

DOMORI

Sector: Food & Beverage



Analyst

Marco Greco

+39 02 80886654

marco.greco@value-track.com

Tommaso Martinacci

tommaso.martinacci@value-track.com

Focus sul Labo e piano riduzione costi

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.

FY24 inferiore alle attese, in un contesto operativo instabile

I risultati economico-finanziari 2024 di Domori si sono posizionati al di sotto delle attese formulate nel report Value Track di aprile 2024, riflettendo gli effetti di significative discontinuità di mercato, di governance societaria, e di strategia di go-to-mkt nel segmento Professionale.

In dettaglio:

- Il Valore della Produzione Operativa ha raggiunto €31,2mn (+16,4% a/a), ma si è risultato inferiore alle nostre previsioni di circa €2,2mn;
- La marginalità è stata sotto pressione, con un EBITDA non riclassificato pari a -€957k e un EBITDA della Gestione Caratteristica pari a -€1,5mn, circa €1,9mn al di sotto delle stime;
- L'Indebitamento Finanziario Netto – pari a €12,5mn al netto dei crediti finanziari verso Prestat – ha beneficiato dell'intervento del socio Polo del Gusto, che ha convertito crediti per €3,5mn e versato €1,5mn a titolo di futuro aumento di capitale.

Verso un nuovo equilibrio commerciale e industriale

Nel prossimo futuro ci aspettiamo che la Società possa intraprendere un percorso di rilancio sostenibile attraverso l'implementazione delle seguenti direttrici strategiche: 1) Efficientamento operativo e produttivo, tramite la razionalizzazione dei costi fissi, la sospensione degli investimenti infrastrutturali e l'adozione di un ciclo produttivo su tre turni; 2) Rifocalizzazione sul core business con la graduale dismissione dei punti vendita Retail; 3) Sviluppo del canale professionale grazie alla partnership con IRCA; 4) Ottimizzazione del NWC attraverso la gestione dinamica del magazzino, la riduzione delle scorte a bassa rotazione e il ricorso a strumenti di finanziamento a breve termine.

Revisione delle stime 2025E-29E

In generale abbiamo rivisto al ribasso le stime di Conto Economico per il periodo 2025E-29E. Ora ci attendiamo: i) VoP Operativa a €33,9mn nel 2025E e €35,7mn nel 2026E (+7,0% CAGR_{24A-29E}); ii) EBITDA Gest. Caratt. a €1,1mn nel 2025E e €2,6mn nel 2026E. Abbiamo invece rivisto in senso migliorativo l'Indebitamento Finanziario Netto (incl. Prestat) a €12,2mn nel 2025E e €9,9mn nel 2026E (vs €14,0mn e €12,6mn precedenti), grazie al supporto del socio Polo del Gusto.

KEY FINANCIALS (€'000)	2023A	2024A	2025E
VALORE PROD. OPER.	26,775	31,169	33,901
EBITDA GEST. CARATT. (*)	-1,591	-1,484	1,105
EBIT GEST. CARATT. (*)	-2,456	-2,426	487
RISULTATO NETTO	-4,059	-5,764	67
CAP. INV. NETTO	19,922	18,036	23,416
PATRIMONIO NETTO	6,952	6,178	11,245
INDEB. FIN. (CON PRESTAT)	-12,970	-11,858	-12,171
INDEB. FIN. (NO PRESTAT)	-13,291	-12,499	-12,812

Fonte: Domori (2023A, 2024A), Value Track (Stime 2025E)

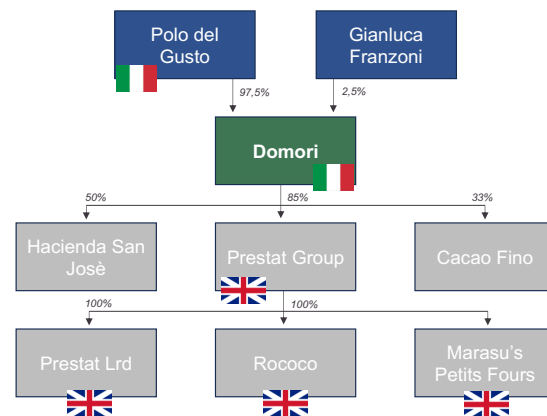
(*) Si veda pag. 2 per definizione EBITDA (o EBIT) Gest. Caratt.

