

**RACCOMANDAZIONE**
**Buy** (da Buy)

**Target Price**
**0,91 € (da € 1,26)**
**Prezzo al 26/04/2023**
**0,66 € (price at market close)**

# Alfonsino S.p.A.

**Settore: Food-Tech**
**Codice di negoziazione Bloomberg: ALF IM**
**Mercato: Euronext Growth Milan**

|  |             |
|--|-------------|
| <b>Capitalizzazione di Borsa:</b>      | 8.250.990 € |
| <b>Numero di azioni:</b>               | 12.501.500  |
| <b>Patrimonio netto al 31.12.2022:</b> | 2.192.375 € |
| <b>Outstanding warrants (1:2):</b>     | 2.497.000   |

**Data ed ora di produzione:**
**27.04.2023 ore 09:00**
**Data ed ora di prima diffusione:**
**27.04.2023 ore 10:00**
**Ufficio Ricerca ed Analisi**
**Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)**

Tel. +39 0669933.440

**Stefania Vergati**

Tel. +39 0669933.228

**Donatella Dragas**

Tel. +39 0669933.292

E-mail: ufficio.studi@finnat.it

- Alfonsino S.p.A., nata a Caserta nel 2016, è attiva nel settore del Food-Tech, specializzata nel servizio di Food Order&Delivery nei centri italiani di piccole e medie dimensioni (tra 25 mila e 250 mila abitanti).
- La società sta ora cercando di espandere le proprie fonti di ricavo attraverso l'offerta di nuovi servizi nei centri già presidiati piuttosto che ampliare la presenza territoriale.
- E' stata recentemente lanciata una nuova funzionalità sulla propria piattaforma, denominata PUD (Prenota Un Driver), offerta dedicata ai partner della ristorazione per digitalizzare gli ordini telefonici. La nuova funzionalità, che andrà ad intercettare gli ordini non effettuati tramite app, permetterà ai partner di Alfonsino di importare ordini telefonici direttamente sulla piattaforma servendosi dei rider per le consegne dei prodotti presso il domicilio del cliente.
- La società ha sottoscritto una partnership con Kasper, start-up di carwash on-demand, per offrire, tramite prenotazione sull'app Alfonsino, il servizio di autolavaggio a domicilio totalmente sostenibile.
- Alfonsino ha lanciato la *Alfonsino Media Platform*, estensione in-app del proprio ecosistema digitale, che consente alle aziende di promuoversi, effettuando campagne ad alto impatto.
- Dopo una perdita, attesa, di quasi 2 milioni di euro a consuntivo 2022, stimiamo un 2023 caratterizzato da una ulteriore perdita netta per € 920 migliaia. Sull'intero periodo 2022/2026 ci manteniamo però confidenti che il valore della produzione possa crescere ad un tasso medio anno superiore al 40%. Il margine operativo lordo (Ebitda), atteso negativo per € 186 migliaia a consuntivo 2023 (negativo per € 1,9 milioni al 31.12.2022), dovrebbe poter raggiungere un valore positivo per € 3,7 milioni nel 2026; il risultato operativo netto (Ebit), atteso anch'esso negativo per € 846 migliaia a fine 2023 (dopo una perdita operativa pari a € 2,5 milioni al 31.12.2022), raggiungere un profitto operativo per € 3 milioni a fine periodo (2026), con un utile netto di bilancio 2026 a € 1,9 milioni.
- Manteniamo una Raccomandazione di acquisto pur con un T.P. ridotto a € 0,91

*Fonte: Alfonsino; Stime: Banca Finnat*

| Anno al 31/12<br>(k €)  | 2021  | 2022   | 2023E | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Valore della Produzione | 4.653 | 5.812  | 8.753 | 12.831 | 17.591 | 23.959 |
| Valore Aggiunto         | 2.083 | -402   | 1.403 | 2.583  | 3.718  | 5.782  |
| EBITDA                  | -99   | -1.872 | -186  | 851    | 1.828  | 3.704  |
| EBIT                    | -555  | -2.526 | -846  | 181    | 1.148  | 3.024  |
| Utile netto             | -460  | -1.946 | -921  | 74     | 707    | 1.933  |
| PFN                     | 2.837 | 475    | -472  | -218   | 394    | 2.344  |
| Equity                  | 4.136 | 2.192  | 1.271 | 1.345  | 2.053  | 3.986  |
| ROE (%)                 | -     | -      | -     | 5,5    | 34,5   | 48,5   |

## Attività & Strategie

Alfonsino S.p.A., nata a Caserta nel 2016, è attiva nel settore del Food-Tech, specializzata nel servizio di Food Order&Delivery nei centri italiani di piccole e medie dimensioni (tra 25 mila e 250 mila abitanti).

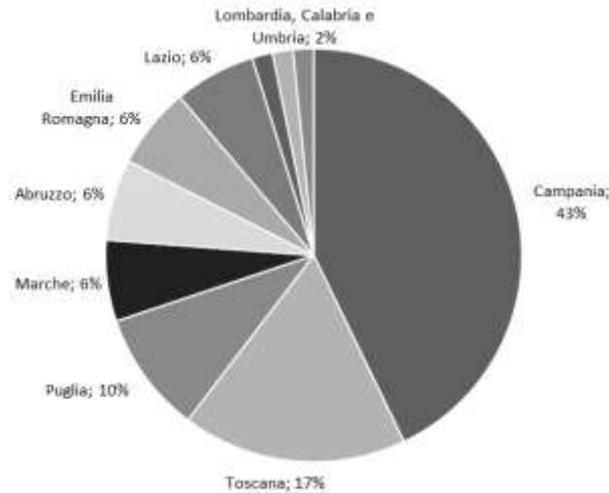
La società opera sulla base di un modello Order&Delivery: ai partner affiliati (ora circa 1.800 esercizi commerciali dai 2050 inizialmente attesi), attraverso una piattaforma on-line ed una applicazione, viene offerto un servizio in grado di gestire e snellire, in maniera innovativa e digitalizzata, tutto il processo di ricezione, evasione e consegna degli ordini; ai consumatori finali, contestualmente, in qualità anch'essi di utenti della piattaforma, viene offerta la possibilità di acquistare i prodotti commercializzati dai partner, di verificarne lo stato di evasione e di ricevere tali prodotti presso l'indirizzo indicato in tempi predeterminati. La società è ora anche impegnata a sviluppare i propri servizi oltre il settore della ristorazione (GDO, flower a domicilio, lavaggio auto, pharma, piccoli elettrodomestici).

Attualmente, il servizio conta oltre 490 mila utenti attivi ed è disponibile in 61 centri urbani distribuiti in 10 regioni (Campania, Toscana, Puglia, Marche, Abruzzo, Emilia Romagna, Lazio, Lombardia, Calabria e Umbria).



Fonte: Alfonsino

La presenza territoriale non è distribuita uniformemente. La maggior parte dei centri serviti (pari al 43%) si trova in Campania, regione nativa di Alfonsino. Al secondo e al terzo posto si collocano, rispettivamente, la Toscana (17%) e la Puglia (10%). Lombardia, Calabria e Umbria sono invece le regioni meno coperte.



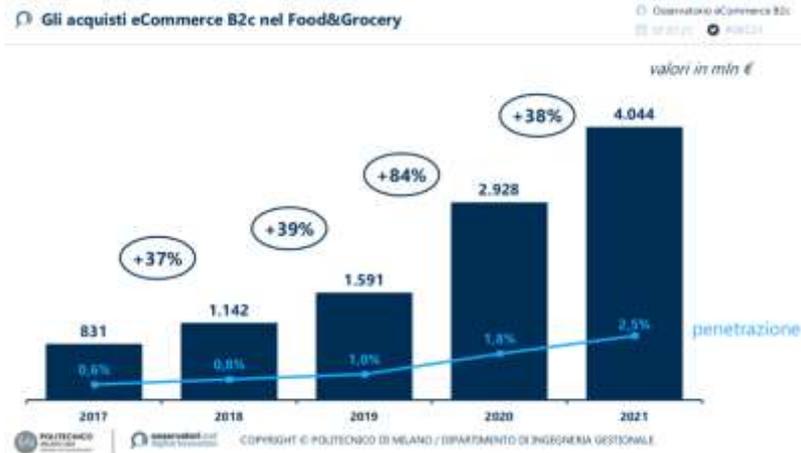
Fonte: Alfonsino

Con il termine Food-Tech si definisce il settore che fa leva sulle tecnologie digitali innovative per la produzione, conservazione, lavorazione, confezionamento, controllo e distribuzione del cibo. Alfonsino, specializzata nel Food Order&Delivery, si posiziona nella parte finale della filiera e si occupa, principalmente, della prenotazione/distribuzione di cibo.

