricavi il 4% dei ricavi già nel 2023, attesi in aumento al 10% dei ricavi nel 2024, e che sarà attivato anche per i c.d. verticali nel corrente esercizio fiscale.

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	ALLCORE		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	BUY
Current Target (Eu):	3.50	Previous Target (Eu):	4.00
Current Price (Eu):	1.69	Previous Price (Eu):	1.70
Date of report:	28/03/2024	Date of last report:	20/03/2024

² Alla data odierna, le azioni proprie detenute dalla Società ammontano a n.195,713

³ Record date 29 ottobre 2024, data di pagamento 30 ottobre 2024

⁴ FY23 Ev/Sales: ≈ 1.8x

⁵ i.e. *EBITDA margin*

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 certifies that no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation or view in this report.

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

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

The analyst responsible for the report is not a) a resident of US; b) an associated person of a U.S. broker-dealer; c) supervised by a supervisory principal of a U.S. broker-dealer. This Research Report is distributed in the U.S. through 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&PMB40 Index, most of those on the MIBEX Index and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newsflow.

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

Explanation of our ratings system:

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

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

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

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

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

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

CURRENT INVESTMENT RESEARCH RATING DISTRIBUTIONS

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

As at 31 December 2023 Intermonte's Research Department covered 117 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	26.02 %
OUTPERFORM:	47.15 %
NEUTRAL:	26.02 %
UNDERPERFORM	00.81 %
SELL:	00.00 %

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (51 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.

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 Broker 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, Banca Ifis, Banca Sistema, Civitanavi Systems, Cyberoo, Cy4gate, DeA Capital, ELn, Elica, Emak, Esprinet, Expert AI, Fimit - Fondo Alpha, Fine Foods, Franchi Umberto Marmi, Go Internet, GPI, Greenthesis (formerly Ambienthesis), IEG, Iervolino & Lady Bacardi Entertainment, IndelB, Intred, Luve, Matica Fintec, Mondadori, Notorious Pictures, Omer, Pharmanutra, Reevo, Relatech, Reply, Revo Insurance, Sababa Security, Saes Getters, Salcef, Sciuker Frames, 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 performs 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, Crowdfundme, Cy4gate, Cyberoo, Digital Bros, Digital Magics, Doxee, Edilziacrobatica Spa, Eles, Elica, Emak, Esi, Esprinet, Eviso, Fae Technology, Fiera Milano, Fope, FOS, Franchi Umberto Marmi, Giglio Group, GPI, Intercos, Intred, Lventure Group, Maps, Masi Agricola, Matica Fintec, Neodecortech, Notorious Pictures, Osai Automation System, Racing Force Group, Relatech, Reti, Sciuker Frames, Solid World Group, Spindox Digital Soul, Tamburi, Tesmec, Tinexta, Tps Group, Trendevice, Ulisse Biomed, 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 2024 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