KEY RATIOS	2023A	2024A	2025E
GROSS MARGIN (%)	46.1%	44.3%	46.0%
EBITDA MARGIN G.C. (%)	-5.9%	-4.8%	3.3%
EBIT MARGIN G.C. (%)	-9.2%	-7.8%	1.4%
PROFIT MARGIN G.C. (%)	-11.7%	-10.6%	-1.0%
ROE (%)	nm	nm	0.6%
PAYOUT (%)	0.0	0.0	0.0
PFN / PN (x)	-1.9	-1.9	-1.1
PFN / CAP. INV. NETTO (x)	-0.7	-0.7	-0.5

Fonte: Domori (2023A, 2024A), Value Track (Stime 2025E)

(*) 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	2024A	2025E	2026E	2027E
Valore Produzione Operativa	31,169	33,901	35,748	38,509
Chg. % YoY	16.4%	8.8%	5.4%	7.7%
EBITDA	1,484	1,105	2,583	3,300
EBITDA Margin	-4.8%	3.3%	7.2%	8.6%
EBITDA Riclassificato	-957	1,505	2,983	3,700
EBITDA Margin Riclassificato	-3.1%	4.4%	8.3%	9.6%
EBIT	-2,426	487	2,124	2,890
EBIT Margin	-7.8%	1.4%	5.9%	7.5%
EBIT Riclassificato.	-2,426	487	2,124	2,890
EBIT Margin Riclassificato	-7.8%	1.4%	5.9%	7.5%
Risultato Netto	-5,764	67	1,426	1,903
Chg. % YoY	42.0%	-101.2%	2029.0%	33.4%
Risultato Netto “Adjusted”	-3,291	-333	1,026	1,503
Chg. % YoY	5.4%	-89.9%	-408.2%	46.4%
Pos. Fin. Netta (con Prestat)	-11,858	-12,171	-9,818	-11,475
Pos. Fin. Netta / EBITDA (x)	nm	>10	3.8	3.5

Fonte: Domori SpA, Value Track

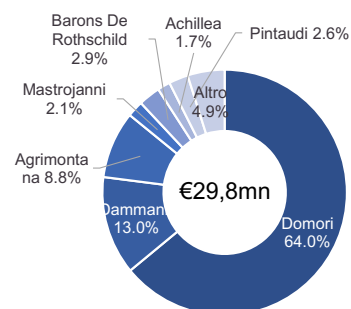
Credit Metrics (*)

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT/ Oneri Fin.	-2.8	0.6	2.7	2.9	4.8
PFN / EBITDA	nm	>10	3.8	3.5	2.9
EBIT/ Oneri Fin.	-2.2	1.2	3.2	3.3	5.5
PFN rett. / Patrimonio netto	2.1	1.2	0.8	0.8	0.8

Fonte: Value Track

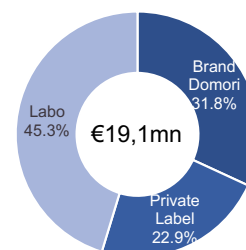
(*) EBITDA (o EBIT) Gest. Caratt. include i valori della sola gestione caratteristica, ottenuti dal Conto Economico riclassificato a Valore Aggiunto e per area funzionale. EBITDA (o EBIT) “non Riclassificato” (o semplicemente EBITDA, EBIT), indica i valori complessivi, inclusivi della gestione extra-caratteristica.