Con riferimento alla ristorazione (Food Service) si rientra nei servizi offerti da Alfonsino sia qualora ci si rechi presso un ristorante affiliato al fine del ritiro (Collection), in seguito al pre-ordine effettuato tramite app Alfonsino (Pre-ordered), sia qualora si scelga la consegna a domicilio (Home delivery) tramite il canale Alfonsino (Intermediary platforms) ed esclusivamente al di fuori dei grandi centri urbani (Other locations).

Nel caso di acquisto di prodotti da supermercato (Grocery), l'attività presidiata da Alfonsino si concretizza nella consegna a domicilio dei prodotti ordinati (On-demand delivery).

Grazie all'offerta dei servizi di Order&Delivery, sia di pasti pronti da ristoranti che di prodotti da supermercato, l'attività di Alfonsino si colloca all'interno del segmento di mercato del Food&Grocery online (costituito da Food Delivery, Grocery, Enogastronomia e Health&Care) che in Italia, nel 2021, ha raggiunto i 4 miliardi di euro, con un incremento del 38% rispetto al 2020. Risulta in aumento anche il tasso di penetrazione di questo mercato (il valore degli acquisti online sul valore degli acquisti totali); nel 2020 è risultato essere pari all'1,8% e per il 2021 si è attestato al 2,5%.



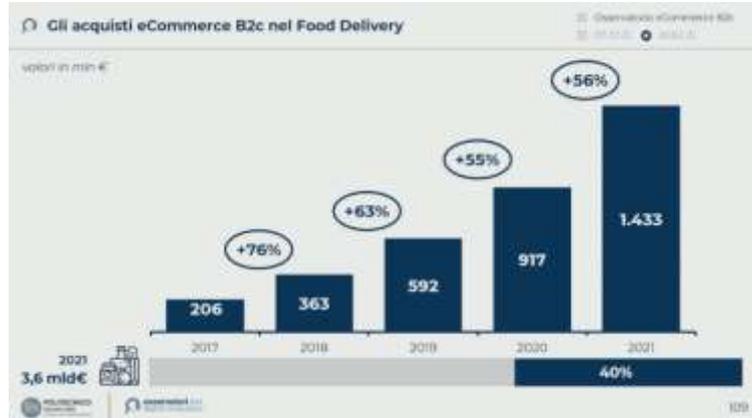
A seguito dell'emergenza sanitaria da Covid 19 ed i successivi lockdown, molti negozi fisici, focalizzati su beni alimentari e di prima necessità, si sono avvicinati per la prima volta all'eCommerce grazie alla collaborazione con soggetti terzi già presenti online (piattaforme di online delivery). Numerosi anche i negozi di quartiere che hanno iniziato a lavorare con strumenti digitali meno evoluti dell'eCommerce ma ugualmente interessanti quali, ad esempio, la presa dell'ordine via WhatsApp o per telefono. Sono state molte le iniziative intraprese dagli operatori per far fronte all'emergenza e il mercato dell'eCommerce di prodotto (di cui il Food&Grocery online fa parte) ne ha beneficiato sotto più punti di vista, dall'aumento del numero di ordini all'aumento del numero di partner commerciali.

All'interno del segmento del Food&Grocery individuamo tre categorie: il Grocery Alimentare (prodotti da supermercato), l'Enogastronomia (vini e prodotti di nicchia) e il Food Delivery (pasti pronti). Alfonsino opera principalmente nel mercato del Food Delivery ma ha integrato da poco la propria offerta anche con il servizio di consegna di prodotti alimentari e di prima necessità e, marginalmente, di vini e distillati, farmaci, prodotti per lo sport, piante e fiori. Questi ultimi settori, ancillari rispetto al Food Delivery ed al Grocery Alimentare, sono destinati a mantenere un peso ancora trascurabile fino a tutto il 2025.

### *Food Delivery*

Alfonsino è quindi attiva nel Food Delivery da dicembre 2016, offrendo servizi di Order&Delivery di pasti pronti preparati dai ristoranti partner con tempi di consegna di circa 30 minuti.

Nel 2021 il mercato ha registrato una crescita pari al 56%, per un valore di oltre 1,4 miliardi di euro ed un'incidenza del 40% sul totale del comparto Alimentare previsto a 3,6 miliardi di euro.



Fonte: Politecnico di Milano: "Osservatorio eCommerce B2c"

Nel 2021, in Italia, circa l'82% degli ordini è stato effettuato tramite app mentre il 18% tramite computer.

### ***Grocery Alimentare***

Alfonsino è attiva, da marzo 2020, anche nel mercato del Grocery Alimentare, offrendo i servizi di Order&Delivery di beni alimentari e prodotti di prima necessità messi a disposizione dai supermercati partner con tempi di consegna di circa 60 minuti.

Dal punto di vista economico, il mercato dell'Online Grocery Alimentare in Italia ha raggiunto, nel 2021, un valore pari a 1,4 miliardi di euro, in crescita del 39% rispetto all'anno precedente (in cui valeva € 987 milioni).



Fonte: Politecnico di Milano: "Osservatorio eCommerce B2c"

Attualmente il capitale sociale è suddiviso in n. 12.501.500 azioni ordinarie.



Gli outstanding warrants ("Warrant Alfonsino 2021-2024"), emessi in sede di IPO, ammontano a n. 2.497.000. Per il loro esercizio, nel rapporto 1:2 (n. 1 Azione di Compendio per ogni n. 2 Warrant esercitati), sono previsti due residuali periodi di riferimento:

- Secondo periodo di esercizio: compreso tra il 9 ed il 20 ottobre 2023 ad un prezzo di sottoscrizione di ciascuna azione di compendio pari a 1,936 euro.
- Terzo periodo di esercizio: compreso tra il 7 ed il 18 ottobre 2024 ad un prezzo di sottoscrizione di ciascuna azione di compendio pari a 2,1296 euro.

### Linee di business

Attualmente la società offre i seguenti servizi:



Consegna a domicilio di pasti pronti (Food Delivery) messi a disposizione da ristoranti partner e locali abilitati alla vendita. Il servizio è attivo da giugno 2017 e i tempi di consegna stimati sono di circa 30 minuti.



Consegna a domicilio di beni alimentari e prodotti di prima necessità (Grocery Delivery) forniti dai supermercati partner. Il servizio è attivo da marzo 2020 e i tempi di consegna stimati sono in questo caso di circa 60 minuti.

Alfonsino offre, inoltre, anche se in misura marginale, i servizi di ordine e consegna a domicilio di vini e distillati, farmaci, prodotti per lo sport, piante e fiori.

|   | Core business   |   |   |  | In fase di sviluppo   |   |
|---|---|---|---|--|---|---|
| Servizio  | Alfonsino Food  | Alfonsino Flower  | Alfonsino Grocery   | Alfonsino Pharmacy   | Alfonsino Wine  | Alfonsino Fit   |
| Prodotto Intermediato   | Pasti   | Fiori, piante e bouquet   | Beni alimentari e prodotti di prima necessità                                     | Prodotti da farmacia (e Test Covid-19)   | Vini e alcolici   | Prodotti per sport e fitness (protein, zuc. integratori, ecc.)                      |
| Partner   | Ristoranti e locali   | Fioristi  | Supermercati  | Farmacie   | Enotecche   | Negozi specializzati  |
| Data di attivazione   | giu 2017  | feb 2019  | mar 2020  | mar 2020   | apr 2021  | apr 2021  |
|  |  |  |  |  |  |  |

Fonte: Alfonsino

Nel mese di gennaio 2022 Alfonsino ha avviato una partnership con Ideabellezza Profumerie, marchio attivo nel settore della distribuzione di articoli di profumeria. L'accordo prevede la consegna rapida (entro 30 minuti) di prodotti di cosmetica nelle città medio-piccole e prevede l'iniziale attivazione del servizio in quattro centri, con la previsione di una estensione a livello nazionale.

In febbraio è stato firmato un accordo con Zero 1 Srl, società appartenente al Gruppo Balletta SpA – affiliato a diversi punti vendita a marchio Eurospin nel Sud Italia. L'accordo prevede l'attivazione del servizio per la consegna della spesa a domicilio in otto città in cui sono presenti punti vendita dell'insegna.

In aprile è stato sottoscritto un accordo con Btwins Srl, società titolare dell'app di food delivery Taporty operante nelle regioni Lazio, Campania e Umbria. Attraverso questa partnership, Btwins Srl mette a disposizione di Alfonsino il proprio network di affiliazioni con l'obiettivo di permettere alla società di potenziare la sua presenza in specifiche città target – in particolare Giuliano in Campania, Perugia, Terni e Sesto Fiorentino.

