

DOMORI

Sector: Food & Beverage



Analyst

Marco Greco

+39 02 80886654

marco.greco@value-track.com

Tommaso Martinacci

tommaso.martinacci@value-track.com

Il prezzo del cacao condiziona le strategie

Domori è uno dei principali produttori italiani di cioccolato e altri derivati del cacao nel segmento “super premium” e uno dei pochissimi che impiega il cacao Criollo, la più rara e pregiata varietà al mondo.

2023 – Ricavi in calo impattano margini e debito

I risultati economico-finanziari 2023 di Domori sono inferiori rispetto alle stime contenute nel report Value Track di Aprile 2023, e sono caratterizzati da un calo del fatturato che ha impattato negativamente la redditività operativa / netta e generato un peggioramento dell'Indebitamento Finanziario Netto solo parzialmente bilanciato da una quanto mai opportuna iniezione di capitale. In dettaglio:

- ◆ Valore della Produzione Operativa (VoP) -7% a/a a circa €26,8mn, principalmente a causa della terminazione dell'accordo di distribuzione dello champagne Taittinger;
- ◆ EBITDA della Gestione Caratteristica pari a -€1,6mn (vs. ca. €430k nel 2022) a causa del minore VoP e all'aumento dei costi necessari a supportare il progetto retail e a portare avanti lo sviluppo delle nuove infrastrutture produttive e logistiche;
- ◆ Indebitamento Finanziario Netto (senza Prestat) a ca. €13,3mn, più elevato rispetto alle nostre attese iniziali di €12,2mn.

Alla ricerca del migliore profilo commerciale e industriale

Nel prossimo futuro ci aspettiamo che la Società possa riprendere un percorso di crescita stabile attraverso il perseguimento delle seguenti strategie: 1) Accrescimento della *brand awareness* presso i consumatori finali; 2) Ottimizzazione e rinnovamento della gamma prodotto; 3) Ottimizzazione dei mix Retail – Professional e Italia - Estero; 4) Destagionalizzazione del fatturato; 5) Miglioramento dell'efficienza industriale; 6) Aumento della marginalità per prodotto e per canale.

Indebitamento 2024E-28E rivisto al rialzo

Abbiamo aggiornato le stime per il periodo 2024E-28E come di seguito:

- ◆ Valore Produzione Operativa rivista in aumento, a circa €33,4mn nel 2024E e €36,7mn nel 2025E per far fronte all'aumento del prezzo del cacao (CAGR_{23A-28E} pari al 12,7%);
- ◆ EBITDA Gest. Caratt. rivisto al ribasso a €464k nel 2024E e a €1,8mn nel 2025E (precedenti stime rispettivamente €2,1mn e €2,6mn);
- ◆ Indebitamento Finanziario Netto (con Prestat) pari a €12,8mn nel 2024E e €14,0mn nel 2025E, (precedenti stime rispettivamente €11,2mn nel 2024E e €9,4mn nel 2025E).

KEY FINANCIALS (€'000)	2022A	2023A	2024E
VALORE PROD. OPER.	28.652	26.775	33.412
EBITDA GEST. CARATT. (*)	430	-1.591	464
EBIT GEST. CARATT. (*)	-275	-2.456	-352
RISULTATO NETTO	474	-4.059	-964
CAP. INV. NETTO	17.390	19.922	18.760
PATRIMONIO NETTO	7.104	6.952	5.988
INDEB. FIN. (CON PRESTAT)	-10.285	-12.970	-12.772
INDEB. FIN. (NO PRESTAT)	-11.596	-13.291	-13.093

Fonte: Domori (2022A, 2023A), Value Track (Stime 2024E)

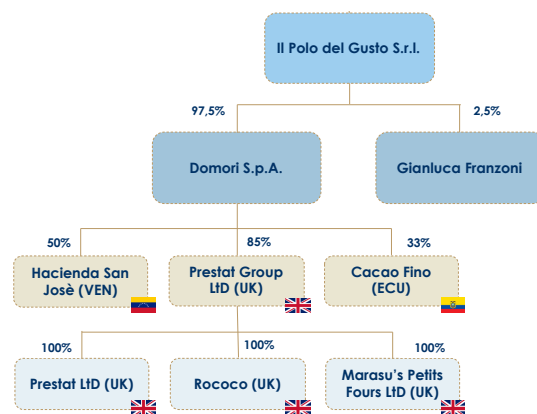
(*) Si veda pag. 2 per definizione EBITDA (o EBIT) Gest. Caratt.

KEY RATIOS	2022A	2023A	2024E
GROSS MARGIN (%)	46,9%	46,1%	44,0%
EBITDA MARGIN G.C. (%)	1,5%	-5,9%	1,4%
EBIT MARGIN G.C. (%)	-1,0%	-9,2%	-1,1%
PROFIT MARGIN G.C. (%)	-2,6%	-11,7%	-3,3%
ROE (%)	6,7%	n.s.	n.s.
PAYOUT (%)	0,0	0,0	0,0
PFN / PN (x)	-1,4	-1,9	-2,1
PFN / CAP. INV. NETTO (x)	-0,6	-0,7	-0,7

Fonte: Domori (2022A, 2023A), Value Track (Stime 2024E)

(*) Si veda pag. 2 per definizione EBITDA (o EBIT) Gest. Caratt.

STRUTTURA DEL GRUPPO DOMORI



Profilo della società

Domori rappresenta uno dei principali produttori italiani di cioccolato, e di altri derivati del cacao, nel segmento “super premium”.

In particolare, Domori utilizza un cioccolato proveniente dalla varietà di **cacao Criollo**, la più rara e pregiata al mondo, che ottiene per la gran parte dalle piantagioni di fave di cacao di proprietà, le quali sono strategiche per controllare l'intera filiera e per assicurarsi un vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti.

Dati finanziari chiave del Gruppo

€/000	2023A	2024E	2025E	2026E
Valore Produzione Operativa	26.775	33.412	36.739	40.397
Chg. % YoY	-6,6%	24,8%	10,0%	10,0%
EBITDA	-1.591	464	1.772	2.702
EBITDA Margin	-5,9%	1,4%	4,8%	6,7%
EBITDA Riclassificato	-1.328	614	1.922	2.802
EBITDA Margin Riclassificato	-5,0%	1,8%	5,2%	6,9%
EBIT	-2.456	-352	1.173	2.218
EBIT Margin	-9,2%	-1,1%	3,2%	5,5%
EBIT Riclassificato	-2.192	-202	1.323	2.318
EBIT Margin Riclassificato	-8,2%	-0,6%	3,6%	5,7%
Risultato Netto	-4.059	-964	553	1.353
Chg. % YoY	n.s.	-76,2%	n.s.	144,5%
Risultato Netto “Adjusted”	-3.122	-1.114	403	1.253
Chg. % YoY	n.s.	-64,3%	n.s.	n.s.
Pos. Fin. Netta (con Prestat)	-12.970	-12.772	-14.026	-12.615
Pos. Fin. Netta / EBITDA (x)	n.s.	>10	7,9	4,7

Fonte: Domori SpA, Value Track

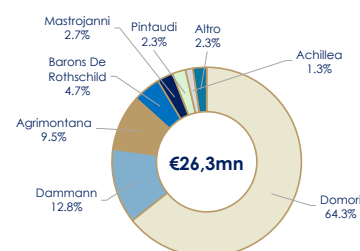
Credit Metrics (*)

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA / Oneri Fin.	<0	0,6	2,8	3,7	7,2	17,3
PFN / EBITDA	n.s.	>10	7,9	4,7	2,2	0,6
EBIT / Oneri Fin.	<0	<0	1,9	3,1	6,4	16,0
PFN / Patrimonio netto	1,9	2,2	2,2	1,6	0,8	0,2

Fonte: Value Track

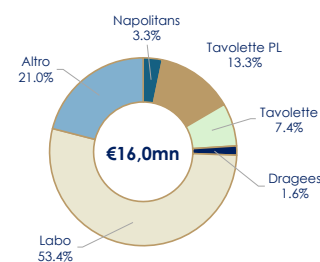
(*) EBITDA (o EBIT) Gest. Caratt. include i valori della sola gestione caratteristica, ottenuti dal Conto Economico riclassificato a Valore Aggiunto e per area funzionale. EBITDA (o EBIT) “non Riclassificato” (o semplicemente EBITDA, EBIT), indica i valori complessivi, inclusivi della gestione extra-caratteristica.

Suddivisione fatturato 2023 per prodotto



Fonte: Domori SpA

Suddivisione fatturato 2023 per prodotto(*)



Fonte: Domori SpA, (*) Domori come singola entità

Business Profile Domori

Domori rappresenta **uno dei principali produttori italiani di cioccolato**, e di altri derivati del cacao, nel segmento “super premium”.

Domori si presenta, infatti, come la prima azienda produttrice di cioccolato che impiega principalmente cacao “fine” e in particolare la varietà di cacao Criollo, la più rara e pregiata al mondo.

Punti fondanti del business model di Domori sono:

- ◆ Focus sul **segmento super premium** del mercato del cioccolato e valorizzazione del cacao **Criollo**, la varietà più rara e pregiata al mondo;
- ◆ Integrazione verticale con il **controllo dell'intera filiera**, dalla produzione di fave di cacao nelle piantagioni proprietarie in Venezuela ed Ecuador, alla lavorazione e commercializzazione del cioccolato;
- ◆ Instaurazione di rapporti a lungo termine con i produttori terzi di cacao, attraverso un costante interscambio – per migliorare sia le loro condizioni di vita e lavoro, sia la produttività delle coltivazioni di cacao – a tutela di un'**agricoltura e di un'industria sostenibili**;
- ◆ **Processi di lavorazione innovativi, a basso impatto**, caratterizzati da una sostanziale semplicità delle ricette per la piena valorizzazione della materia prima (“*less is more*”).

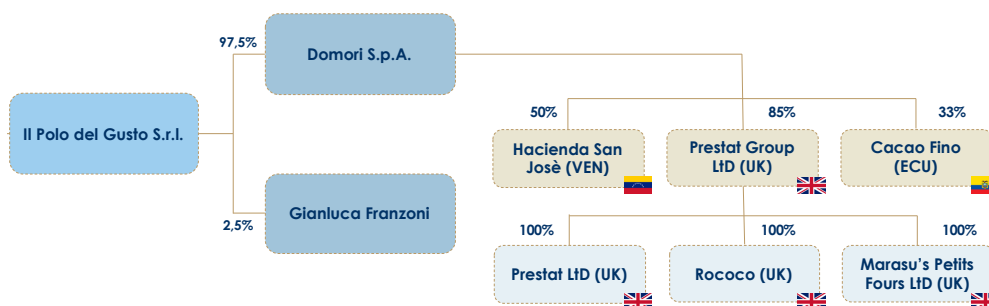
Compagine azionaria

Domori è controllata da Il Polo del Gusto S.r.l. per il 97,5% con il residuo 2,5 facente capo a Gianluca Franzoni, fondatore della società Domori nel lontano 1993.

A valle, Domori detiene tre partecipazioni direttamente consolidate dalla sub holding Il Polo del Gusto e non da Domori, che tuttavia le gestisce. Queste sono:

- ◆ Prestat Ltd: società inglese, attiva anch'essa nel segmento del cioccolato super premium;
- ◆ Hacienda San José e Cacao Fino: società che detengono piantagioni di fave di cacao in America Latina, rispettivamente in Venezuela e in Ecuador.

Partecipogramma del gruppo Domori



Fonte: Domori SpA

Produzione e distribuzione di prodotti super premium

Domori colloca sicuramente il suo *core business* nella produzione di cioccolato “super premium”, ma da giugno 2017 ha cominciato ad ampliare il portafoglio prodotti commercializzati stringendo accordi con aziende terze, sia facenti capo al Polo del Gusto che non, ma sempre attive nel segmento super premium del settore *food & beverage*.

La ragione principale di questa attività di “co-distribuzione” è duplice per Domori:

1. Il raggiungimento di importanti vantaggi di scala sulla distribuzione sia in Italia da parte di Domori, sia estera da parte dei partner che distribuiscono prodotti Domori, e quindi la copertura dei costi di distribuzione non raggiungibile altrimenti, vista la dimensione del *core business*;
2. Favorire la penetrazione dei prodotti Domori presso entrambi i canali *Retail* e *Professional*, con una valenza più strategica e di medio periodo.

Il portafoglio prodotti Domori può quindi essere suddiviso in due macroaree: i) **Prodotti proprietari**; ii) **Prodotti di terzi**, commercializzati tramite licenze di distribuzione.

Il portafoglio di prodotti proprietari

Tra i prodotti propri si distingue la linea **Cioccolato Retail** e quella **Cioccolato Professional**.

I principali prodotti della linea Retail sono:

- ◆ I cioccolatini **Napolitains**;
- ◆ Le **Tavolette** di cioccolato;
- ◆ I confetti ricoperti di cioccolato fondente **Dragees**;
- ◆ **Fave di cacao ricoperte** e **gocce di cioccolato**;
- ◆ **Creme spalmabili** al pistacchio e alla gianduia;
- ◆ **Preparati in polvere** per preparare dolci a casa e cioccolate calde

D’altro canto, la linea Professional coinvolge prevalentemente **pastiglie di cioccolato** destinate all’utilizzo da parte di professionisti, quali laboratori di pasticceria, ristoranti e similari.