Nel mese di luglio 2022 Alfonsino ha lanciato, sulla piattaforma, una nuova funzionalità denominata PUD (Prenota Un Driver), offerta dedicata ai partner della ristorazione per digitalizzare gli ordini telefonici.

La nuova funzionalità, che andrà ad intercettare gli ordini non effettuati tramite app, permetterà ai partner di Alfonsino di importare ordini telefonici direttamente sulla piattaforma e servirsi dei rider per le consegne dei prodotti presso il domicilio del cliente finale.

Questa nuova funzionalità sarà inizialmente resa disponibile per un numero selezionato di partner che avranno la possibilità di usufruire del servizio in forma di beta test per poi essere estesa successivamente a tutti i partner della ristorazione.

Nel mese di settembre Alfonsino ha poi sottoscritto una partnership con Kasper, start-up di carwash on-demand, per offrire, tramite prenotazione sull'app Alfonsino, il servizio di autolavaggio a domicilio totalmente sostenibile.

Attraverso l'applicazione sarà possibile richiedere un washer, prenotandolo direttamente alla posizione della propria auto – ovunque essa sia (casa, ufficio, palestra, garage, etc.) –, senza la necessità di doverla spostare.

Grazie a un approccio waterless, tramite una soluzione a secco, studiata per disgregare e incapsulare lo sporco superficiale, si risparmieranno più di 150 litri d'acqua a ogni lavaggio. Nella sua attività, inoltre, Kasper utilizzerà soltanto prodotti eco-friendly che si vaporizzeranno ad avvenuto impiego, senza lasciare scarti al suolo.

Nel mese di ottobre la società ha lanciato *Alfonsino Media Platform*, estensione in-app del proprio ecosistema digitale, che consente alle aziende di promuoversi, effettuando campagne ad alto impatto.

La piattaforma offrirà, infatti, la possibilità a brand e retailers di fare pubblicità attraverso le applicazioni e i domini online di Alfonsino, permettendo loro di posizionarsi in maniera trasversale su una user base ampia, fidelizzata e geo-targettizzata, che comprende – oltre ai clienti e ai partners – anche una nutrita flotta di drivers.

Sempre in ottobre Alfonsino ha concluso un accordo con Expert® - Gruppo Mallardo, colosso di elettronica di consumo, per la consegna di prodotti high-tech nei piccoli e medi centri.

Gli utenti avranno a disposizione un negozio virtuale, all'interno dell'App Alfonsino, con la possibilità di ricevere i prodotti Expert® a casa o dove vorranno entro 30 minuti dalla conclusione dell'ordine.

L'accordo, ad oggi, prevede che il servizio sia gestito in sette punti vendita Expert® presenti nella Regione Campania: Giugliano, Frattamaggiore, Aversa, Pomigliano D'Arco, Somma Vesuviana, Pozzuoli e Casalnuovo, con la previsione di essere progressivamente esteso ad ulteriori punti vendita in altre Regioni d'Italia.

Nel mese di novembre Alfonsino ha concluso un accordo con Euroesse Supermarket, importante insegna della GDO campana del gruppo Morgese, per la consegna della spesa a domicilio in 30 minuti.

La partnership, che sfrutta la tecnologia proprietaria di Alfonsino, permetterà alla storica catena della grande distribuzione – operante in regione con una rete vendita complessiva di 23 supermercati e un Cash&Carry – un miglior posizionamento nel mercato del "Quick-Commerce". Gli utenti, infatti, potranno fare la spesa direttamente in-app, per poi riceverla comodamente a casa in tempi rapidi.

L'accordo prevede, al momento, l'attivazione del servizio nel centro pilota di Portici, con l'obiettivo di vederne estesa la gestione ai punti vendita di Caserta, Nola e Avellino.

In febbraio (2023) Alfonsino ha siglato un accordo strategico con Beintoo, data company del Gruppo Mediaset, operante nei settori del digital advertising e del data driven marketing.

La società intende integrare la propria strategia Retail Media con l'obiettivo di potenziare ulteriormente il gettito pubblicitario della *Alfonsino Media Platform*, Business Unit lanciata l'11 ottobre del 2022 e destinata alla promozione di terze parti, quali aziende e brand, mediante la vendita di spazi in-app.

L'implementazione delle tecnologie proprietarie di Beintoo contribuirà all'estensione del profilo operativo della piattaforma pubblicitaria, sia in termini di portata che di volumi.

### *Modello di Business*

Il modello prevede che l'utente finale possa effettuare l'ordine tramite chatbot virtuale (software progettato per simulare una conversazione con un essere umano, utilizzato da Alfonsino attraverso Facebook Messenger) ovvero tramite l'applicazione "Alfonsino: il delivery italiano", realizzata completamente in house nel 2019.

Al momento dell'ordine l'utente può scegliere se pagare con carta di credito o in contanti al momento della consegna (con un tetto massimo di 50 euro). Una volta effettuato l'ordine, l'utente può tracciare lo stato di avanzamento dello stesso venendo quindi avvisato, con notifiche progressive, ogni volta che viene ultimato uno step di preparazione. Il ristorante scelto riceve l'ordine direttamente sul tablet fornito in comodato d'uso da Alfonsino e avvia la preparazione che deve avvenire in circa 20 minuti. Una volta pronto, il pasto viene affidato al driver che ha 10 minuti per consegnarlo. Il rispetto delle tempistiche permette ad Alfonsino di effettuare le proprie consegne entro 30 minuti, con un tempo medio di consegna pari a 29 minuti. Nel caso in cui l'ordine non venga evaso il partner è tenuto a pagare una penale di € 7,50 + IVA mentre se l'utente finale non paga viene cancellato dal servizio.

Alfonsino acquisisce i dati dell'utente (e mail, numero di telefono, indirizzo di consegna, ecc.) al momento dell'ordine. Tali dati vanno ad alimentare un database interno che permette una profilazione degli utenti che diventa cruciale in sede di pianificazione delle campagne di marketing.

Ai fini dell'individuazione dei centri in cui attivare il servizio, il management di Alfonsino analizza una serie di parametri che le città target devono rispettare quali:

- Popolazione compresa tra i 25 mila e i 250 mila abitanti e caratterizzata da un alto grado di concentrazione;
- Presenza limitrofa di un certo numero di comuni (tra 5 e 15 nel raggio di 4,5 chilometri) e di università (strategiche per lo scouting di nuovi driver);
- Popolazione caratterizzata da un'età media bassa (almeno il 10% tra 25 e 35 anni), dalla presenza di famiglie con figli piccoli (tra 5 e 15 anni) e da un reddito medio annuo compreso tra 18 e 26 mila euro.

Alfonsino effettua quindi un'analisi della concorrenza e prende in considerazione l'attivazione di un determinato centro qualora il luogo in oggetto presenti la totale o parziale mancanza di competitors, la presenza di uno o più competitors con meno di 30 partner attivi e la presenza di competitor che non accettano pagamenti in contanti (servizio che Alfonsino offre in quanto particolarmente apprezzato nei piccoli centri). Attualmente, circa il 38% dei pagamenti viene effettuato in contanti alla consegna mentre la restante quota comprende pagamenti effettuati tramite carta di credito/debito o Apple Pay.

Inoltre, l'eventuale presenza di un "premium partner" (generalmente operatori di notevoli dimensioni) rappresenta per Alfonsino un fattore particolarmente rilevante ai fini della scelta di nuovi centri i quali, in tal caso, possono essere attivati anche con un unico punto vendita di un premium partner. In media, un centro con circa 30 partner e 35 driver impiega circa 10 mesi per arrivare al break-even point.

Due mesi prima dell'ingresso in un nuovo centro, Alfonsino avvia campagne di marketing mirate a:

- Promuovere il brand Alfonsino tramite la pubblicazione di un comunicato stampa sulle principali testate giornalistiche locali, la pubblicazione di un video promo e l'avvio di campagne pubblicitarie su Facebook Ads;
- Generare contatti di "lead", ovvero una lista di potenziali clienti interessati al servizio offerto; tramite la raccolta dei dati degli abitanti del nuovo centro via Facebook, si inviano promozioni e aggiornamenti sul servizio.

Nello stesso periodo, la società avvia i contatti anche con i potenziali partner e con i driver.

Le campagne di advertising promosse da Alfonsino variano in base al grado di fidelizzazione dei clienti ai quali la campagna è rivolta.

In fase di pre-lancio, Alfonsino lancia una campagna di marketing destinata ai "lead" generati e, tramite i media e la stampa locale e nazionale, vengono diffusi comunicati stampa al fine di suscitare l'interesse di potenziali clienti e stakeholder.

In fase di lancio del nuovo centro, Alfonsino avvia campagne "DEM" (Direct Email Marketing) e notifiche push rivolte ai clienti acquisiti in precedenza. Inoltre, ai "lead" viene inviato uno sconto sul primo ordine.