Prodotti Domori: linea Retail...

Napolitains



Fonte: Domori SpA

Tavolette



Dragees



...e Linea Professional



Fonte: Domori SpA

Il portafoglio di prodotti di terzi distribuiti tramite licenze

Oltre alla produzione propria, Domori si occupa della distribuzione sia di prodotti di altre aziende appartenenti al Polo del Gusto che di alcuni selezionati brand di prestigio.

Tra le aziende del Polo del Gusto annotiamo:

- ◆ **Agrimontana:** azienda leader nel settore delle confetture extra e della frutta candita;
- ◆ **Mastrojanni:** una delle aziende di Brunello di Montalcino più rispettate dai conoscitori;
- ◆ **Dammann Frères:** storica maison di tè francese;
- ◆ **Pintaudi:** società entrata alla fine del 2021 nel perimetro del Polo del Gusto che rappresenta un'eccellenza nella produzione di prodotti da forno quali frolle, biscottoni e fette biscottate;
- ◆ **Gelato Libre:** marchio di gelati acquisito a settembre 2021 che promuove un nuovo modo di intendere il gelato, senza latte e uova, ma solo con acqua (e rigorosamente di sorgente!);
- ◆ **Prestat:** uno dei principali player attivi nel mercato UK nel settore del cioccolato premium e detentore del Royal Warrant, lo status di fornitore ufficiale della Casa Reale Inglese.

Tra le aziende terze, esterne al Polo del Gusto, distinguiamo:

- ◆ **Champagne Barons de Rothschild:** maison produttrice di champagne, a cui nel 2024 si aggiunge la vendita di tre bordeaux della Edmond de Rothschild Heritage;
- ◆ **Vini Valfieri:** azienda vitivinicola nata ad Alba nel 1961;
- ◆ **Mura Mura:** azienda agricola che sorge sulle colline di Costigliole d'Asti.

I prodotti distribuiti

Agrimontana



Mastrojanni



Dammann Frères



Pintaudi



Gelato Libre



Prestat



Fonte: Domori SpA

Il mercato di riferimento di Domori

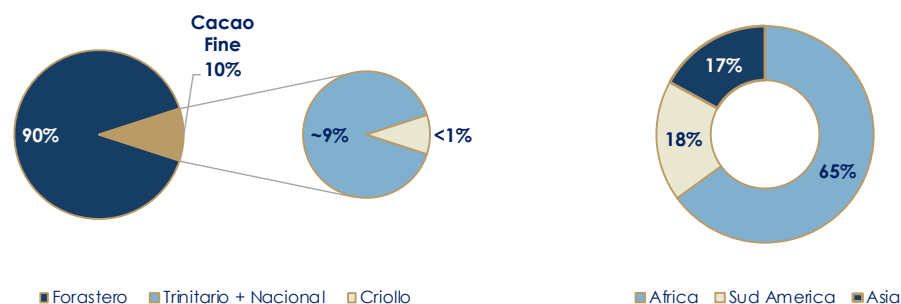
Per potere correttamente interpretare il posizionamento e le performance economiche di Domori è utile ricordare alcuni punti relativi al mercato di riferimento. In particolare:

- ◆ **Tassi di crescita del mercato del cioccolato.** Il mercato ha tassi di crescita *mid-single-digit* tipici di un contesto “maturo”. Infatti, il CAGR atteso 2024-2030 per i ricavi del mercato del cioccolato confezionato globale è pari al 4,9%;
- ◆ **La crescita del segmento premium.** Laddove venga utilizzato cacao pregiato e un attento processo di lavorazione si può parlare di cioccolato premium. Questo segmento vale circa l'8-10% del mercato totale ed è previsto crescere con un CAGR pari a circa il doppio del mercato complessivo (8.8% CAGR nel periodo 2024-2029). È evidente come il posizionamento di Domori sia quindi ottimale per intercettare questo trend di mercato che si muove verso una categoria di cioccolato più sostenibile, sana ed esclusiva.
- ◆ **Le tensioni sul fronte del prezzo della principale materia prima cacao.** La produzione globale di cacao è di ca. 5mn tonnellate annue, e solo una frazione inferiore all'1% è rappresentato dal Criollo, il cacao più pregiato e che costituisce la caratteristica distintiva dei prodotti Domori.

A partire dalla seconda metà del 2023 i prezzi del cacao sono quadruplicati (da 2,5 €/kg del 2022 a circa 10 €/kg attuali), in parte a causa di fattori climatici che hanno ridotto la produzione e in parte ad un atteggiamento “aggressivo” di alcuni operatori. Questa “discontinuità” sta chiaramente impattando tutti gli attori della filiera (Domori inclusa) che si trovano di fronte alla sfida di salvaguardare i margini senza penalizzare i volumi di vendita al cliente finale.

Maggiori dettagli su dimensioni e trend del mercato di riferimento in Appendice.

Produzione globale di cacao e ripartizione per tipologia e per paese



Fonte: Domori SpA, Cocootreeclub

Prezzo di mercato cacao (Dollaro US, Prezzo Future)



Fonte: Investing.com

Risultati Domori 2023: Inferiori alle attese

I risultati economico-finanziari 2023 di Domori sono inferiori rispetto alle stime contenute nel report Value Track di Aprile 2023, e sono caratterizzati da un calo del fatturato che ha impattato negativamente la redditività operativa / netta e generato un peggioramento dell'Indebitamento Finanziario Netto solo parzialmente bilanciato da una quanto mai opportuna iniezione di capitale.

Faremo riferimento nel prosieguo del report a EBITDA ed EBIT della "Gestione Caratteristica", quando consideriamo i valori della sola gestione caratteristica, ottenuti dal Conto Economico riclassificato a Valore Aggiunto e per area funzionale.

Al contrario, faremo riferimento a valori di EBITDA, EBIT "non riclassificati" (o semplicemente EBITDA, EBIT), quando consideriamo i valori complessivi, inclusivi della gestione extra-caratteristica.

Anche a livello di Risultato Netto si farà riferimento al Risultato Netto della "Gestione Caratteristica", al netto degli elementi non ricorrenti.

Ciò premesso, per quanto riguarda i risultati dell'anno fiscale 2023, è possibile notare che:

- ◆ Il **Valore della Produzione Operativa** si è attestato a €26,8mn in calo del 7% rispetto al 2022 e inferiore alle nostre stime di ca. €4,1mn;
- ◆ L'**EBITDA** non riclassificato è risultato negativo per ca. -€1,3mn (vs. ca. €1,7mn nel 2022), dato di gran lunga inferiore alle nostre attese.
Al tempo stesso, se estrapoliamo l'impatto della gestione extra- caratteristica otteniamo un dato di -€1,6mn (ca. €3,4mn in meno rispetto alle attese). Lo stesso discorso è valido per i valori di EBIT non riclassificato ed EBIT Gestione Caratteristica;
- ◆ Anche il **Risultato Netto**, negativo per -€4,1mn è risultato essere molto al di sotto alle nostre attese, impattato anche dall'innalzamento degli oneri finanziari a seguito dell'aumento dei tassi di interesse;
- ◆ L'**Indebitamento Finanziario Netto** (al netto dei crediti finanziari Prestat) è risultato pari a €13,3mn, più elevato rispetto alle nostre attese iniziali di €12,2mn.

Domori: 2022A vs 2023A vs 2023E

(€' 000)	2022Act.	2023Act.	23A/22A	2023Est.	A vs. E - Δ(%)
Valore Produzione Operativa	28.652	26.775	-7%	30.832	-13%
EBITDA	1.721	-1.328	n.s.	1.964	n.s.
EBITDA Gest. Caratt.	430	-1.591	n.s.	1.814	n.s.
EBIT	1.016	-2.192	n.s.	1.084	n.s.
EBIT Gest. Caratt.	-275	-2.456	n.s.	934	n.s.
Risultato Netto	474	-4.059	n.s.	442	n.s.
Risultato Netto Gest. Caratt.	-755	-4.059	n.s.	592	n.s.
Indeb. Fin. Netto (senza Prestat)	11.596	13.291	1.695	12.228	1.063
Indeb. Fin. Netto (con Prestat)	10.285	12.970	2.685	10.917	2.053

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track

Conto Economico 2023

Di seguito la tabella che mette a confronto i dati degli esercizi 2022 e 2023 del Conto Economico della sola gestione caratteristica, escludendo quindi i costi e i ricavi relativi a eventuali attività straordinarie.

Domori: Conto Economico 2023 vs 2022

(€' 000)	2022	2023	Δ %	Val. ass.
A) Valore della produzione				
ricavi delle vendite e delle prestazioni	27.941	26.494	-5%	-1.446
Δ rimanenze prodotti in lavorazione, semilavorati e finiti	711	279	n.s.	-431
Totale valore della produzione operativa	28.652	26.774	-7%	-1.877
B) Costi della produzione				
per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	-15.618	-13.934	-11%	-1.684
per servizi	-7.659	-7.652	0%	-6
per godimento di beni di terzi	-610	-1.215	99%	604
per il personale	-4.722	-5.075	7%	352
ammortamenti e svalutazioni	-705	-864	23%	158
Δ rimanenze materie prime, sussidiarie, di consumo, merci	390	-487	n.s.	877
Totale costi della produzione	28.927	29.229	1%	303
EBIT Gest. Caratt.	-275	-2.456	n.s.	-2.181
EBITDA Gest. Caratt.	430	-1.591	n.s.	-2.021
C) Proventi e oneri finanziari				
altri proventi finanziari	61	37	-39%	-24
interessi e altri oneri finanziari	-402	-933	132%	-531
Utili e perdite su cambi	-1	-5	n.s.	-4
Totale proventi e oneri finanziari	-341	-901	n.s.	-560
Risultato prima delle imposte	-616	-3.357	n.s.	-2741
Imposte sul reddito dell'esercizio	-139	234	n.s.	373
Utile (perdita) dell'esercizio Gest. Caratt.	-755	-3.122	n.s.	-2367

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track

Valore Produzione Operativa 2023 in calo di ca. il 7% a/a

Il gruppo ha registrato un Valore della Produzione 2023 in calo rispetto al 2022 (-7% vs. 2022 e +1% vs. 2021), inferiore alle attese principalmente a seguito della chiusura del contratto di distribuzione dello champagne Taittinger, che nel 2022 aveva generato ricavi per ~€3,1mn.

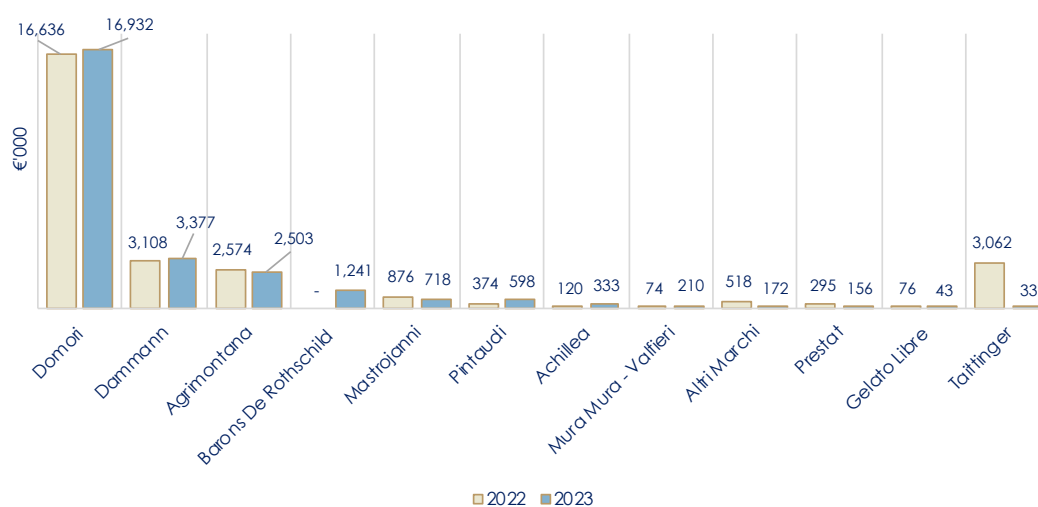
In sostituzione, nel 2023 è iniziata la distribuzione dello champagne a marchio Barons De Rothschild, che ha parzialmente compensato la perdita di Taittinger per €1,2mn.