In fase di post-lancio, una volta avviata l'attività, Alfonsino raccoglie i dati e li analizza per profilare le abitudini di consumo dei clienti (in base agli ordini) ai quali poi invia notifiche push ed e-mail; periodicamente, vengono poi riproposte campagne marketing volte a fidelizzare e raccogliere nuovi clienti.

Le attività di *customer service* e supporto sono rivolte sia agli utenti finali, nelle varie fasi di ordine, consegna e pagamento, sia a partner e driver. Di questo servizio se ne occupa un team interno composto da 6 unità.

*Utenti finali:*

- Il servizio permette all'utente finale di contattare direttamente un addetto tramite live chat.
- Accedendo alla sezione FAQ del sito di Alfonsino, l'utente viene reindirizzato nella live chat.
- I tempi di risposta sono mediamente di 5 minuti e i tempi di risoluzione della eventuale problematica di circa 58 minuti.

*Partner e driver:*

- Per partner e driver è attiva una linea telefonica diretta che possono utilizzare per casi di urgenza.
- Anche in questo caso, è disponibile una live chat simile a quella offerta agli utenti finali.

La società utilizza sia canali di marketing online che canali di marketing offline. Tra i primi troviamo: Direct e-mail marketing (DEM), l'invio di notifiche push, l'utilizzo dei social media e la pubblicazione di spot video. Tra i canali offline identifichiamo: il canale del passaparola, la presenza ad eventi pubblici e privati e l'utilizzo di pubblicità affissionali.



Fonte: Alfonsino

Alfonsino sottoscrive con i Partner due possibili tipologie di contratti commerciali: il contratto "Standard" o il contratto "Premium":

- **Contratto Standard**

Il contratto Standard è un contratto esclusivo; viene solitamente sottoscritto con partner locali e prevede un compenso sul fatturato, il pagamento di un canone mensile e di una fee d'ingresso. Il contratto prevede la consegna al partner di un tablet in comodato d'uso a fronte di un deposito cauzionale da parte del partner stesso. Solitamente, questa tipologia di contratto ha durata annuale con tacito rinnovo.

- **Contratto Premium**

Il contratto Premium è un contratto non esclusivo; viene solitamente sottoscritto con partner di grandi dimensioni e prevede un compenso sul fatturato e la consegna di un tablet in comodato d'uso senza deposito cauzionale. Solitamente, questa tipologia di contratto ha durata annuale, rinnovabile con comunicazione scritta. Il contratto Premium non prevede, dunque, il pagamento di un canone mensile né una fee d'ingresso. I Premium Partner attualmente in essere sono rappresentati da Burger King Italia, Old Wild West Italia, Eurospin Campania e Carrefour Italia.

La società generalmente decide di attivare un nuovo centro dopo aver acquisito almeno 8 partnership standard (anche meno qualora il centro sia presidiato da un premium partner), basandosi anche sulle dimensioni cittadine e mantenendo in media un numero di driver pari a circa l'80% del numero di partner attivi. In fase di apertura di un nuovo centro, Alfonsino incentiva i partner alla sottoscrizione dei contratti attraverso incentivi commerciali quali l'annullamento della fee di ingresso ai primi 20 partner che aderiscono al servizio.

I driver di Alfonsino sono assunti con un contratto di Collaborazione Coordinata e Continuativa (Co.Co.Co.) che prevede la garanzia delle tutele INAIL e il riconoscimento dei contributi INPS. La retribuzione è corrisposta al driver con cadenza settimanale e l'equipaggiamento dei driver (driver kit composto da zaino e divisa) viene fornito da Alfonsino gratuitamente insieme al "Manuale del driver" e a un percorso di formazione iniziale.

Il modello dei ricavi adottato da Alfonsino prevede che una parte dei ricavi sia generata dai Partner commerciali quali ristoranti e supermercati (canale Business-to-Business, B2B) mentre la quota restante viene generata direttamente dagli utenti finali del servizio di Order&Delivery (canale Business-to-Consumer, B2C).

I contratti stipulati tra la società e i Partner commerciali prevedono, a prescindere dal fatto che si tratti di contratti Standard o Premium, il pagamento ad Alfonsino di una percentuale del valore dell'ordine stabilita dal contratto stesso il quale costituisce il principale introito caratterizzante il canale Business-to-Business. Contribuiscono poi alla formazione dei ricavi del canale B2B anche le fee d'ingresso a tantum, i canoni mensili pagati dai contraenti di Contratti Standard, nonché l'eventuale pubblicità sui canali social e sull'applicazione e l'acquisto del packaging take-away. I ricavi generati dal canale Business-to-Consumer, invece, si concretizzano nelle commissioni di spedizione e nei servizi extra aggiuntivi.

### *Strategie di crescita*

- Consolidamento della leadership nei comuni presidiati attraverso mirate campagne di marketing volte a migliorare la brand awareness e a incrementare il volume degli ordini.
- Sviluppo dell'offerta portando i servizi attivati recentemente (quali Alfonsino Flower, Alfonsino Grocery) anche negli altri centri e avviando nuovi servizi di order & delivery per diversificare l'offerta. La nuova strategia aziendale, anche a ragione del mutato contesto macro che nel corso dell'esercizio 2022 ne ha penalizzato la redditività, consisterà nel perseguimento di una crescita da attuare attraverso la diversificazione dell'offerta di nuovi servizi nei centri già presidiati, piuttosto che un ulteriore ampliamento della base territoriale. Inoltre, si cercherà di ridurre il numero dei driver a servizio dell'azienda aumentando, contestualmente, il numero di consegne medie per driver.
- Organizzazione e R&D rafforzando la propria struttura interna attraverso l'assunzione e formazione di nuovo personale altamente formato e qualificato (aree commerciale, logistica, ecc.) e l'implementazione del software a supporto del business.
- Sviluppo delle potenziali fonti di revenue tra cui la *advertising platform* per la vendita in out-sourcing di spazi pubblicitari sui software di cui la società è proprietaria.

# ESG-Report

*Nell'ambito dei servizi offerti agli Emittenti, Banca Finnat propone anche la redazione di un Report ESG finalizzato ad evidenziare caratteristiche e policy adottate dalle imprese che appaiono rilevanti in tema di sostenibilità*

*Alle società che si avvalgono del nostro Coverage, la redazione del Report ESG di Banca Finnat viene offerta ed il documento - che è di regola a se stante - viene per esse anche pubblicato all'interno delle ricerche del nostro Ufficio Studi, come in questo caso.*

*Tali prassi è in continuità con quella adottata sin dal 2019: è allora, infatti, che le ricerche di Banca Finnat includono una specifica sezione: prima "ESG Highlight" ed ora - appunto - "ESG-Report".*

- L'Attività di Alfonsino, analizzata dall'Osservatorio ESG PMI quotate (promosso da Banca Finnat insieme al DEIM dell'Università della Tuscia) non è stata considerata come "sostenibile" in quanto l'attività "core" dell'azienda non è idonea a conseguire alcuno dei 17 SDGS (obiettivi di sostenibilità) definiti dall'ONU.
- L'azienda non è da considerarsi nemmeno "committed" sui fattori ESG, non soddisfacendo standard particolarmente elevati di governance e trasparenza verso gli stessi fattori ESG:
  - Non viene pubblicato un bilancio di sostenibilità
  - Non è pubblicato un codice etico
  - Nel CDA composto da 5 membri siedono 1 amministratore indipendente (meno del 30%) e nessun amministratore di sesso femminile (ovvero meno del 40%).

Purtuttavia, dall'analisi del questionario sottoscritto dall'azienda si evince un cauto interesse verso le tematiche ESG.

## INFORMAZIONI GENERALI

Le informazioni di carattere non finanziario relative alle imprese, ed in particolare quelle relative alle tematiche ESG (Environmental, Social e Governance), formano oggetto di crescente attenzione, anche da parte degli investitori nell'ambito dei loro processi di investimento o finanziamento.

Per le società di grandi dimensioni, sovente oggetto di valutazioni e/o certificazioni da parte di provider specializzati, tali informazioni sono sempre più accessibili. Lo stesso non avviene per le PMI, le quali hanno oggettive difficoltà a far apprezzare le loro iniziative sulla sostenibilità.

Banca Finnat, da sempre focalizzata su quel segmento di imprese, si adopera per colmare, per quanto possibile, questo gap informativo e per rappresentare per gli Emittenti un concreto supporto alla individuazione e valorizzazione dei fattori ESG che ne caratterizzano l'organizzazione o il modello di business.