Comunque, la performance non particolarmente brillante è ascrivibile tanto ai prodotti a marchio Domori quanto ad alcuni prodotti commercializzati. In dettaglio si segnala che:

- ◆ Le vendite dei prodotti Domori sono state pari a €16,9mn con una crescita del 2% rispetto al 2022 (seppur sotto le attese) e dell'11% rispetto al 2021;

- ◆ Tra le linee di prodotti commercializzati delle *sister companies* del Polo del Gusto, Achillea si distingue con €333k (+178% vs. 2022). Buone le performance anche di Pintaudi (la cui distribuzione è iniziata nel 2022) con €598k (+60% a/a) e di Dammann con €3,4mn (+9% a/a);
- ◆ Per contro, come già ricordato le vendite dello champagne Tattinger chiudono l'anno con solo €33k di ricavi vs. ca. €3,1mn nel 2022, a causa dall'interruzione del contratto di distribuzione; Anche i prodotti Prestat registrano un decremento, pari al -47%, a causa dei ritardi delle consegne nei periodi *clou* dell'anno (come S. Valentino, Pasqua, ecc.);
- ◆ Nel corso dell'esercizio la società ha iniziato a distribuire lo champagne Barons De Rothschild che ha generato ricavi per circa €1,2mn;
- ◆ Le vendite dei prodotti Agrimontana sono rimaste abbastanza stabili e pari a €2,5mn (-3% rispetto al 2022 e +2% rispetto al 2021).

Domori: Composizione fatturato 2022vs 2023 (€'000)



Fonte: Domori SpA

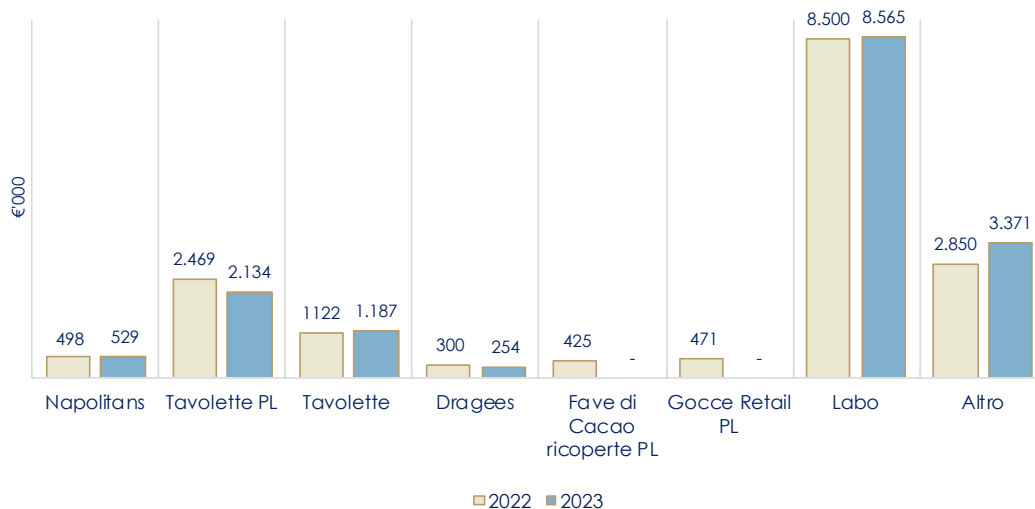
Evoluzione vendite dei prodotti a marchio Domori

Il brand Domori ha registrato una crescita dei ricavi del 2%, sotto le stime della ricerca di Aprile 2023 dell'8%, trainata da un incremento delle vendite domestiche. Il brand Domori rimane il principale marchio del gruppo per fatturato, rappresentando circa il 64% del fatturato totale.

Per quel che concerne la suddivisione del fatturato in base al portafoglio prodotti è da segnalare:

- ◆ La ripresa delle Tavolette che, dopo un 2022 in cui si era osservato un -11% a/a sulle vendite, hanno registrato una crescita pari a +6% sul 2022 (ancora inferiore in termini assoluti rispetto al 2021). Anche i prodotti Napolitans in crescita del 6% a/a e del +66% sul 2021;
- ◆ L'andamento *flat* dei prodotti professionali (LABO) che raggiungono €8,6mn incrementandosi dell'1% rispetto al 2022 e del 12% sul 2021;
- ◆ Il calo dei prodotti Dragees e Tavolette PL, rispettivamente -15% e -14% rispetto al 2022;
- ◆ Le mancate vendite delle Fave di cacao ricoperte PL e delle Gocce retail PL, che complessivamente nell'anno precedente avevano cubato ca. €896k.

Domori: Ricavi da vendite prodotti propri per tipologie di prodotto 2022 vs 2023



Fonte: Domori SpA

Evoluzione vendite Domori Retail vs Domori Professional

Il mix di ricavi dei prodotti Domori per il 2023 appare ben bilanciato tra i prodotti del segmento Retail e i prodotti del segmento Professional (rispettivamente pari al 53% e 47%, stabili in percentuale in confronto al 2022). Inoltre, le vendite sono rimaste pressoché stabili dall'anno precedente.

In particolare, segnaliamo:

- ◆ Il totale delle vendite Retail nel mondo è stato di €9mn, +2,3% rispetto al 2022 (€8,8mn), nonostante le vendite Private Label si siano contratte del 23%;
- ◆ I prodotti destinati ai clienti Professional hanno raggiunto un fatturato di €7,9mn, in crescita di 1,3% rispetto ai €7,8mn del 2022.

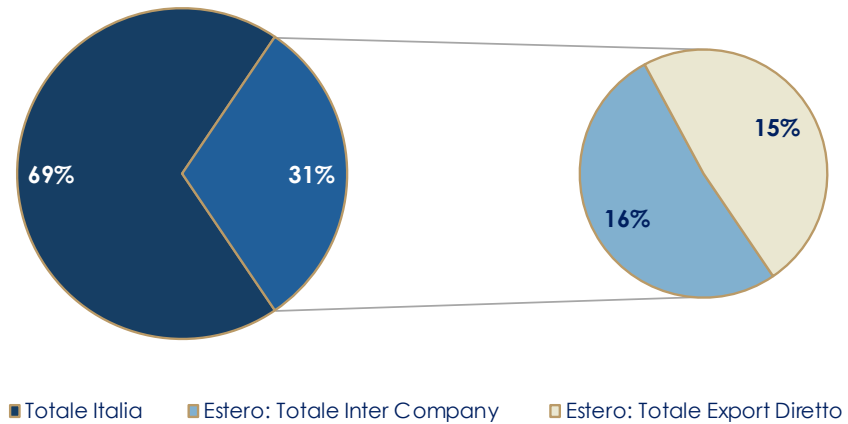
Breakdown vendite per area di business del gruppo

Sottolineiamo che la contrazione del fatturato ha riguardato principalmente l'Italia, in particolare nel settore Retail, sempre a causa della terminazione del contratto Taittinger. Infatti, se consideriamo esclusivamente i prodotti a base di Cioccolato, le vendite sono state pari a €16,9mn (+2% a/a).

In tale ambito, importante lo sviluppo dell'Italia (+7% a/a) trainato dalle vendite di prodotti a Marchio Domori (+43% a/a) che compensano ampiamente i ritardi delle vendite di prodotti professionali sul mercato domestico (-25% a/a) e delle vendite a marchio di Terzi.

L'estero (-3% a/a) risente della contrazione delle vendite alla partecipata Prestat e della chiusura del contratto con un importante cliente americano della GDO, che era arrivato a cubare €1,8mn.

La collaborazione con tale cliente è stata tuttavia ripresa nel 2024 e si stima che tra giugno e settembre possa iniziare la distribuzione di una tavoletta di cioccolato a marchio Domori, rappresentando un segnale positivo per futuri investimenti nel mercato USA.

Domori: divisione per area di Business

Fonte: Domori SpA

Redditività operativa e netta

Il 2023 è caratterizzato da un drastico calo della redditività dovuto essenzialmente alla diminuzione del VoP: l'EBITDA 2023 della Gestione Caratteristica è, infatti, pari a -€1,6mn (vs. ca. €430k nel 2022).

Ha pesato sulla drastica riduzione della redditività operativa anche l'aumento dei costi legati a:

1. Commissioni delle vendite estere con provvigione;
2. Logistica e distribuzione;
3. Canoni di leasing del magazzino logistico (incremento di ca. €600k) e gestione del magazzino (aumento di ca. €900k di Δ rimanenze di materie prime);
4. Aperture dei nuovi negozi di Roma e Trieste e per l'apertura su anno intero del negozio di Torino.

Hanno inoltre pesato sul Conto Economico:

1. Minori ricavi accessori (ca. -€726k);
2. Maggiori ammortamenti (+€151k a/a) per i nuovi investimenti effettuati nel 2023, in particolare per l'acquisto del ramo di azienda da IllyCaffè, per l'apertura del nuovo negozio Incantalia a Trieste e per i lavori extra leasing sul lotto logistico;
3. Maggiori costi di marketing e comunicazione (+€185k);
4. Maggiori costi di governance (+€157k).

Ulteriori fattori che hanno portato all'erosione dei margini sono stati:

- ◆ I costi per servizi, pur rimanendo stabili a/a, hanno accresciuto la loro incidenza sul valore della produzione operativa (28,6% vs. 26,7% del 2022) a seguito della diminuzione della stessa rispetto al 2022;
- ◆ I costi del personale, aumentati di ca. €350k a/a, e con una maggior incidenza sul fatturato, pari al 19,1% (vs. 16,5% del 2022).

Conto Economico: da Valore della Produzione Operativa a EBIT 2022 vs 2023

(€ '000)	2022	2023	Δ %
Valore della Produzione Operativa	28.652	26.775	-7%
Costi per materie prime, di consumo e di merci	-15.228	-14.422	-5%
Costi per servizi	-7.659	-7.653	0%
Costi per godimento di beni di terzi	-611	-1.216	99%
Costo del personale	-4.723	-5.076	7%
EBITDA Gest. Caratt.	430	-1.591	n.s.
EBITDA Gest. Caratt Margin	1.5%	-5.9%	n.s.
Ammortamenti e Accantonamenti	-705	-864	23%
EBIT Gest. Caratt.	-275	-2.456	n.s.
EBIT Gest. Caratt Margin	-1.0%	-9.2%	n.s.

Fonte: Domori SpA

Sotto l'EBIT della Gestione Caratteristica (negativo per ca. €2,5mn), segnaliamo un aumento degli oneri finanziari (ca. €930k vs. €402k nel 2022) dovuto alla situazione macroeconomica attuale caratterizzata da alti tassi di interesse;

In definitiva, il Risultato Netto 2023 della Gestione Caratteristica risulta esser negativo, pari a -€3,1mn (vs. ca. -€755k nel '22).

Conto Economico: da EBIT a Risultato Netto 2022 vs 2023

(€ '000)	2022	2023	Δ %
EBIT Gest. Caratt.	-275	-2.456	n.s.
Gestione finanziaria	-341	-901	n.s.
Risultato prima delle imposte	-616	-3.357	n.s.
Imposte	-139	234	n.s.
Risultato Netto Gest. Caratt.	-755	-3.122	n.s.

Fonte: Domori SpA

Gestione extra-caratteristica

Valutando anche la gestione extra-caratteristica 2023 (comprensiva della svalutazione per circa €1,2mn della società controllata Prestat), sia per quanto riguarda i ricavi che i costi, l'EBITDA, l'EBIT e Risultato Netto 2023 risultano pari rispettivamente a -€1,3mn, -€2,2mn e -€4,1mn.

Domori: Conto Economico 2023 vs 2022 (con gestione extra-caratteristica)

(€' 000)	2022	2023	Δ %	Val. ass.
Totale valore della produzione	30.044	27.233	-9%	-2.811
EBITDA Gest. Caratt.	430	-1.591	n.s.	-2.021
Gestione extra-caratteristica	1.230	263	-79%	-966
Ricavi	1.392	458	-67%	-933
Oneri	-162	-195	20%	-33
EBITDA Reported come da schema CEE	1.661	-1.328	n.s.	-2.988
Altri elementi straordinari	60	0	n.s.	-60
EBITDA	1.721	-1.328	n.s.	-3.049
EBIT Gest. Caratt.	-275	-2.456	n.s.	-2.181
Gestione extra-caratteristica	1.230	263	-79%	-966
EBIT Reported come da schema CEE	955	-2.192	n.s.	-3.147
Altri elementi straordinari	60	0	-100%	-60
EBIT	1.016	-2.192	n.s.	-3.208
Risultato Netto Gest. Caratt.	-755	-3.122	n.s.	-4.534
Gestione extra-caratteristica	1.230	263	n.s.	-966
Svalutazione controllata Prestat	0	-1.200	n.s.	-1.200
Risultato Netto	474	-4.059	n.s.	-4.534

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track

Stato Patrimoniale e Rendiconto Finanziario 2023

L'Indebitamento Finanziario Netto è peggiorato a ca. €13,0mn dai €10,3mn di fine 2022 (€13,3 mn da €11,6 escludendo i crediti finanziari vs. Prestat).

Domori: Indebitamento Fin. Netto 2022 vs 2023 con / senza crediti finanziari vs Prestat Ltd

(€ '000)	2022Act.	2023Act.	23A/22A	2023Est. (*)
IFN con crediti finanziari vs Prestat	10.285	12.970	2.685	10.917
IFN rettificato (con Debito per leasing)	13.308	13.189	119	21.692
IFN senza crediti finanziari vs Prestat	11.596	13.291	1.695	12.228
IFN rettificato (con Debito per leasing)	14.619	13.510	1.109	23.003

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track, Non considerata l'ipotesi di cessione del debito per leasing (verificatasi a Dic 2023)

Tra gli impieghi di capitale si evidenzia che il capitale circolante netto decresce rispetto all'esercizio precedente per un aumento dei ratei e risconti passivi di ca. €1,2mn, mentre le altre componenti rimangono pressoché invariate. Per quanto concerne gli investimenti, invece, pari a €5,5mn, e disinvestimenti, pari a €1,0mn, si evidenziano:

- ◆ Investimenti immateriali per un totale di circa €1,3mn, principalmente diretti all'acquisizione del ramo d'azienda del negozio Illy di Roma e di Trieste, nonché a migliorie su beni di terzi relativi alla ristrutturazione del negozio Incantalia;
- ◆ Investimenti materiali per circa €0,7mn, dovuti all'acquisto di mobili destinati all'arredo del nuovo negozio di Trieste "Incantalia", all'acquisto di impianti e macchinari (migliorie) e all'acquisto di attrezzature;
- ◆ Investimenti in immobilizzazioni finanziarie per circa €2,5mn come risultato dell'erogazione dei versamenti in conto futuro aumento di capitale in favore della controllata Prestat per €3,4mn, di cui ca. €1mn a titolo di rinuncia di due crediti finanziari erogati nel corso del 2019-2020.

Dal lato delle fonti di finanziamento si segnala che nel corso del 2023, Domori ha ottenuto (supportata da lettera di *patronage* rilasciata dalla Capogruppo):

- ◆ Una nuova linea di finanziamento a breve termine Banca Popolare di Sondrio per €500k;
- ◆ Una nuova linea a breve termine da Credit Agricole del valore di €2,5mn;
- ◆ Un finanziamento di medio lungo termine sempre da Credit Agricole per un valore di €3mn.

Nel complesso la Società ha acceso nuovi finanziamenti per €9,8mn e rimborsato prestiti per €7,1mn.

Domori ha inoltre ottenuto un finanziamento Intercompany dalla capogruppo, Polo del Gusto, del valore €3mn a cui lo stesso ha parzialmente rinunciato e di cui €2mn sono stati convertiti in corso d'anno in aumenti in conto futuro aumento di capitale (senza effetti diluitivi, ma comunque in incremento del Patrimonio Netto). La parte residua di finanziamento è fruttifero di interessi pari al 4,3% con scadenza aprile 2024.

Cessione contratto di Leasing con BNL Leasing

La Società, nel corso dell'esercizio 2022, aveva stipulato con BNL Leasing Spa tre contratti di leasing, del valore complessivo di €8,3mn, per la ristrutturazione del nuovo sito produttivo.

Il finanziamento BNL presentava le seguenti caratteristiche: tasso variabile, data accensione 08/07/2019, data scadenza 08/01/2025, tasso 1,95% + EURIBOR 3 mesi.

Nel mese di dicembre 2023, **la società ha effettuato la cessione dei tre contratti, alla società Polo del Gusto Srl per un controvalore di €776k** (riscontati in 14 anni).

Contemporaneamente Domori ha stipulato un contratto di locazione con la società Polo del Gusto Srl per l'utilizzo degli immobili, e proprio per tale motivo il ricavo di cessione verrà riscontato lungo la durata del contratto stesso.

A febbraio 2024, sono stati approvati dalla BNL leasing due ampliamenti dell'importo finanziato per due dei subcontratti, del valore complessivo di €1mn.

Inoltre, la Società ha stipulato due contratti di leasing con la società BNL Leasing Spa per un valore complessivo di circa €0,25mn.

Domori: Stato Patrimoniale riclassificato 2022 vs 2023

(€ '000)	2022	2023
Immobilizzazioni immateriali	1.576	2.489
Immobilizzazioni materiali	1.820	2.087
Immobilizzazioni finanziarie	6.540	8.874
Attivo Fisso Netto	9.936	13.450
Magazzino	7.424	7.345
Crediti vs clienti	7.075	7.268
Debiti vs fornitori	-8.884	-7.846
Altri Crediti / Debiti non finanziari	3.188	1.222
Capitale Circolante Netto	8.802	7.988
Fondi per rischi e oneri e TFR	1.348	1.517
Capitale Investito Netto	17.390	19.922
Capitale sociale	824	824
Riserve	6.281	6.129
Patrimonio Netto	7.104	6.952
Indebitamento Finanziario Netto (con crediti fin. Prestat)	10.285	12.970
Indebitamento Finanziario Netto (senza crediti fin. Prestat)	11.596	13.291

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track

Domori: Rendiconto Finanziario 2022 vs 2023

(€ '000)	2022	2023
EBITDA Gest. Caratt.	430	-1591
Imposte societarie	-139	234
Var. magazzino	-1.101	79
Var. Crediti vs clienti	1.553	-193
Var. Debiti vs fornitori	3451	-1038
Var. Altri crediti / debiti	-5.272	1.965
Var. Ratei e risconti	-1.569	1.158
Var. Altri	-3.703	807
Var. Capitale Circolante Netto	-1.369	813
Var. Fondi e TFR	131	169
Flusso di Cassa Operativo	-947	-375
Var. Imm. Materiali e Immateriali	597	-1.950
Var. Imm. Finanziarie	105	-2.335
Var. Patrimonio Netto	23	3.907
Gestione Finanziaria	-341	-901
Gestione extra-caratteristica / Altre componenti non ordinarie	1.291	263
Altro	630	-304
Flusso di Cassa Netto	1.357	-1.695

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track

Struttura dell'Indebitamento Finanziario Netto

La variazione della composizione dell'Indebitamento Finanziario Netto, passato da €11,6mn di fine 2021 a €13,3mn del 2022, è così articolata:

- ◆ Aumento delle disponibilità liquide da €2,4mn di fine 2021 a €3,2mn di fine 2023;
- ◆ Aumento del debito verso banche pari a ca. € 2,5mn.

Struttura dell'Indebitamento Finanziario Netto 2022 vs 2023

(€ '000)	2022	2023
Disponibilità liquide	2.400	3.216
Fabbisogno finanziario di Breve termine	7.348	7.160
Fabbisogno finanziario di Lungo termine	6.650	9.346
Indebitamento Finanziario Netto (*)	11.596	13.291

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track, (*) Considerando crediti Prestat come "no cash equivalent"

Covenants Minibond 3,75% 2026

Ricordiamo che a fine 2020 la società aveva incassato €5mn derivanti dall'emissione del Minibond 3,75% 2026.

Per quanto riguarda i risultati finanziari 2023, il Minibond prevedeva i seguenti covenants:

- ◆ Rapporto EBIT su Oneri finanziari doveva mantenersi al di sopra di 1,8x
- ◆ Rapporto IFN (senza crediti Prestat) / Patrimonio Netto non doveva eccedere 2,2x.

Il mancato rispetto di entrambi i suddetti parametri finanziari avrebbe fatto scattare il rimborso anticipato del debito.

Nell'anno considerato solamente uno dei covenants è stato rispettato, ossia IFN (senza crediti Prestat) / Patrimonio Netto (pari a ~1,94) grazie agli apporti di capitale sopra evidenziati.

Struttura indebitamento complessivo

Analizzando la composizione delle passività di Domori, sia finanziarie che operative, notiamo come poco più dei $\frac{3}{4}$ dei debiti (ca. €19,0mn) risultano essere a breve termine.

Tra le passività a breve evidenziamo i debiti verso le banche (€7,2mn) e i debiti commerciali verso i fornitori (€7,8mn).

Le passività con scadenza oltre l'esercizio, circa il 23% sul totale, ammontano a circa €8,2mn e sono suddivise tra debiti verso le banche, debiti verso altri finanziatori e il prestito obbligazionario emesso nel 2020.

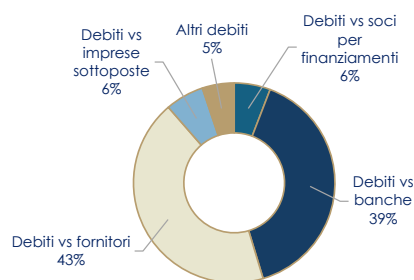
Suddivisione debiti per tipologia e scadenza 2022 vs 2023

(€)	Dicembre 2023			Dicembre 2022
	Quota scadente entro l'esercizio	Quota scadente oltre l'esercizio	Totale	Totale
Obbligazioni	0	4.923.383	4.923.383	4.893.041
Debiti verso soci per finanziamenti	1.051.953	0	1.051.953	0
Debiti verso banche	7.160.364	2.890.820	10.051.184	8.623.067
Debiti verso altri finanziatori	120.000	360.000	480.000	480.000
Acconti	7.954	0	7.954	24.763
Debiti verso fornitori	7.837.997	0	7.837.977	8.859.534
Debiti verso imprese controllate	175.013	0	175.013	0
Debiti verso controllanti	166.098	0	166.098	28.805
Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	1.127.076	0	1.127.076	311.404
Debiti tributari	162.255	0	162.255	140.214
Debiti verso istituti di sicurezza e previdenza sociale	267.478	0	267.478	226.076
Altri debiti	926.642	0	926.642	975.356
Totale debiti	19.002.830	8.174.203	27.177.033	24.562.261

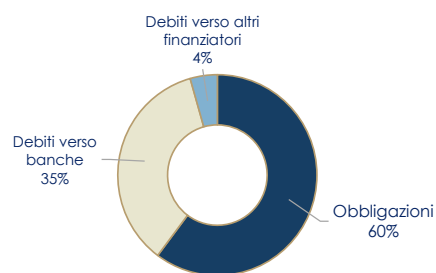
Fonte: Domori SpA

Struttura debiti per scadenza 2023

Entro l'esercizio successivo



Oltre l'esercizio successivo



Fonte: Domori SpA

Per quanto riguarda la ripartizione geografica del debito, si rileva come la maggior parte degli obblighi siano concentrati in Italia (€24,1mn vs €3,1mn di debiti verso l'estero).

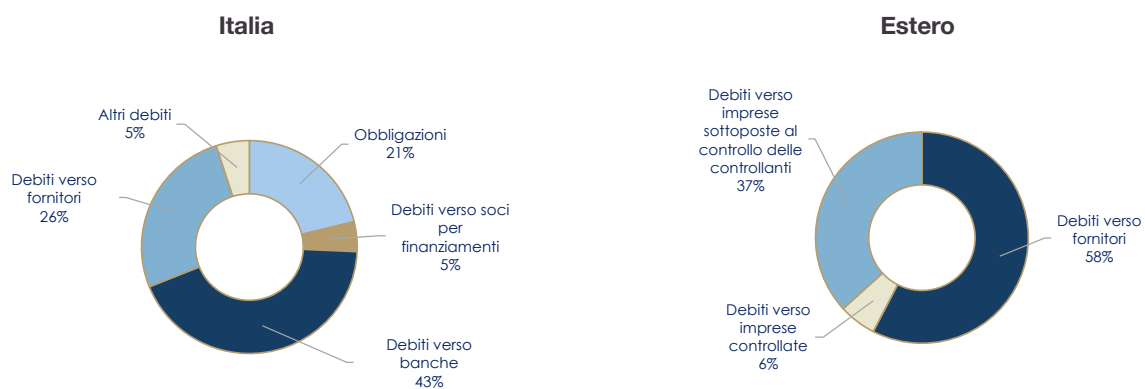
I debiti finanziari risultano essere interamente verso banche e obbligazionisti domestici.

I debiti commerciali, invece, presentano una componente domestica pari a circa il 77% sul totale (vs 86% nel 2022).

Ripartizione debiti per area geografica 2023

(€)	Italia	Estero	Totale
Obbligazioni	4.923.383	0	4.923.383
Debiti verso soci per finanziamenti	1.051.953	0	1.051.953
Debiti verso banche	10.051.184	0	10.051.184
Debiti verso altri finanziatori	480.000	0	480.000
Acconti	7.954	0	7.954
Debiti verso fornitori	6.071.518	1.766.479	7.837.997
Debiti verso imprese controllate	0	175.013	175.013
Debiti verso imprese controllanti	166.098	0	166.098
Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	1.127.076	1.127.076
Debiti tributari	162.255	0	162.255
Debiti verso istituti di sicurezza e previdenza sociale	267.478	0	267.478
Altri debiti	926.642	0	926.642
Totale debiti	24.108.465	3.068.568	27.177.033

Fonte: Domori SpA

Ripartizione debiti 2023 per area geografica

Fonte: Domori SpA

Newsflows 2023-2024

I principali eventi aziendali del 2023-24 sono stati i seguenti:

- ◆ **Gennaio 2023 - Accordo per la distribuzione esclusiva in Italia degli champagne della Maison di Champagne Barons de Rothschild:** Accordo quinquennale, con il quale da gennaio 2023, Domori distribuisce in esclusiva sul suolo italiano gli champagne della Maison di Champagne Barons de Rothschild, che riunisce i tre rami della famiglia (Château Mouton Rothschild, Château Clarke, Château Lafite Rothschild);

- ◆ **Febbraio 2023 - Tavoletta d'Oro 2023, Oscar del cioccolato:** alla ventunesima edizione del Premio Tavoletta d'Oro – ossia il riconoscimento più autorevole al cioccolato di qualità in Italia – la società riconferma ancora una volta la *leadership* nazionale nella categoria fondente, aggiudicandosi il premio in due diverse categorie:

- miglior cioccolato fondente;
- miglior cioccolato fondente d'origine.