A tal fine ha anche promosso il gruppo di lavoro "Osservatorio ESG-PMI quotate" insieme al dipartimento di Economia, Ingegneria, Società e Impresa (DEIM) dell'Università della Tuscia per promuovere in tale ambito progetti di ricerca. La collaborazione con l'Ateneo ha anche consentito alla Banca di rendere ancora più consistenti, e coerenti con le best practice, i propri processi di valutazione delle politiche e delle azioni che le società oggetto di analisi hanno adottato/stanno adottando in materia di sostenibilità ambientale, responsabilità sociale e governance (tematiche ESG).

## Osservatorio ESG-PMI<sub>Quotate</sub>

L'osservatorio ESG PMI-Quotate è stato promosso nel 2021 da Banca Finnat e dall'Università della Tuscia, tramite il DEIM, Dipartimento di Economia, Ingegneria, Società e Impresa.

Cuore del progetto è la mappatura, per tutte le aziende quotate all'Euronext Growth Milan (EGM):

- della **sostenibilità delle attività**, intesa come coerenza con almeno uno dei 17 SDGS (obiettivi ONU).
- del loro **livello di "commitment"** verso i temi ESG (non solo ambientali) che deriva da tutte le iniziative, anche estranee al core business (ma con impatti sulla sostenibilità) assunte dalle società. In quest'ambito sono anche indagati vari fenomeni legati alla governance degli emittenti EGM

A tali fini è stato realizzato un dettagliato database su criteri, fattori e impegni di tutti gli emittenti presenti sul segmento di Borsa dedicato alle PMI.

E' un database che ovviamente viene seguito e aggiornato costantemente: l'iniziativa prevede infatti l'analisi di tutta la documentazione pubblica prodotta dalle società: bilanci, relazioni semestrali, eventuali bilanci non finanziari, codici etici, siti Web e persino tutti i comunicati stampa che vengono via via rilasciati.

Sono stati altresì definiti puntuali criteri volti a stabilire quando considerare sostenibile l'attività di una azienda nonché quando, a prescindere dal settore di attività, le iniziative intraprese e le policy adottate possono far definire l'azienda come "committed", ovvero impegnata in modo significativo verso i temi ESG.

L'Osservatorio rende disponibile a Banca Finnat un sistema informativo che, per ciascuna società oggetto del progetto, consente di generare un documento, l'**Infomemo ESG**, che evidenzia le informazioni rilevanti presenti nel Database. Questa sezione ne è la sintesi.



## Sez. 1 – evidenze raccolte dall'Osservatorio ESG-PMI Quotate

### La sostenibilità della attività di Alfonsino

Sulla base delle informazioni di pubblico dominio – che sono quelle prese in esame dall'Osservatorio - non è stato possibile considerare sostenibile l'attività di Alfonsino alla luce del fatto che:

- L'attività "core" dell'azienda non appare specificatamente idonea a conseguire nessuno dei 17 SDGS (obiettivi di sostenibilità) definiti dall'ONU.
- Il settore in cui opera l'azienda non è considerato ecosostenibile dalla Tassonomia UE. Infatti il codice ATECO 62.01 della società (sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico) corrisponde al codice NACE 62.01 che non risulta allineato alla Tassonomia per gli ambiti di "Climate change mitigation" o di "Climate change adaptation".

### Il livello di "commitment" sui fattori ESG

Le stesse informazioni pubbliche non sono state sufficienti a far considerare l'azienda "committed". Pur tuttavia, si registra una significativa disclosure sulle determinanti ESG nella comunicazione aziendale:

| Data       | Azione   | rating   |
|------------|--|----------|
| 19/09/2022 | La società ha sottoscritto una partnership con Kasper per il servizio di autolavaggio a domicilio totalmente sostenibile. Il servizio verrà introdotto con l'obiettivo di offrire un'alternativa smart e green al lavaggio auto tradizionale, eliminando sprechi e perdite di tempo. | E<br>XXX |
| 20/05/2021 | Inizia il progetto d'adozione alveari monitorati con i sistemi Hive Tech ideati da 3Bee: ogni ordine effettuato contribuirà all'iniziativa.  | E<br>XXX |
| 01/02/2021 | Food delivery sostenibile e made in Italy per i piccoli centri.  | E<br>XXX |

**Sez. 2 – Gli approfondimenti emersi con gli analisti di Banca Finnat****L'incontro ESG con gli analisti  
di Banca Finnat**

Alfonsino ha accolto la proposta di sottoporsi ad un incontro mirato con i nostri analisti ed alla somministrazione di un questionario appositamente predisposto, volti ad approfondire direttamente con il management caratteristiche e policy ESG adottate dalle imprese.

Banca Finnat, nell'ambito delle proprie attività di Corporate Broking e di Analyst Coverage, da tempo si adopera affinché emergano le politiche e le azioni sulle tematiche ESG che le Società dichiarano di aver adottato.

In questo contesto, ormai da diversi anni, nelle proprie ricerche ne da conto e, a tal fine, gli analisti della Banca hanno elaborato un "questionario ESG" che guida poi il loro incontro di approfondimento con i manager delle aziende oggetto delle loro ricerche.

Peraltro nell'ambito della collaborazione con l'Università della Tuscia, si è provveduto a rivisitare il questionario oggi composto da circa 60 domande, ed a ispirare il processo di analisi delle risposte ai migliori standard che emergono dalle esperienze accademiche su queste materie.

In tal modo si rende evidentemente possibile una disamina delle iniziative adottate dall'azienda, ed una loro valutazione, ancor più completa e dettagliata di quella effettuata nell'ambito dell'Osservatorio ESG-PMI Quotate, che – pur coprendo tutte le società quotate su EGM - si basa esclusivamente su informazioni e notizie "pubblicate".

In questa sezione sono sintetizzati quegli aspetti emersi dall'intervista che, a parere dei nostri analisti, sono maggiormente meritevoli di essere portati all'attenzione.

Essi sono aggregati in funzione della maggior rilevanza in termini ambientali (E), Sociali (S) o di Governance (G).

**ESG**

- Vengono utilizzati imballaggi riciclabili: scatole di cartone per la spedizione dei partner-kit, shopper biodegradabili e driver-kit riciclabili.
- I rifiuti elettronici vengono smaltiti presso l'isola ecologica di Caserta.
- Le "shopper" che vengono date ai partner per permettergli di utilizzarle nel delivery sono composte da materiale biodegradabile.
- Il reparto preposto al monitoraggio e all'ottimizzazione della logistica è alla ricerca di metodi per ridurre l'impatto sull'ecosistema come ad esempio il nuovo progetto per rendere completamente biodegradabili i driver-kit, dal vestiario al backpack.
- Si cercano metodi alternativi che possano ridurre la produzione di materiale non riciclabile (ad esempio il lavaggio e la sanificazione dei kit driver al fine di poterli riutilizzare).
- Per lo smaltimento dei prodotti finiti si fa affidamento sull'ente comunale preposto.

**ESG**

- Tutti i lavoratori vengono sottoposti ad una visita medica periodica per controllare lo stato di salute e ricevere un giudizio di idoneità alla mansione specifica. Il Medico competente valuta la congruità di: distribuzione dei videoterminali; orario delle mansioni lavorative; illuminazione dell'ambiente; postazione di lavoro rispetto alle norme ergonomiche di riferimento.
- L'Azienda mantiene l'esattezza, l'integrità, la riservatezza e la rilevanza dei dati personali in base allo scopo del trattamento.
- Ogni risorsa che abbia necessità lavorativa di attingere ad informazioni confidenziali e riservate sottoscrive un accordo di riservatezza (NDA) impegnandosi a mantenere segrete le suddette, pena la violazione dell'accordo stesso e il decorso di specifiche clausole penali in esso previste.
- Sono state stipulate convenzioni per l'attivazione di percorsi formativi a favore degli studenti dell'Università degli studi di Salerno e dell'Università degli studi di Napoli Federico II.

- L'Azienda è Top Sponsor della società di pallacanestro casertana.
- Alfonsino, in collaborazione con la Diocesi di Caserta, sta sostenendo le persone colpite dal conflitto in corso in Ucraina attraverso delle donazioni.

## ESG

- Si evidenzia che il ruolo di Presidente del Consiglio di Amministrazione e di Amministratore Delegato sono ricoperti da soggetti diversi.