I giudizi degustativi sono stati assegnati secondo le schede di valutazione ideate da Compagnia del Cioccolato, la più importante associazione nazionale di settore, che riunisce degustatori professionali e giornalisti di settore.

- ◆ **Settembre 2023 - Nasce INCANTALIA:** primo negozio a Trieste, per dare il via a una rete di negozi che si svilupperà in Italia, all'estero e online per promuovere la cultura del cibo e i valori della qualità superiore grazie alla selezione di marche di eccellenza.

- ◆ **Luglio 2023 - Janluca de Waijer nominato AD di Domori:** Olandese di nascita e torinese d'adozione, Janluca de Waijer ha una lunga esperienza nel management e internazionalizzazione nel settore Food & Beverage.

Prima di approdare a Domori, ad agosto 2023, si è occupato di rafforzamento del brand e sviluppo internazionale per importanti aziende familiari italiane ed estere, tra cui Luigi Lavazza, Fratelli Saclà, Fattoria Scaldasole e Andros, famosa per il marchio Bonne Maman.

- ◆ **Febbraio 2024 - Premio Tavoletta d'Oro 2024:** alla ventiduesima edizione del più autorevole riconoscimento al cioccolato di qualità in Italia Domori si è aggiudicata il primo premio nelle categorie:

- Miglior cioccolato fondente d'Origine per il Criollo Porcelana 70%;
- Miglior Cioccolato Fondente per la tavoletta Blend Criollo 80%;

- ◆ **Aprile 2024 - Nuovo accordo di distribuzione tra Domori e la Edmond de Rothschild Heritage:** Domori sarà il distributore in esclusiva per l'Italia di tre Bordeaux prodotti dalla Edmond de Rothschild Heritage.

Strategie commerciali e produttive 2024E-28E

Impatto del prezzo del cacao sui prodotti Domori

Abbiamo visto precedentemente che il prezzo del cacao è quasi quadruplicato da 2,5 a ca. 10 €/kg negli ultimi mesi e questo sta necessariamente impattando la strategia di breve termine di Domori anche se il rialzo dei prezzi impatta Domori relativamente meno dei suoi concorrenti a causa di:

- ◆ Possibilità di approvvigionarsi di cacao criollo dalle piantagioni di proprietà;
- ◆ Storia dei prezzi del cacao criollo che sono sempre stati a premio rispetto al Forestero, nel range €6,5 - €9. L'aumento è quindi minore in termini relativi;

Ciò premesso, è inevitabile rivedere al rialzo i prezzi di vendita dei prodotti Domori a base di cacao. In particolare, la strategia Domori è la seguente:

- ◆ **Linea Professional.** Revisione di circa il 30%-40% dei prezzi praticati ai clienti cercando di evitare che questi possano decidere di muoversi su varietà di cacao meno pregiate;
- ◆ **Linea Retail.** La revisione al rialzo dei prezzi di vendita sarà più contenuta, ca. 15%-20% per rimanere competitivi e attrarre una più larga fetta di mercato sfruttando il fatto che il differenziale dei prezzi tra Domori e i suoi competitor diminuirà significativamente, essendo le altre aziende costrette ad aumentare di molto i prezzi dei loro prodotti finali.

Principali strategie 2024E-28E

Malgrado le problematiche sopracitate che hanno impattato sul business di Domori, ci aspettiamo che la Società possa riprendere un percorso di crescita stabile negli anni a venire attraverso il perseguimento delle seguenti strategie:

1. Accrescimento della **brand awareness** presso i consumatori finali;
2. Ottimizzazione e rinnovamento della **gamma prodotto**;
3. Ottimizzazione dei **mix Retail – Professional e Italia - Estero**;
4. **Destagionalizzazione** del fatturato;
5. Miglioramento dell'**efficienza industriale**;
6. Aumento della **marginalità per prodotto e per canali distributivi**.

#1 Accrescimento della brand awareness presso i consumatori finali

Al fine di accrescere la visibilità del marchio aziendale, la Società sta pianificando le seguenti azioni:

- ◆ Organizzazione eventi con i partner strategici;
- ◆ Creazione di una gamma iconica con un alto grado di immediatezza e riconoscibilità (*consistent* da un punto di vista di layout), aumentandone così la distintività rispetto ai *competitors*;
- ◆ Maggiore focus su un pubblico ampio con respiro internazionale selezionando una vasta gamma di ricette che rispondano ai *needs* di diversi consumatori;

Al tempo stesso ci aspettiamo che gli investimenti in Marketing e Comunicazioni vengano attentamente selezionati negli anni futuri.

D'altra parte, la creazione di Incantalia e l'acquisto dei negozi di Roma e Trieste, avranno potenzialmente un impatto sulla riconoscibilità del marchio e crediamo possano portare a un aumento delle vendite.

#2 Ottimizzazione e rinnovamento della gamma prodotto

L'azienda sta lavorando su:

- ◆ Ampliamento della gamma Criollo attraverso l'inserimento di:
 - nuove tavolette monovarietali;
 - gianduiotto con criollo;
 - tavolette della linea internazionale con criollo che verranno inserite anche in Italia;
- ◆ Estensione della gamma di prodotti distribuiti con focus su quelli a maggiore marginalità;
- ◆ Inserimento di un formato snack per coprire la categoria "countlines";
- ◆ Sviluppo della regalistica più *appealing* con aumento SKU e potenziamento dell'e-commerce.

#3 Ottimizzazione dei mix Retail – Professional e Italia - Estero

Strategie portate avanti dall'azienda includono:

- ◆ Sviluppo dell'e-commerce: la Società ha l'obiettivo di raddoppiare dal 5% al 10% il peso dell'e-commerce sul segmento retail;
- ◆ Rafforzamento dell'export Retail attraverso:
 - ricerca di nuovi clienti in Inghilterra, Svizzera e Sud America;
 - apertura a nuovi mercati;
 - sviluppo della collaborazione con un importante player americano della GDO;
 - proposta linea internazionale alle principali catene del mondo, come City Super Hong Kong, Cina e Taiwan, Tops Thailandia, Francia (Carrefour-Auchan-Monoprix e grandi magazzini Galeries Lafayette-La Grande Epicerie), Svizzera (Coop-Migros, Globus-Manor), USA (Whole Foods);
 - approccio canale duty free e travel retail;
- ◆ Aumento dell'export LABO tramite:
 - attivazione di nuovi clienti B2B;
 - partecipazione a fiere internazionali del settore;
 - sviluppo della relazione con gli attuali clienti / broker e eventuali nuovi agenti.

Da sottolineare che un'opzione strategica allo studio prevede presenza stabile negli Stati Uniti, mercato importante per la linea internazionale, che possa gestire direttamente i clienti, dato le difficoltà di gestire un mercato tanto complesso come quello statunitense da remoto.

#4 Destagionalizzazione del fatturato

Il cioccolato è un prodotto caratterizzato da una marcata stagionalità, con un picco delle vendite on occasione di Pasqua e Natale. Obiettivo della società è di introdurre nuovi prodotti che rispettino la cultura Premium aziendale, ma che abbiano il potenziale di destagionalizzare le vendite.

Un primo esempio di questa strategia è la partnership con il brand Edmond de Rothschild. La partnership prevede la distribuzione esclusiva in Italia di alcuni spumanti della Edmond de Rothschild, a cui da quest'anno si aggiungono anche dei vini di alta qualità.

#5 Miglioramento dell'efficienza industriale

Ricordiamo che a settembre 2022, Domori ha siglato un contratto di *sales and leaseback* con BNL Leasing per la ristrutturazione del nuovo sito produttivo, ex Streglio, che nel dicembre 2023 ha poi ceduto al Polo Del Gusto.

Nel corso del 2023 sono proseguiti i lavori di ristrutturazione del nuovo sito produttivo che hanno portato all'inaugurazione a gennaio 2023 del nuovo magazzino logistico dedicato allo stoccaggio e alla spedizione dei prodotti finiti.

Sono inoltre proseguiti i lavori per la realizzazione dei nuovi uffici (fine lavori febbraio 2024) e del nuovo stabilimento produttivo. L'obiettivo è quello di aumentare l'efficienza industriale unificando in un unico luogo i processi produttivo, logistico e amministrativo.

Da notare che tra le opzioni strategiche in considerazione vi è anche quella di aumentare la capacità produttiva accelerando gli investimenti qualora vi sia un aumento consistente della domanda, guidata soprattutto dalla linea internazionale su cui la Società si concentrerà nell'anno corrente.

#6 Aumento della marginalità per prodotto e per canali distributivi

Si vuole migliorare il margine per canale grazie a:

- ◆ Riequilibrio economico dei punti vendita retail, con il contenimento dei costi per affitti e dei costi del personale;
- ◆ Taglio delle linee distributive a ridotta marginalità;
- ◆ Revisione delle politiche provvigionali.

Stime economico – finanziarie 2024E-28E

Alla luce dei risultati 2023 e delle strategie commerciali e produttive riviste del business, abbiamo aggiornato le **stime per il periodo 2024E-28E**, sulla base delle seguenti linee guida:

- ◆ **Valore della Produzione che riprende il percorso di crescita:** il piano di acquisizione di nuovi clienti e fidelizzazione dei clienti attuali tramite esperienza interattiva, la crescita delle vendite verso Paesi esteri e la nuova apertura degli *stores* fisici in Italia sono i principali *drivers* che spingono l'aumento dei ricavi;
- ◆ **Redditività operativa in recupero:** grazie a una politica di *costs savings* importante, anche se in misura notevolmente inferiore rispetto alle nostre precedenti attese. Il miglioramento dovrebbe essere più elevato quando entrerà interamente in operatività il nuovo polo logistico produttivo;
- ◆ **Indebitamento Finanziario Netto in riduzione:** la cessione del leasing a Polo del Gusto ha notevolmente migliorato la posizione debitoria 2023 della Società (con leasing) e ci si aspetta che negli anni a venire sia decisamente meno gravosa grazie anche al piano degli investimenti che verrà portati ai minimi.

Per quanto riguarda poi più nel particolare le variazioni apportate alle **stime 2024E-25E**:

- ◆ Valore Produzione Operativa rivista in aumento, a circa €33,4mn nel 2024E e €36,7mn nel 2025E, essenzialmente per la revisione al rialzo dei prezzi volta a compensare le tensioni sul fronte delle materie prime;
- ◆ EBITDA Gest. Caratt. rivisto al ribasso a €464k nel 2024E e a €1,8mn nel 2025E (le precedenti stime indicavano rispettivamente €2,1mn e €2,6mn);
- ◆ Risultato Netto rivisto al ribasso nel 2024E a circa -€964k e a circa €553k nel 2025E;
- ◆ Indebitamento Finanziario Netto pari a €12,8mn nel 2024E e €14,0mn nel 2025E, (le precedenti stime indicate nella ricerca di Aprile 2023 erano di €11,2mn nel 2024E e €9,4mn nel 2025E).

Domori: Confronto Nuove stime vs Vecchie stime 2023A-2027E

(€ '000)	2023A		2024E		2025E		2026E		2027E	
	Act.	Est.	N	V	N	V	N	V	N	V
Valore Produzione Operativa	26.775	30.832	33,412	33.197	36,739	35.802	40,397	38.162	44,421	40.414
EBITDA	-1.328	1.964	564	2.296	1,872	2.799	2,802	3.279	3,940	3.747
EBITDA Gest. Caratt.	-1.591	1.814	464	2.146	1,772	2.649	2,702	3.129	3,840	3.597
EBIT	-2.192	1.084	-252	1.046	1,273	1.499	2,318	2.079	3,494	2.697
EBIT Gest. Caratt.	-2.456	934	-352	896	1,173	1.349	2,218	1.929	3,394	2.547
Risultato Netto	-4.059	442	-964	457	553	985	1,353	1.494	2,564	2.233
Patrimonio Netto	6.952	8.296	5,988	8.753	6,542	9.738	7,895	11.233	10,459	13.465
Pos. Fin. Netta (con Prestat)	-12.970	-10.917	-12.772	-11.198	-14.026	-9.341	-12.615	-6.429	-8.575	-2.920

Fonte: Domori SpA, Analisi Value Track

Revisione delle stime di Conto Economico

Crescita della top line grazie alla ripresa del segmento Professional

La top line di Domori per il periodo 2023A-28E è attesa crescere ad un **tasso medio annuo di circa il 12,7%, fino a €48,8mn** nel 2028E, con lo sviluppo maggiore all'estero (CAGR atteso del 20%).

Prevediamo che la sopraindicata crescita sia primariamente guidata dai prodotti del segmento Professional; inoltre, pensiamo che un buon contributo possa venire dall'ampliamento della gamma Domori e dei prodotti commercializzati, come i tre nuovi bordeaux di Edmond de Rothschild.

Infine, un ulteriore *boost* dovrebbe venire dall'apertura dei tre negozi fisici siti a Roma, Trieste e Torino e dal lancio di Incantalia.