## DISCLAIMER

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

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

*Le informazioni fornite e le opinioni espresse nel report si riferiscono alla data di pubblicazione del report stesso.*

*La riproduzione, anche parziale, del report è consentita previa citazione della fonte.*

## Risultati al 31.12.2022

| EUR (K)                           | FY 2021 | FY 2022 | VAR % | FY 2022E |
|-----------------------------------|---------|---------|-------|----------|
| <b>RICAVI DI VENDITA</b>          | 3.944   | 4.568   | 15,8  | 4.778    |
| <i>Provvigioni attive</i>         | 2.435   | 2.796   |       | 2.912    |
| <i>Corrispettivi netti</i>        | 1.167   | 1.476   |       | 1.383    |
| <i>Ricavi prestazioni servizi</i> | 174     | 153     |       | 172      |
| <i>Canoni attivi</i>              | 154     | 143     |       | 308      |
| <i>Altro</i>                      | 13      | 200     |       | 4        |
| Altri ricavi e proventi           | 80      | 353     |       | 245      |
| Incremento x lavori interni       | 630     | 891     |       |          |
| <b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>    | 4.653   | 5.812   | 24,9  | 5.023    |
| Materie prime                     | 100     | 120     | 20,65 | 107      |
| %                                 | 2,14    | 2,1     |       | 2,14     |
| Servizi                           | 2.462   | 6.009   | 144   | 4.820    |
| %                                 | 52,9    | 103,4   |       | 95,96    |
| Beni di terzi                     | 37      | 58      |       | 50       |
| %                                 | 0,8     | 1       |       | 1        |
| Variazione rim. materie prime     | (27)    | 27      |       | -        |
| <b>VALORE AGGIUNTO</b>            | 2.083   | -402    |       | 45       |
| %                                 | 44,75   |         |       | 0,9      |
| Costo del lavoro                  | 2.152   | 1.371   | -36,3 | 1.974    |
| %                                 | 46,24   | 23,6    |       | 39,30    |
| Oneri diversi di gestione         | 30      | 100     | 231,5 | 33       |
| %                                 | 0,65    | 1,7     |       | 0,65     |
| <b>EBITDA</b>                     | -99     | -1.872  |       | -1.961   |
| %                                 |         |         |       | -        |
| Ammortamenti                      | 456     | 653     | 43,4  | 311      |
| <b>EBIT</b>                       | -555    | -2.526  |       | -2.272   |
| %                                 |         |         |       | -        |
| Oneri (Proventi) finanziari       | 19      | 34      |       | 3        |
| <b>Utile Ante Imposte</b>         | -573    | -2.559  |       | -2.275   |
| %                                 |         |         |       | -        |
| Imposte                           | (113)   | (613)   |       | -450     |
| <i>Tax rate (%)</i>               |         |         |       | -        |
| <b>RISULTATO NETTO</b>            | -460    | -1.946  |       | -1.825   |
| %                                 |         |         |       | -        |
| PFN                               | 2.837   | 475     |       | 1.070    |
| Equity                            | 4.136   | 2.192   |       | 2.313    |
| ROE                               |         |         |       | -        |

Fonte: Alfonsino; Stime: Banca Finnat

Alfonsino ha archiviato il bilancio 2022 con ricavi netti di vendita in crescita di quasi il 16% rispetto al precedente esercizio, da € 3,9 milioni al 31.12.2021 a € 4,6 milioni, sostanzialmente in linea con le nostre aspettative (pari a € 4,8 milioni). 891 mila euro di "incremento di immobilizzazioni per lavori interni", ossia la capitalizzazione dei costi per ricerca e sviluppo sostenuti nel corso dell'esercizio, hanno quindi determinato una crescita del valore della produzione del 25% a € 5,8 milioni rispetto a € 4,6 milioni al 31.12.2021 e rispetto a € 5 milioni da noi stimati.

Un significativo incremento, pienamente atteso, dei costi operativi (+62%), da € 4,7 milioni al 31.12.2021 a € 7,7 milioni, avendo la società sostenuto nell'esercizio la maggior parte degli ingenti investimenti in pubblicità (non capitalizzabili) quale parziale allocazione delle disponibilità liquide (pari a circa € 4 milioni) ottenute in sede di IPO sul mercato EGM, hanno però inevitabilmente appesantito il conto economico che ha presentato un margine operativo lordo (Ebitda) negativo per € 1,9 milioni (sostanzialmente in linea con le nostre stime) a fronte di un margine 2021 parimenti negativo ma limitato a € 99 migliaia. Un aumento superiore al 40% negli ammortamenti (rispetto al 2021) ma anche e soprattutto un raddoppio degli stessi (pari a € 653 migliaia) rispetto a quanto da noi previsto (€ 311 migliaia) ha determinato una perdita operativa (in termini di Ebit) pari a € 2,5 milioni la quale è risultata superiore di quasi € 2 milioni rispetto alla perdita operativa di € 555 migliaia registrata a consuntivo 2021 ma anche superiore di € 250 migliaia rispetto a quanto da noi stimato (pari ad una perdita di € 2,3 milioni).

Alfonsino ha quindi chiuso il bilancio 2022 con una perdita netta pari a € 1,9 milioni (€ 1,8 milioni da noi attesi) a fronte di una perdita limitata a € 460 migliaia al 31.12.2021.

La posizione finanziaria netta al 31.12.2022 è positiva per € 475 migliaia, da € 2,8 milioni al 31 dicembre 2021 mentre il patrimonio netto si è attestato a €2,2 milioni da €4,1 milioni a fine 2021.

## Outlook 2023-2026

*Fonte: Alfonsino; Stime: Banca Finnat*
*Old Estimates*

| EUR (K)                        | 2020  | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  | CAGR 21/25 |
|--------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| <b>Ricavi di vendita</b>       | 2.825 | 3.944  | 4.778  | 8.467  | 13.109 | 18.308 | 46,79      |
| Provvigioni attive             | 1.792 | 2.435  | 2.912  | 5.245  | 8.131  | 11.441 | 47,23      |
| Corrispettivi netti            | 812   | 1.167  | 1.383  | 2.490  | 3.861  | 5.432  | 46,89      |
| Ricavi prestazioni servizi     | 101   | 174    | 172    | 309    | 479    | 674    | 40,28      |
| Canoni attivi                  | 118   | 156    | 308    | 417    | 628    | 748    | 48,09      |
| Altro                          | 2     | 13     | 4      | 6      | 9      | 13     | 2,51       |
| Altri ricavi e proventi        | 143   | 80     | 245    | 269    | 300    | 315    | 41,06      |
| <b>Valore della produzione</b> | 2.968 | 4.653  | 5.023  | 8.736  | 13.409 | 18.623 | 41,44      |
| Materie prime                  | 181   | 100    | 107    | 187    | 287    | 398    | 41,44      |
| %                              | 6,09  | 2,14   | 2,14   | 2,14   | 2,14   | 2,14   |            |
| Servizi                        | 1.448 | 2.462  | 4.820  | 3.958  | 5.954  | 8.110  | 34,73      |
| %                              | 48,79 | 52,90  | 95,96  | 45,31  | 44,41  | 43,55  |            |
| Beni di terzi                  | 14    | 37     | 50     | 79     | 107    | 149    | 41,54      |
| %                              | 0,46  | 0,80   | 1,00   | 0,90   | 0,80   | 0,80   |            |
| <b>VALORE AGGIUNTO</b>         | 1.326 | 2.083  | 45     | 4.513  | 7.060  | 9.966  | 47,90      |
| %                              | 44,66 | 44,75  | 0,90   | 51,66  | 52,65  | 53,51  |            |
| Costo del lavoro               | 1.073 | 2.152  | 1.974  | 3.272  | 4.527  | 5.855  | 28,44      |
| %                              | 36,14 | 46,24  | 39,30  | 37,45  | 33,76  | 31,44  |            |
| Oneri diversi di gestione      | 31    | 30     | 33     | 57     | 87     | 121    | 41,44      |
| %                              | 1,03  | 0,65   | 0,65   | 0,65   | 0,65   | 0,65   |            |
| <b>EBITDA</b>                  | 222   | -99    | -1.961 | 1.184  | 2.447  | 3.990  |            |
| %                              | 7,49  | -      | -      | 13,56  | 18,25  | 21,42  |            |
| Ammortamenti                   | 0     | 456    | 311    | 438    | 595    | 732    | 12,60      |
| <b>EBIT</b>                    | 222,4 | -555   | -2.272 | 747    | 1.852  | 3.258  |            |
| %                              | 7,49  | -      | -      | 8,55   | 13,81  | 17,49  |            |
| Oneri (Proventi) finanziari    | 2,6   | 19     | 3      | (1)    | (3)    | (3)    |            |
| <b>Utile Ante Imposte</b>      | 220   | -573   | -2.275 | 748    | 1.855  | 3.260  |            |
| %                              | 7,40  | -      | -      | 8,57   | 13,83  | 17,51  |            |
| Imposte                        | 89    | (113)  | (450)  | 329    | 720    | 1.178  |            |
| Tax rate (%)                   | 40,48 | -      | -      | 43,93  | 38,82  | 36,13  |            |
| <b>RISULTATO NETTO</b>         | 131   | -460   | -1.825 | 420    | 1.135  | 2.082  |            |
| %                              | 4,41  | -      | -      | 4,80   | 8,46   | 11,18  |            |
| PFN                            | 807   | 2.837  | 1.070  | 1.687  | 3.221  | 6.048  |            |
| Equity                         | 596   | 4.136  | 2.313  | 2.733  | 3.867  | 5.950  |            |
| ROE                            | 21,96 | -      | -      | 15,36  | 29,34  | 35,00  |            |
| CAPEX                          | 357   | 1.961  | 718    | 687    | 883    | 788    |            |
| NWC                            | -615  | -140   | -586   | -992   | -1.622 | -2.359 |            |
| N° centri attivi (X)           | 46    | 63     | 69     | 85     | 125    | 165    | 27,21      |
| Totale transato (K€)           | 8.436 | 11.940 | 14.372 | 25.883 | 40.126 | 56.458 | 47,46      |
| N° partner commerciali (X)     | 1.106 | 1.424  | 2.052  | 2.779  | 4.189  | 4.987  | 36,79      |
| N° driver (X)                  | 631   | 911    | 1.482  | 1.968  | 2.457  | 2.989  | 34,58      |
| Totale consegne (K)            | 312   | 451    | 587    | 977    | 1.514  | 2.118  | 47,25      |