Redditività operativa in ripresa

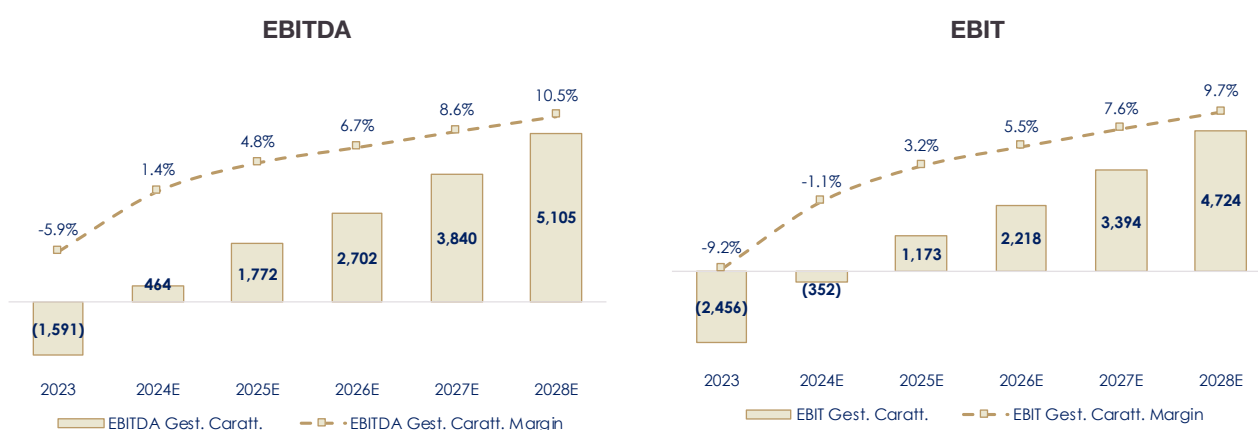
Nel corso del 2024 bisognerà far fronte al già citato forte aumento dei costi di acquisto del cacao, ma dal 2025 in poi ci attendiamo che la crescita del fatturato possa essere accompagnata da un incremento più che proporzionale dei margini operativi grazie alla riduzione dell'incidenza dei costi operativi sul fatturato così strutturata:

- ◆ Nessun ulteriore inserimento previsto nel personale nel 2024E e MBO prima linea ridotti al 50%;
- ◆ Calo delle spese per manutenzioni e dei costi per utenze;
- ◆ Riduzione dei costi per gli affitti dei negozi e dei relativi costi del personale;
- ◆ Contenimento dei costi in marketing e comunicazione;
- ◆ Cessazione della distribuzione dei prodotti Prestat in Italia per scarsa redditività.

A livello di risultati finanziari ci attendiamo:

- ◆ **EBITDA della Gestione Caratteristica** a circa €5,1m nel 2028E (CAGR_{25E-28E} del 43%), con il margine che cresce fino a 10,5% nel 2028E;
- ◆ **EBIT della Gestione Caratteristica** stimato crescere in maniera più che proporzionale rispetto all'EBITDA Gest. Caratt. (con un CAGR_{25E-28E} del 61%), a causa del basso ammontare degli investimenti prospettici (dunque minori ammortamenti); la stima è di ca. €4,7mn nel 2028E.

EBITDA Margin ed EBIT Margin 2023A-28E (Gestione Caratteristica)



Fonte: Domori SpA

Sotto la linea dell'EBIT Gest. Caratt. stimiamo:

- ◆ **Oneri finanziari** in costante diminuzione dal 2023A al 2028E, dunque l'incidenza degli oneri finanziari sul valore della produzione operativa diminuirà significativamente, passando dal 3,5% nel 2023A a 0,6% nel 2028E;
- ◆ **Risultato prima delle imposte positivo** a partire dal 2025E fino ad arrivare a €4,4mn nel 2028E (anche beneficiato da alcune componenti straordinarie di reddito che pensiamo possano aggirarsi intorno ai €150/100k annui);
- ◆ **Risultato Netto Gest. Caratt. positivo.** Dal 2025E ci attendiamo una crescita progressiva del Risultato Netto Gest. Caratt. e nel 2028E ci attendiamo che possa situarsi a circa €3,9mn.

Conto Economico 2023A-2028E (con Gest. Caratt. e Gest. Extracaratt.)

(€'000)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Valore Produzione Operativa	26.775	33.412	36.739	40.397	44.421	48.846
VoP Var %	-6,6%	24,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
COGS e altri costi operativi	-23.290	-27.972	-29.866	-32.445	-35.180	-38.191
Costo del personale	-5.076	-4.976	-5.100	-5.250	-5.400	-5.550
EBITDA	-1.328	614	1.922	2.802	3.940	5.205
EBITDA Gest. Caratt.	-1.591	464	1.772	2.702	3.840	5.105
EBITDA Margin Gest. Caratt. (%)	-5,9%	1,4%	4,8%	6,7%	8,6%	10,5%
Ammortamenti e Accantonamenti	-864	-816	-599	-484	-446	-381
EBIT	-2.192	-202	1.323	2.318	3.494	4.824
EBIT Gest. Caratt.	-2.456	-352	1.173	2.218	3.394	4.724
EBIT Margin Gest. Caratt. (%)	-9,2%	-1,1%	3,2%	5,5%	7,6%	9,7%
Oneri Finanziari	-901	-729	-623	-723	-530	-295
Gestione Extra-Caratteristica	263	150	150	100	100	100
Risultato prima delle imposte	-4.293	-931	700	1.595	2.964	4.529
Imposte sul reddito d'esercizio	234	-33	-147	-242	-400	-488
Aliquota fiscale (%)	-0,4%	-0,1%	-0,4%	-0,6%	-0,9%	-1,0%
Risultato Netto	-4.059	-964	553	1.353	2.564	4.040
Risultato Netto Gest. Caratt.	-3.122	-1.114	403	1.253	2.464	3.940

Fonte: Domori SpA, Stime Value Track

Revisione delle stime di Stato Patrimoniale e Cash Flow Statement

Per quanto riguarda l'evoluzione annuale del *Cash Flow Operativo*, stimiamo valori positivi già a partire dall'esercizio 2024E.

A livello di Flusso di Cassa Netto, ci attendiamo un Δ IFN in sostanziale *break-even* nel 2024E e un peggioramento nel 2025E dato dagli investimenti previsti di ca. €1,9mn.

Nel dettaglio, ci attendiamo:

- ◆ **Attenta gestione del Capitale Circolante Netto**, che continua ad avere un'incidenza contenuta sul fatturato e peraltro prevista in riduzione negli anni (da 29,8% del 2023A a 13,6% del 2028E). Ci attendiamo un calo dei tempi medi di incasso (da 101gg del 2023A a 93gg del 2028E) e una sempre più efficiente gestione del magazzino (da 101gg del 2023A a 54gg del

2028E), grazie al nuovo impianto che dovrebbe consentire tempi di produzione di più rapidi e una necessità di stoccaggio sempre inferiore;

- ◆ **Progressiva diminuzione dell'Attivo Fisso Netto** per effetto della sospensione degli investimenti in beni strumentali e della posticipazione di parte di essi 2024E al 2025E.

In particolare, nel 2025E stimiamo: i) €700k per impianti per il nuovo sito produttivo (acconto nel 2024E e saldo nel 2025E); ii) €1mn per il trasferimento; iii) €220k per l'automazione finale della linea produttiva; iv) €370k per il *tank* di accumulo del cioccolato e dello sciogli burro;

- ◆ **Calo graduale dell'Indebitamento Finanziario Netto.** I limitati investimenti, sulla base delle analisi aggiornate, dovrebbero consentire un miglioramento strutturale dell'Indebitamento Finanziario Netto a partire dal 2026. Sempre nel 2026E è previsto un ulteriore apporto positivo di ca. €320k per il rimborso da parte di Prestat del credito finanziario.

Di fatti, nel 2028E ci attendiamo un IFN pari a ca. €3,2mn.

Breakdown Capitale Circolante Netto 2023A-2028E

(€'000)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Magazzino	7.345	7.428	7.610	7.603	7.433	7.188
<i>Days of Inventory on Hand (x)</i>	101	82	76	69	62	54
Crediti Commerciali	7.268	8.696	9.562	10.514	11.440	12.446
<i>Days of Trade Receivables (x)</i>	100	95	95	95	94	93
Debiti Commerciali	-7.846	-12.175	-13.387	-13.281	-14.726	-16.193
<i>Days of Trade Payables (x)</i>	-153	-133	-133	-120	-121	-121
Capitale Circolante Commerciale	6.767	3.949	3.785	4.836	4.147	3.441
Altri crediti	3.603	3.842	3.858	3.838	3.776	3.663
Altri debiti	-2.825	-2.720	-2.323	-2.340	-2.291	-2.084
Ratei e risconti (attivi – passivi)	444	608	1.110	1.301	1.475	1.622
Capitale Circolante Netto	7.988	5.680	6.429	7.635	7.107	6.643
<i>% sul Valore della Produzione Operativa</i>	29,8%	17,0%	17,5%	18,9%	16,0%	13,6%

Fonte: Domori SpA, Stime Value Track

Stato Patrimoniale 2023A-2028E

(€'000)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Attivo Fisso Netto	13.450	14.114	15.368	14.304	13.558	12.897
<i>Immobilizzazioni materiali + immateriali</i>	4.576	5.260	6.544	5.860	5.214	4.633
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>	8.874	8.854	8.824	8.444	8.344	8.264
Capitale Circolante Netto	7.988	5.680	6.429	7.635	7.107	6.643
Fondo rischi e oneri	1.517	1.034	1.230	1.430	1.632	1.835
Capitale Investito Netto	19.922	18.760	20.568	20.509	19.034	17.705
Patrimonio Netto	6.952	5.988	6.542	7.895	10.459	14.499
Indebitam. Fin. Netto (con Prestat)	12.970	12.772	14.026	12.615	8.575 (*)	3.206 (*)

Fonte: Domori SpA, Stime Value Track; (*) Pagamento di Prestat del credito finanziario di ca. €320k

Rendiconto Finanziario 2023A-2028E

(€'000)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA Gest. Caratt.	-1.591	464	1.772	2.702	3.840	5.105
Imposte societarie	234	-33	-147	-242	-400	-488
Var. Capitale Circolante Netto	813	2.308	-749	-1.206	528	464
Var. Fondi e TFR	169	-483	196	200	202	203
Flusso di Cassa Operativo	-375	2.256	1.072	1.454	4.170	5.284
Var. Imm. Materiali e Immateriali	-1.950	-1.500	-1.883	200	200	200
Var. Imm. Finanziarie	-2.335	20	30	380	100	80
Var. Patrimonio Netto	3.907	0	0	0	0	0
Gestione Finanziaria	-901	-729	-623	-723	-530	-295
Gestione extra-caratteristica / Altro	263	100	100	100	100	100
Altro	-304	50	50	0	321	0
Flusso di Cassa Netto	-1.695	197	-1.254	1.411	4.361	5.369

Fonte: Domori SpA, Stime Value Track

Ricordiamo che a fine esercizio 2020 la società aveva incassato €5mn derivanti dall'emissione del Minibond 3,75% con scadenza 2026. Per gli anni successivi al 2023 il Minibond prevede i seguenti covenants:

- ◆ EBIT / Oneri finanziari deve mantenersi al di sopra di 1,8x;
- ◆ IFN (senza crediti Prestat) / Patrimonio Netto che non deve eccedere 2,2x.

Il mancato rispetto di entrambi i suddetti parametri finanziari farebbe scattare il rimborso anticipato del debito.

Comunque, dalle nostre stime aggiornate non si evidenzia una situazione di mancato rispetto di entrambi i covenants, come visibile nella tabella che segue.

Ci attendiamo che la Società nel 2026 accenda un nuovo finanziamento di medio-lungo periodo per far fronte alla necessità derivante dalla restituzione del Minibond.

Covenant Minibond 2023-2026E

(€'000)	2023	2024E	2025E	2026E
EBIT / Oneri finanziari	-2,7	-0,5	1,9	3,1
Parametro previsto ≥ di	1,8	1,8	1,8	1,8
Indebitamento Fin. Netto rett. / Patrimonio Netto	1,9	2,1	2,1	1,6
Parametro previsto ≤ di	2,2	2,2	2,2	2,2

Fonte: Domori SpA, stime Value Track

Appendice 1: Il mercato di riferimento

La materia prima: il cacao

La produzione globale di cacao è di ca. 5mn tonn. annue (~ \$18,1mld di controvalore) di cui però solo una frazione inferiore all'1% è rappresentato dal Criollo, il cacao più pregiato che esista e che costituisce una delle materie prime utilizzate da Domori. Il CAGR_{24E-30E} globale è pari al 4,9%, mentre quello Europeo al 4,4%. Dalla fine 2023 a inizio 2024, il prezzo del cacao è più che triplicato, a causa della diminuzione dell'offerta nei paesi Africani causata dal cambiamento climatico, che ha portato a scarsità di piogge e a malattie nelle piante.

Tipologia di fave di cacao

La produzione mondiale di cacao è pressoché interamente dominata dalle coltivazioni di **Forastero** (90%), la tipologia più diffusa per via dell'alta produttività e resistenza delle coltivazioni, che tuttavia implica un *trade-off* in termini di minore qualità del seme. Il restante 10% della produzione globale è rappresentato dal cosiddetto **Cacao Fine**, ovvero una tipologia più rara e pregiata di cacao, caratterizzata da coltivazioni più delicate e meno produttive, originarie del continente sudamericano.

Il Cacao Fine comprende al suo interno tre ulteriori varianti:

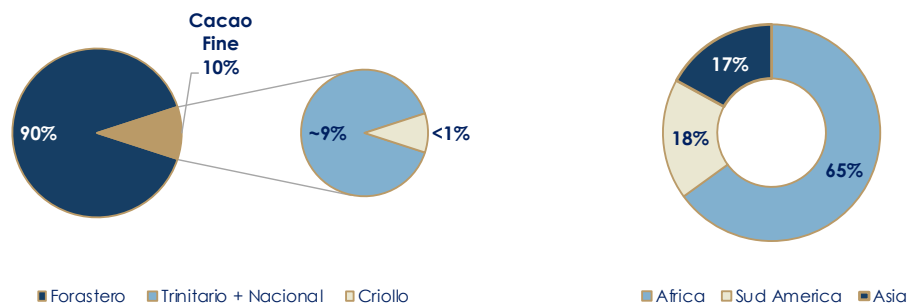
- ◆ **Il Criollo:** il cacao più pregiato al mondo, rinomato per la sua cremosità, rotondità e dolcezza, in quanto non contiene tannini;
- ◆ **Il Nacional:** geneticamente un Forastero, ma con note aromatiche più pregiate, classificato quindi come cacao fine;
- ◆ **Il Trinitario:** un seme ibrido risultato dell'incrocio di Criollo e Forastero che presenta alcune varietà aromatiche e sensoriali del primo, con la forza e resistenza del secondo.

Dopo aver spiegato queste diversità tra le varietà di cacao, si deve evidenziare infine che la distinzione non è sempre così netta e che, da un punto di vista genetico, è chiara una variazione del patrimonio delle piante, che riproducendosi hanno dato vita a migliaia di sottovarietà oggi presenti in natura.

Coltivazione del cacao

La maggior parte del cacao viene coltivata in piccole aziende agricole familiari di 1-5 ettari, che rappresentano il 90% della produzione globale di cacao. Al contrario, solo il 5% proviene da grandi piantagioni di 40 o più ettari. La maggior parte dei proventi viene utilizzata per la produzione di pasta di burro di cacao (2/3), mentre il resto è destinato alla produzione di polvere di cacao. Le piantagioni di cacao occupano da 1 a 4 ettari, con circa 800 piante per ettaro, con una resa per ettaro molto variabile a seconda del tipo di tecnologia utilizzata. La media è di 500 kg per ettaro, ma ci sono piantagioni con rese superiori a 2 tonnellate e piantagioni con rese inferiori a 100 kg.

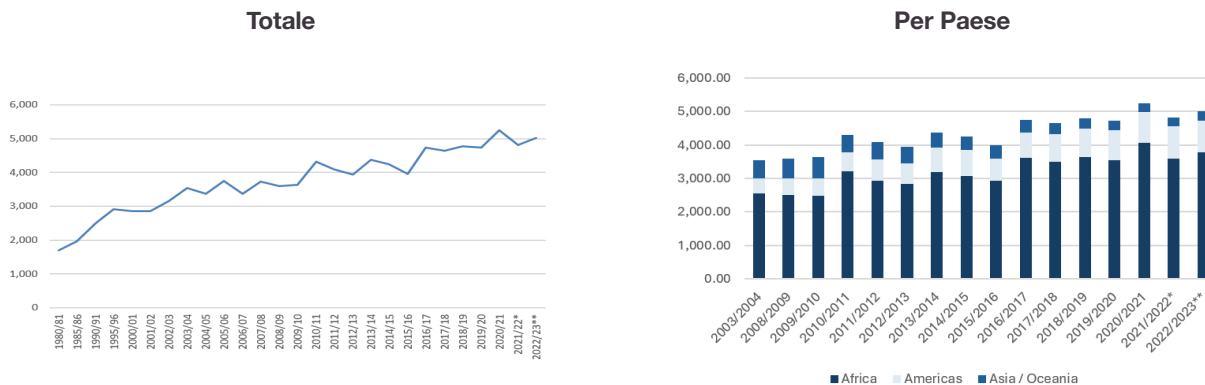
Principali tipologie di cacao prodotte nel mondo



Fonte: Domori SpA, Cocolateclub

In particolare, il Forestero viene coltivato principalmente in Africa Occidentale (Costa d’Avorio, Ghana, Nigeria, Camerun). Il trinitario è originario dell’isola Trinidad. Il National viene coltivato in Sud America (Ecuador). La coltivazione del criollo, il più pregiato, è limitata a Venezuela, Colombia e Perù e ad alcune isole dell’Oceano Indiano. Altri paesi che producono cacao sono Indonesia e Brasile.

Produzione globale di cacao in 1000 tonnellate



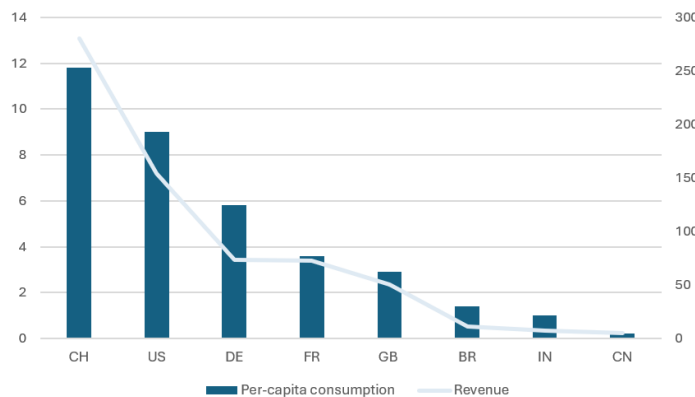
Fonte: ICCO

Paesi produttori di cacao – The cocoa belt



Fonte: ICCO

Consumo di cacao / cioccolato per capita per paese (kg) e revenue per paese (Dollaro US)



Fonte: Statista Market Insight

Prezzo del cacao

Per quanto l'aumento del prezzo del cacao sia dovuto a un fattore fisico, ovvero l'effettiva carenza del cacao dovuta alle malattie delle piante e alle abbondanti piogge in Africa Settentrionale, che ne hanno favorito la trasmissione, non c'è da sottovalutare l'aspetto speculativo che ha portato ad un amplificarsi dell'andamento del prezzo. Ciò nonostante, resta il fatto che vi sia un'effettiva carenza di offerta rispetto alla crescente domanda del cioccolato. Dunque, si stima che la bolla speculativa scoppierà riportando il prezzo a un livello più basso dell'attuale, che tuttavia non sarà il 2,5 €/kg del 2022, ma si assesterà comunque su un livello leggermente più alto.

Prezzo di mercato cacao (Dollaro US, Prezzo Future)



Fonte: Investing.com

Altre materie prime impiegate

Zucchero: il 2024 ha visto anche un'impennata dei prezzi dello zucchero di canna e raffinato rispetto agli ultimi anni.

Energia: anche l'aumento del costo dell'energia negli ultimi anni ha impattato negativamente il mercato della produzione di cioccolato.

Latte e derivati: Nel contesto globale ed europeo la produzione mondiale di latte sta gradualmente riprendendo. La contrazione della domanda sta spingendo al ribasso i prezzi delle principali commodity casearie.

Il cioccolato

Il CAGR atteso 2024-2030 per i ricavi del mercato del cioccolato confezionato globale è pari al 4,87%.

Il mercato del cioccolato confezionato è segmentato in base a:

- ◆ Tipo: cioccolato fondente o al latte/bianco;
- ◆ Canale di distribuzione: Minimarket, Negozio al dettaglio, E-commerce, Supermercato, Ipermercato, altro;
- ◆ Paese di provenienza (Africa, Asia-Pacifico, Europa, Medio Oriente, Nord America, Sud America).

Il segmento più grande per tipo è il segmento del cioccolato bianco e al latte, pari al 64%, in quanto le offerte di sapori innovativi possibili nel cioccolato bianco, seguite dalla crescente preferenza per diversi profili di gusto a livello globale, dovrebbero guidare la crescita del segmento.

Il cioccolato fondente, invece, è il segmento per tipo a più rapida crescita, registrando un CAGR del 5,48%.

Rispetto alle altre regioni, l'Europa svolge un ruolo di primo piano nelle vendite di cioccolato. Infatti, ha una quota di valore del 43,48% e ha registrato un tasso di crescita del 12,37% dal 2020 al 2023. La

crescita è attribuita alla crescente preferenza dei consumatori per i cioccolatini di qualità superiore e per il cioccolato sostenibile.

I principali trend

Diverse tendenze stanno plasmando il mercato del cioccolato, influenzando le scelte dei consumatori e le dinamiche del settore:

1. **Salute e benessere:** I consumatori sono sempre più alla ricerca di opzioni di cioccolato più sane, con conseguente aumento della domanda di cioccolato senza zucchero, biologico e funzionale;
2. **Boom dell'e-commerce:** l'ascesa delle piattaforme di e-commerce ha trasformato il modo in cui i consumatori acquistano il cioccolato, offrendo convenienza e un più ampio raggio d'azione alle aziende;
3. **Opzioni vegetali e vegane:** Il crescente interesse per le diete a base vegetale ha portato a un aumento della domanda di cioccolatini vegani, creando opportunità per le aziende di espandere la propria offerta di prodotti;
4. **Personalizzazione:** I consumatori sono attratti da esperienze personalizzate e i marchi di cioccolato che incorporano opzioni di personalizzazione, dai sapori alla confezione, stanno guadagnando popolarità;
5. **Approvvigionamento etico:** C'è un'enfasi crescente sul cacao di provenienza etica e le aziende di cioccolato che si impegnano in pratiche di commercio equo e solidale hanno una buona risonanza tra i consumatori socialmente consapevoli.

Opportunità di crescita

Il cioccolato continua a essere una delizia amata in tutto il mondo e il mercato presenta diverse interessanti opportunità di crescita per le aziende:

1. **Mercati emergenti:** Sfruttare la crescente domanda nei mercati emergenti, come l'Asia-Pacifico e l'America Latina, rappresenta un'importante opportunità di espansione;
2. **Ciocolato premium e artigianale:** I consumatori sono sempre più alla ricerca di esperienze di cioccolato uniche e di alta qualità, creando una nicchia per i cioccolatini premium e artigianali;
3. **Opzioni attente alla salute:** La crescente consapevolezza della salute e del benessere ha portato a una domanda di opzioni di cioccolato più sane, come il cioccolato fondente con un contenuto di cacao più elevato;
4. **Pratiche sostenibili ed etiche:** I consumatori sono sempre più attenti all'ambiente e le aziende che adottano pratiche sostenibili ed etiche nella produzione del cioccolato possono attrarre una base di clienti fedeli;
5. **Sapori e combinazioni innovative:** Sperimentare sapori e combinazioni innovative, come il cioccolato abbinato a spezie o frutti esotici, può soddisfare le preferenze dei consumatori in continua evoluzione.

La crescita del segmento premium

Così come il cacao, anche il cioccolato rivela qualità differenti, a seconda del livello di purezza della materia prima utilizzata e del processo di lavorazione. Laddove venga utilizzato cacao fine e un attento processo di lavorazione si può parlare di cioccolato premium. Qualora il cioccolato non dovesse presentare le caratteristiche sopra descritte si potrà parlare di cioccolato standard.

Il cioccolato premium differisce dal cioccolato standard anche per status economico. Le scelte dei consumatori in materia di cioccolato sono classificate come segue: specialità/premium, cioccolato di fascia media e cioccolato di fascia bassa, che rappresentano rispettivamente l'8-10%, il 18-20% e il 75-80%.

Il mercato del cioccolato premium ha un CAGR di 8,83% nel periodo 2024-2029.

Scenario competitivo

A conferma dei dati di CAGR indicati precedentemente e dei trend di mercato analizzati, i principali operatori globali nell'industria del cioccolato confermano una tendenza alla *premiumizzazione* del cioccolato e prevedono tassi di crescita mid-single digit per i ricavi nei prossimi anni.

In particolari:

- ◆ Barry Callebaut prevede una crescita dei volumi di vendita low-digit per il 2025/2026;
- ◆ Nestlé prevede una mid-single digit crescita organica dei ricavi per il 2025;
- ◆ Lindt prevede un aumento organico dei ricavi pari a 6-8% per il 2024/2025;
- ◆ Mondelez si aspetta una crescita organica tra il 3% e il 5% per il 2024.

Inoltre, Lindt si aspetta per il futuro un incremento dei prezzi del prodotto finito dovuti principalmente all'aumento di prezzo del cacao verificatosi nel corso dell'ultimo anno. A tal proposito, la crescita delle revenue potrebbe essere guidata non solo da un'espansione dei volumi, ma dall'aumento di prezzo.