*New Estimates*
*Fonte: Alfonsino; Stime: Banca Finnat*

| EUR (K)                        | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 2026E  | CAGR 22/26 |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| <b>Ricavi di vendita</b>       | 3.944  | 4.568  | 7.589  | 11.624 | 16.371 | 22.692 | 49,3       |
| Provvigioni attive             | 2.435  | 2.796  | 4.743  | 7.285  | 10.291 | 14.345 | 50,5       |
| Corrispettivi netti            | 1.167  | 1.476  | 2.252  | 3.459  | 4.886  | 6.811  | 46,6       |
| Ricavi prestazioni servizi     | 174    | 153    | 280    | 429    | 607    | 846    | 53,4       |
| Canoni attivi                  | 156    | 143    | 315    | 451    | 587    | 690    | 48,3       |
| Altro                          | 13     | 200    |        |        |        |        |            |
| Altri ricavi e proventi        | 80     | 353    | 300    | 300    | 300    | 300    |            |
| Incremento x lavori interni    | 630    | 891    | 864    | 907    | 920    | 966    |            |
| <b>Valore della produzione</b> | 4.653  | 5.812  | 8.753  | 12.831 | 17.591 | 23.959 | 42,5       |
| Materie prime                  | 100    | 120    | 181    | 265    | 363    | 495    |            |
| %                              | 2,14   | 2,1    | 2,1    | 2,1    | 2,1    | 2,1    |            |
| Servizi                        | 2.462  | 6.009  | 7.091  | 9.879  | 13.369 | 17.490 |            |
| %                              | 52,90  | 103,4  | 81     | 77     | 76     | 73     |            |
| Beni di terzi                  | 37     | 58     | 79     | 103    | 141    | 192    |            |
| %                              | 0,80   | 1      | 0,90   | 0,80   | 0,80   | 0,8    |            |
| <b>VALORE AGGIUNTO</b>         | 2.083  | -402   | 1.403  | 2.583  | 3.718  | 5.782  |            |
| %                              | 44,75  |        | 16     | 20,1   | 21,1   | 24,1   |            |
| Costo del lavoro               | 2.152  | 1.371  | 1.440  | 1.511  | 1.587  | 1.666  |            |
| %                              | 46,24  | 23,6   | 16,45  | 11,8   | 9      | 7      |            |
| Oneri diversi di gestione      | 30     | 100    | 150    | 220    | 302    | 412    |            |
| %                              | 0,65   | 1,7    | 1,7    | 1,7    | 1,7    | 1,7    |            |
| <b>EBITDA</b>                  | -99    | -1.872 | -186   | 851    | 1.828  | 3.704  |            |
| %                              | -      |        |        | 6,6    | 10,4   | 15,5   |            |
| Ammortamenti                   | 456    | 653    | 660    | 670    | 680    | 680    |            |
| <b>EBIT</b>                    | -555   | -2.526 | -846   | 181    | 1.148  | 3.024  |            |
| %                              | -      |        |        | 1,4    | 6,5    | 12,6   |            |
| Oneri (Proventi) finanziari    | 19     | 34     | 75     | 67     | 60     | 50     |            |
| <b>Utile Ante Imposte</b>      | -573   | -2.559 | -921   | 114    | 1.088  | 2.974  |            |
| %                              | -      |        |        | 0,9    | 6,2    | 12,4   |            |
| Imposte                        | (113)  | (613)  |        | 40     | 381    | 1.041  |            |
| Tax rate (%)                   | -      |        |        | 35     | 35     | 35     |            |
| <b>RISULTATO NETTO</b>         | -460   | -1.946 | -921   | 74     | 707    | 1.933  |            |
| %                              | -      |        |        | 0,6    | 4      | 8,1    |            |
| PFN                            | 2.837  | 475    | -472   | -218   | 394    | 2.344  |            |
| Equity                         | 4.136  | 2.192  | 1.271  | 1.345  | 2.053  | 3.986  |            |
| ROE                            | -      | -      | -      | 5,5    | 34,5   | 48,5   |            |
| CAPEX                          | 1.961  | 1.215  | 1.010  | 1.050  | 1.100  | 1.100  |            |
| NWC                            | -140   | -510   | -835   | -1.395 | -1.719 | -2.156 |            |
| N° centri attivi (X)           | 63     | 61     | 70     | 75     | 82     | 88     |            |
| Totale transato (K€)           | 11.940 | n.d.   | 23.405 | 35.950 | 50.786 | 70.792 |            |
| N° partner commerciali (X)     | 1.424  | 1.800  | 2.101  | 3.004  | 3.911  | 4.601  |            |
| N° driver (X)                  | 911    | 1230   | 1.411  | 1.650  | 1.703  | 1.742  |            |
| Totale consegne (K)            | 451    | n.d.   | 955    | 1.438  | 1.953  | 2.662  |            |

In merito al periodo 2023/2026 abbiamo rivisto le nostre precedenti stime non tanto per quanto riguarda l'evoluzione dei ricavi e del valore della produzione (quest'ultimo in ogni caso atteso in crescita nel periodo 2022/2026 ad un tasso medio annuo del 42,5%), quanto per il forte incremento atteso nel costo dei servizi la cui incidenza sul valore della produzione stessa è destinata a passare da un peso medio inizialmente stimato al 44% ad un peso assai prossimo all'80% (lo stesso peso è risultato pari al 103% sul consuntivo 2022). Conseguenza principale di questa "rivoluzione" è rappresentata da un significativo ridimensionamento del valore aggiunto prodotto il quale, inizialmente stimato a € 4,5 milioni per il consuntivo atteso del 2023, dovrebbe ora attestarsi a € 1,4 milioni (al 2025 da € 10 milioni a € 3,7 milioni) determinando un margine operativo lordo per fine anno negativo per € 186 migliaia (dopo un margine negativo per € 1,9 milioni a consuntivo 2022) a fronte di una nostra precedente stima per un margine positivo, sempre sul consuntivo 2023, pari a € 1,2 milioni. A consuntivo 2025 il margine lordo prevediamo possa assestarsi a € 1,8 milioni rispetto alla nostra stima precedente pari a € 4 milioni, per raggiungere € 3,7 milioni nel 2026. In termini di risultato operativo netto (Ebit) lo attendiamo nuovamente negativo sul consuntivo 2023, per € 846 migliaia, dopo una perdita operativa netta risultata pari a € 2,5 milioni al 31.12.2022 e a fronte di un profitto operativo da noi in precedenza stimato per € 747 migliaia. Al 2025 il profitto operativo netto atteso lo stimiamo ora a € 1,1 milioni, rispetto a € 3,3 milioni precedentemente preventivati, per raggiungere i 3 milioni nel 2026. Il risultato netto di bilancio, negativo per € 1,9 milioni al 31.12.2022, dovrebbe emergere negativo per € 921 migliaia anche sul consuntivo 2023 (a fronte di una nostra precedente stima di un utile 2023 pari a € 420 migliaia) ma tornare in leggero utile (per € 74 migliaia) dal 2024, rispetto ad un utile in precedenza da noi stimato pari a € 1,1 milioni, raggiungere € 707 migliaia nel 2025, rispetto ad un utile inizialmente atteso per € 2,1 milioni, per portarsi quindi a € 1,9 milioni nel 2026.

La posizione finanziaria netta, positiva per € 475 migliaia al 31.12.2022, la stimiamo pari a € 2,34 milioni al 2026, con un patrimonio netto in grado di portarsi da € 2,2 milioni al 31.12.2022 a € 4 milioni al 2026.