DISCLAIMER

THIS DOCUMENT IS PREPARED BY VALUE TRACK S.R.L. THIS DOCUMENT IS BEING FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION ON A CONFIDENTIAL BASIS AND MAY NOT BE REPRODUCED, REDISTRIBUTED OR PASSED ON, IN WHOLE OR IN PART, TO ANY OTHER PERSON. IN PARTICULAR, NEITHER THIS DOCUMENT NOR ANY COPY THEREOF MAY BE TAKEN OR TRANSMITTED OR DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, INTO CANADA OR JAPAN OR AUSTRALIA TO ANY RESIDENT THEREOF OR INTO THE UNITED STATES, ITS TERRITORIES OR POSSESSIONS. THE DISTRIBUTION OF THIS DOCUMENT IN OTHER JURISDICTIONS MAY BE RESTRICTED BY LAW AND PERSONS INTO WHOSE POSSESSION THIS DOCUMENT COMES SHOULD INFORM THEMSELVES ABOUT, AND OBSERVE, ANY SUCH RESTRICTION. ANY FAILURE TO COMPLY WITH THESE RESTRICTIONS MAY CONSTITUTE A VIOLATION OF THE LAWS OF ANY SUCH OTHER JURISDICTION. THIS DOCUMENT DOES NOT CONSTITUTE OR FORM PART OF, AND SHOULD NOT BE CONSTRUED AS, AN OFFER, INVITATION OR INDUCEMENT TO SUBSCRIBE FOR OR PURCHASE ANY SECURITIES, AND NEITHER THIS DOCUMENT NOR ANYTHING CONTAINED HEREIN SHALL FORM THE BASIS OF OR BE RELIED ON IN CONNECTION WITH OR ACT AS AN INVITATION OR INDUCEMENT TO ENTER INTO ANY CONTRACT OR COMMITMENT WHATSOEVER. THIS DOCUMENT HAS NOT BEEN PUBLISHED GENERALLY AND HAS ONLY BEEN MADE AVAILABLE TO INSTITUTIONAL INVESTORS. IN MAKING AN INVESTMENT DECISION, POTENTIAL INVESTORS MUST RELY ON THEIR OWN EXAMINATION OF THE COMPANY AND ITS GROUP INCLUDING THE MERITS AND RISKS INVOLVED. ANY DECISION TO PURCHASE OR SUBSCRIBE FOR SECURITIES IN ANY OFFERING MUST BE MADE SOLELY ON THE BASIS OF THE INFORMATION CONTAINED IN THE ADMISSION DOCUMENT (*DOCUMENTO DI AMMISSIONE*) IN ITALIAN LANGUAGE (AND ANY SUPPLEMENTS THERETO) ISSUED IN CONNECTION WITH SUCH OFFERING. THIS DOCUMENT IS FOR DISTRIBUTION IN OR FROM THE UNITED KINGDOM ONLY TO PERSONS WHO: (I) HAVE PROFESSIONAL EXPERIENCE IN MATTERS RELATING TO INVESTMENTS FALLING WITHIN ARTICLE 19(5) OF THE FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000 (FINANCIAL PROMOTION) ORDER 2005 (AS AMENDED, THE “**FINANCIAL PROMOTION ORDER**”), (II) ARE PERSONS FALLING WITHIN ARTICLE 49(2)(A) TO (D) (“HIGH NET WORTH COMPANIES, UNINCORPORATED ASSOCIATIONS ETC.”) OF THE FINANCIAL PROMOTION ORDER, (III) ARE OUTSIDE THE UNITED KINGDOM, OR (IV) ARE PERSONS TO WHOM AN INVITATION OR INDUCEMENT TO ENGAGE IN INVESTMENT ACTIVITY (WITHIN THE MEANING OF SECTION 21 OF THE FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000) IN CONNECTION WITH THE ISSUE OR SALE OF ANY SECURITIES MAY OTHERWISE LAWFULLY BE COMMUNICATED OR CAUSED TO BE COMMUNICATED (ALL SUCH PERSONS TOGETHER BEING REFERRED TO AS “**RELEVANT PERSONS**”). THIS DOCUMENT IS DIRECTED ONLY AT RELEVANT PERSONS AND MUST NOT BE ACTED ON OR RELIED ON BY PERSONS WHO ARE NOT RELEVANT PERSONS. ANY INVESTMENT OR INVESTMENT ACTIVITY TO WHICH THIS DOCUMENT RELATES IS AVAILABLE ONLY TO RELEVANT PERSONS AND WILL BE ENGAGED IN ONLY WITH RELEVANT PERSONS. IN ITALY THIS DOCUMENT IS BEING DISTRIBUTED ONLY TO, AND IS DIRECTED AT QUALIFIED INVESTORS WITHIN THE MEANING OF ARTICLE 100 OF LEGISLATIVE DECREE NO. 58 OF 24 FEBRUARY 1998, AS AMENDED, AND ARTICLE 34-TER, PARAGRAPH 1, LETTER B), OF CONSOB REGULATION ON ISSUERS NO. 11971 OF MAY 14, 1999, AS SUBSEQUENTLY AMENDED (THE “**ISSUERS’ REGULATION**”) PROVIDED THAT SUCH QUALIFIED INVESTORS WILL ACT IN THEIR CAPACITY AND NOT AS DEPOSITARIES OR NOMINEES FOR OTHER SHAREHOLDERS, SUCH AS PERSONS AUTHORISED AND REGULATED TO OPERATE IN FINANCIAL MARKETS, BOTH ITALIAN AND FOREIGN, I.E.: A) BANKS; B) INVESTMENT FIRMS; C) OTHER AUTHORISED AND REGULATED FINANCIAL INSTITUTIONS; D) INSURANCE COMPANIES; E) COLLECTIVE INVESTMENT UNDERTAKINGS AND MANAGEMENT COMPANIES FOR SUCH UNDERTAKINGS; F) PENSION FUNDS AND MANAGEMENT COMPANIES FOR SUCH FUNDS; G) DEALERS ACTING ON THEIR OWN ACCOUNT ON COMMODITIES AND COMMODITY-BASED DERIVATIVES; H) PERSONS DEALING EXCLUSIVELY ON THEIR OWN ACCOUNT ON FINANCIAL INSTRUMENTS MARKETS WITH INDIRECT MEMBERSHIP OF CLEARING AND SETTLEMENT SERVICES AND THE LOCAL COMPENSATORY AND GUARANTEE SYSTEM; I) OTHER INSTITUTIONAL INVESTORS; L) STOCKBROKERS; (2) LARGE COMPANIES WHICH AT INDIVIDUAL COMPANY LEVEL MEET AT LEAST TWO OF THE FOLLOWING REQUIREMENTS: – BALANCE SHEET TOTAL: 20,000,000 EURO, – NET REVENUES: 40,000,000 EURO, – OWN FUNDS: 2,000,000 EURO; (3) INSTITUTIONAL INVESTORS WHOSE MAIN ACTIVITY IS INVESTMENT IN FINANCIAL INSTRUMENTS, INCLUDING COMPANIES DEDICATED TO THE SECURITISATION OF ASSETS AND OTHER FINANCIAL TRANSACTIONS (ALL SUCH PERSONS TOGETHER BEING REFERRED TO AS “**RELEVANT PERSONS**”). ANY PERSON WHO IS NOT A RELEVANT PERSON SHOULD NOT ACT OR RELY ON THIS DOCUMENT OR ANY OF ITS CONTENTS. THIS DOCUMENT IS NOT ADDRESSED TO ANY MEMBER OF THE GENERAL PUBLIC IN ITALY. UNDER NO CIRCUMSTANCES SHOULD THIS DOCUMENT CIRCULATE AMONG, OR BE DISTRIBUTED IN ITALY TO (I) A MEMBER OF THE GENERAL PUBLIC, (II) INDIVIDUALS OR ENTITIES FALLING OUTSIDE THE DEFINITION OF “QUALIFIED INVESTORS” AS SPECIFIED ABOVE OR (III) DISTRIBUTION CHANNELS THROUGH WHICH INFORMATION IS OR IS LIKELY TO BECOME AVAILABLE TO A LARGE NUMBER OF PERSONS. THIS DOCUMENT IS BEING DISTRIBUTED TO AND IS DIRECTED ONLY AT PERSONS IN MEMBER STATES OF THE EUROPEAN ECONOMIC AREA (“**EEA**”) WHO ARE “QUALIFIED INVESTORS” WITHIN THE MEANING OF ARTICLE 2(1)(E) OF THE PROSPECTUS DIRECTIVE (DIRECTIVE 2003/71/EC), (“**QUALIFIED INVESTORS**”). ANY PERSON IN THE EEA WHO RECEIVES THIS DOCUMENT WILL BE DEEMED TO HAVE REPRESENTED AND AGREED THAT IT IS A QUALIFIED INVESTOR. ANY SUCH RECIPIENT WILL ALSO BE DEEMED TO HAVE REPRESENTED AND AGREED THAT IT HAS NOT RECEIVED THIS DOCUMENT ON BEHALF OF PERSONS IN THE EEA OTHER THAN QUALIFIED INVESTORS OR PERSONS IN THE UK, ITALY AND OTHER MEMBER STATES (WHERE EQUIVALENT LEGISLATION EXISTS) FOR WHOM THE INVESTOR HAS AUTHORITY TO MAKE DECISIONS ON A WHOLLY DISCRETIONARY BASIS. THE COMPANY, VALUE TRACK S.R.L. AND THEIR AFFILIATES, AND OTHERS WILL RELY UPON THE TRUTH AND ACCURACY OF THE FOREGOING REPRESENTATIONS AND AGREEMENTS. ANY PERSON IN THE EEA WHO IS NOT A QUALIFIED INVESTOR SHOULD NOT ACT OR RELY ON THIS DOCUMENT OR ANY OF ITS CONTENTS. THE EXPRESSION “PROSPECTUS DIRECTIVE” MEANS DIRECTIVE 2003/71/EC (AND AMENDMENTS THERETO, INCLUDING THE 2010 PD AMENDING DIRECTIVE, TO THE EXTENT IMPLEMENTED IN THE RELEVANT MEMBER STATE), AND INCLUDES ANY RELEVANT IMPLEMENTING MEASURE IN THE RELEVANT MEMBER STATE AND THE EXPRESSION “2010 PD AMENDING DIRECTIVE” MEANS DIRECTIVE 2010/73/EU. **DOMORI S.P.A. (THE “COMPANY”) IS A RESEARCH CLIENT OF VALUE TRACK S.R.L.** THIS DOCUMENT HAS BEEN PRODUCED INDEPENDENTLY OF THE COMPANY AND ITS SHAREHOLDERS, AND ANY FORECASTS, OPINIONS AND EXPECTATIONS CONTAINED HEREIN ARE ENTIRELY THOSE OF VALUE TRACK S.R.L. AND ARE GIVEN AS PART OF ITS NORMAL RESEARCH ACTIVITY AND SHOULD NOT BE RELIED UPON AS HAVING BEEN AUTHORISED OR APPROVED BY ANY OTHER PERSON. VALUE TRACK S.R.L. HAS NO AUTHORITY WHATSOEVER TO MAKE ANY REPRESENTATION OR WARRANTY ON BEHALF OF THE COMPANY, ITS SHAREHOLDERS, ANY OF ITS ADVISORS, OR ANY OTHER PERSON IN CONNECTION THEREWITH. WHILE ALL REASONABLE CARE HAS BEEN TAKEN TO ENSURE THAT THE FACTS STATED HEREIN ARE ACCURATE AND THAT THE FORECASTS, OPINIONS AND EXPECTATIONS CONTAINED HEREIN ARE FAIR AND REASONABLE, VALUE TRACK S.R.L. HAS NOT VERIFIED THE CONTENTS HEREOF AND ACCORDINGLY NONE OF VALUE TRACK S.R.L., THE COMPANY, ITS SHAREHOLDERS, ANY ADVISORS TO THE COMPANY OR ITS SHAREHOLDERS OR ANY OTHER PERSON IN CONNECTION THEREWITH NOR ANY OF THEIR RESPECTIVE DIRECTORS, OFFICERS OR EMPLOYEES, SHALL BE IN ANY WAY RESPONSIBLE FOR THE CONTENTS HEREOF AND NO RELIANCE SHOULD BE PLACED ON THE ACCURACY, FAIRNESS, OR COMPLETENESS OF THE INFORMATION CONTAINED IN THIS DOCUMENT. NO PERSON ACCEPTS ANY LIABILITY WHATSOEVER FOR ANY LOSS HOWSOEVER ARISING FROM THE USE OF THIS DOCUMENT OR OF ITS CONTENTS OR OTHERWISE ARISING IN CONNECTION THEREWITH. TO THE EXTENT PERMITTED BY LAW AND BY REGULATIONS, VALUE TRACK S.R.L. (OR ITS OFFICERS, DIRECTORS OR EMPLOYEES) MAY HAVE A POSITION IN THE SECURITIES OF (OR OPTIONS, WARRANTS OR RIGHTS WITH RESPECT TO, OR INTEREST IN THE SHARES OR OTHER SECURITIES OF) THE COMPANY AND MAY MAKE A MARKET OR ACT AS A PRINCIPAL IN ANY TRANSACTIONS IN SUCH SECURITIES.