Evidenziamo come in data 1 agosto 2022 sia stato notificato alla Società un avviso di accertamento INPS redatto a seguito di una ispezione effettuata da parte dell'Ispettorato Nazionale del Lavoro con il quale viene contestato il mancato versamento di contributi per un ammontare di circa € 4,5 milioni oltre sanzioni e interessi. Il verbale in parola ha ad oggetto la posizione contributiva dei driver, i fattorini che si occupano della consegna dei prodotti ai clienti che si avvalgono del servizio di delivery. La società ha depositato ricorso giudiziale avverso l'avviso INPS ma ha ritenuto, sentito il parere dei propri legali i quali hanno qualificato come "possibile" il rischio di soccombenza, di non stanziare in bilancio alcun fondo rischi al riguardo.

## Valuation

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

Il costo medio ponderato del capitale (Wacc) è determinato al 13,75% in funzione di un Risk Free Rate al 4%, un Market Risk Premium al 9,75% ed un Coefficiente Beta pari all'unità; il tasso di crescita perpetua è mantenuto invariato all'1%. Otteniamo un Enterprise Value pari a €10,91milioni ed un valore ad Equity pari a **0,91 Euro/azione** (precedente 1,26 euro/azione). La nostra raccomandazione permane di acquisto.

### Cash Flow Model (K €)

|         | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| EBIT    | -846  | 181   | 1148  | 3024  |
| Imposte | -     | 63    | 402   | 1058  |
| NOPAT   | -846  | 118   | 746   | 1966  |
| D&A     | 660   | 670   | 680   | 680   |
| CNWC    | -324  | -560  | -324  | -437  |
| CAPEX   | 1010  | 1050  | 1100  | 1100  |
| FOCF    | -872  | 298   | 650   | 1983  |

*Stime: Banca Finnat*

| DCF Model Valuation (k €)               |             |
|---|-------------|
| Perpetual Growth Rate (%)               | 1,00        |
| WACC (%)                                | 13,75       |
| Discounted Terminal Value               | 9.775       |
| Cum. Disc. Free Operating Cash Flow     | 1.136       |
| Enterprise Value                        | 10.911      |
| Net financial position as of 31/12/2022 | 475         |
| Equity Value                            | 11.386      |
| Nr. of shares (x)                       | 12.501.500  |
| <b>Value per share</b>                  | <b>0,91</b> |

*Stime: Banca Finnat*

| WACC calculation (%) |              |
|----------------------|--------------|
| Risk free rate       | 4,00         |
| Beta (x)             | 1            |
| Market risk premium  | 9,75         |
| Cost of Equity       | 13,75        |
| <b>WACC</b>          | <b>13,75</b> |

*Stime: Banca Finnat*

### TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

|           | 2023E  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| P/E       | -12,35 | 153,1 | 16,08 | 5,88  |
| P/CF      | -43,51 | 15,28 | 8,20  | 4,35  |
| P/BV      | 8,95   | 8,46  | 5,54  | 2,85  |
| EV/SALES  | 1,56   | 1     | 0,67  | 0,40  |
| EV/EBITDA | -63,54 | 13,62 | 6     | 2,44  |
| EV/EBIT   | -14    | 63,94 | 9,56  | 3     |

*Stime: Banca Finnat*

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

| Date       | Rating | Target Price | Market Price |
|------------|--------|--------------|--------------|
| 28.10.2022 | Buy    | €1,26        | €0,625       |
| 26.04.2022 | Buy    | €2,98        | €1,31        |
| 22.11.2021 | Buy    | €4,19        | -            |

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

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

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

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

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

**Banca Finnat Research Rating Distribution**
**31/03/2023**

| N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 29  | BUY  | HOLD | SELL | N.R. |
|--|------|------|------|------|
| Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche                                   | 87%  | 10%  | 0%   | 3%   |
| Percentuali di società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento | 100% | 100% | -    | 100% |

| INCOME STATEMENT (Eur k)       | 2020     | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|--------------------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Valore della produzione</b> | 2.968    | 4.653  | 5.812  | 8.753  | 12.831 | 17.591 | 23.959 |
| Materie prime                  | 181      | 100    | 120    | 181    | 265    | 363    | 495    |
| Servizi                        | 1.448    | 2.462  | 6.009  | 7.091  | 9.879  | 13.369 | 17.490 |
| Beni di terzi                  | 14       | 37     | 58     | 79     | 103    | 141    | 192    |
| <b>Valore Aggiunto</b>         | 1.326    | 2.083  | -402   | 1.403  | 2.583  | 3.718  | 5.782  |
| Costo del lavoro               | 1.073    | 2.152  | 1.371  | 1.440  | 1.511  | 1.587  | 1.666  |
| Oneri diversi di gestione      | 31       | 30     | 100    | 150    | 220    | 302    | 412    |
| <b>EBITDA</b>                  | 222      | -99    | -1.872 | -186   | 851    | 1.828  | 3.704  |
| Ammortamenti                   | 0        | 456    | 653    | 660    | 670    | 680    | 680    |
| <b>EBIT</b>                    | 222,4    | -555   | -2.526 | -846   | 181    | 1.148  | 3.024  |
| Oneri (Proventi) finanziari    | 2,6      | 19     | 34     | 75     | 67     | 60     | 50     |
| <b>Utile Ante Imposte</b>      | 220      | -573   | -2.559 | -921   | 114    | 1.088  | 2.974  |
| Imposte                        | 89       | (113)  | (613)  |        | 40     | 381    | 1.041  |
| Tax-rate (%)                   | 40,48    | -      | -      | -      | 35     | 35     | 35     |
| <b>Risultato Netto</b>         | 131      | -460   | -1.946 | -921   | 74     | 707    | 1.933  |
| BALANCE SHEET (Eur k)          | 2020     | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| Totale Patrimonio Netto        | 596      | 4.136  | 2.192  | 1.271  | 1.345  | 2.053  | 3.986  |
| PFN                            | 807      | 2.837  | 475    | -472   | -218   | 394    | 2.344  |
| CIN                            | -212     | 1.299  | 1.717  | 1.743  | 1.563  | 1.659  | 1.642  |
| FINANCIAL RATIOS (%)           | 2020     | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| <b>EBITDA margin</b>           | 7,49     | -      | -      | -      | 6,6    | 10,4   | 15,5   |
| <b>EBIT margin</b>             | 7,49     | -      | -      | -      | 1,4    | 6,5    | 12,6   |
| <b>Net margin</b>              | 4,41     | -      | -      | -      | 0,6    | 4      | 8,1    |
| <b>ROE</b>                     | 21,96    | -      | -      | -      | 5,5    | 34,5   | 48,5   |
| GROWTH (%)                     | 2020     | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| Value of Production            | 146,97   | 56,77  | 24,9   | 50,6   | 46,6   | 37,1   | 36,2   |
| EBITDA                         | 550,79   | -      | -      | -      | -      | 114,8  | 102,6  |
| EBIT                           | 783,60   | -      | -      | -      | -      | 533,4  | 163,3  |
| Net Profit                     | 1.727,17 | -      | -      | -      | -      | 852,1  | 173,3  |
| VALUATION METRICS              | 2020     | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| EPS                            | -        | -0,04  | -0,16  | -0,07  | 0,01   | 0,06   | 0,15   |
| CFPS                           | -        | -      | -0,1   | -0,02  | 0,06   | 0,11   | 0,21   |
| BVPS                           | -        | 0,33   | 0,18   | 0,1    | 0,11   | 0,16   | 0,32   |
| P/E                            | -        | -17,94 | -4,24  | -8,95  | 111,04 | 11,66  | 4,27   |
| P/CF                           | -        | -      | -6,38  | -31,56 | 11,1   | 5,95   | 3,16   |
| P/BV                           | -        | 2      | 3,76   | 6,49   | 6,13   | 4,02   | 2,1    |
| EV/SALES                       | -        | 1,37   | 1,7    | 1,15   | 0,73   | 0,48   | 0,26   |
| EV/EBITDA                      | -        | -54,61 | -4,15  | -46,78 | 9,95   | 4,3    | 1,59   |
| EV/EBIT                        | -        | -9,76  | -3,1   | -10,3  | 46,7   | 6,84   | 1,95   |

Fonte: Alfonsino; Stime: Banca Finnat

### **Informazioni generali**

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

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

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

### **Fonti e modelli di valutazione**

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

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

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

### **Copertura e aggiornamento**

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

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

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

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

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

La presente ricerca è prodotta su incarico remunerato dallo specialist (MITSIM) dell'emittente. Si comunica, inoltre, che Banca Finnat svolge il ruolo di Euronext growth advisor in favore dell'emittente.

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

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

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

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

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

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

**Distribuzione**

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