Suddivisione fatturato 2024 per prodotto



Fonte: Domori SpA

Suddivisione fatturato 2024 per canale^(*)



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

2024 – L'anno delle discontinuità

Per comprendere correttamente le performance economico-finanziarie di Domori 2024, non si possono trascurare alcune discontinuità che hanno caratterizzato il periodo a livello di mercato di riferimento, di struttura di governance societaria, e di strategia di go-to-market.

Mercato di riferimento - Aumento dei prezzi della materia prima cacao

A livello di mercato di riferimento il principale elemento di discontinuità è relativo al drastico aumento dei prezzi della materia prima cacao.

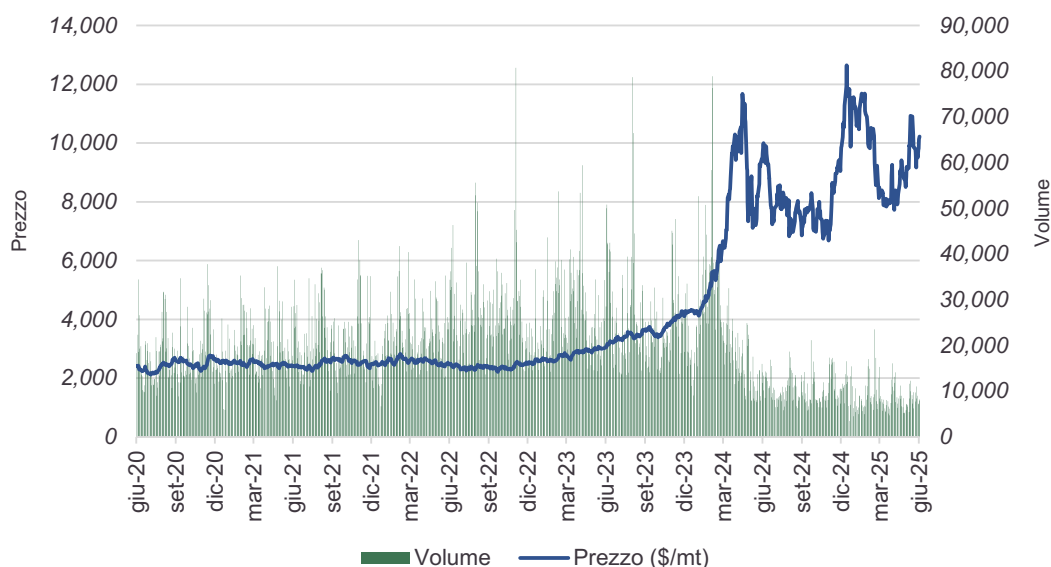
A partire dalla seconda metà del 2023, infatti, i prezzi del cacao hanno avviato una spirale ascendente repentina e sono quadruplicati, passando da circa €2,5/kg nel 2022 a €10/kg nel 2025.

Questo drastico aumento è stato determinato dalla combinazione di due fattori:

- ◆ Calo dell'offerta per motivi climatici, con la produzione globale di cacao che si è attestata nel 2024 a circa 4,4mn di tonnellate (-13,1% a/a, fonte: *International Cocoa Organization*);
- ◆ Tensioni logistiche e dinamiche speculative da parte di alcuni operatori che hanno operato un forte accumulo di scorte.

Inevitabilmente tale discontinuità ha avuto un impatto significativo su tutta la filiera, Domori inclusa, che si è trovata a gestire una complessa equazione tra salvaguardia dei margini e contenimento dell'impatto sui prezzi finali al consumatore.

Prezzo e volumi di mercato del cacao – 5 anni (\$/mt)



Fonte: FactSet

Governance societaria – Dimissioni dell'Amministratore Delegato

A Dicembre 2024 l'Amministratore Delegato Janluca de Waijer ha rassegnato le proprie dimissioni per motivi personali. Per quanto tale accadimento sia relativo all'ultima parte dell'anno, nella bozza di Bilancio 2024 viene sottolineato come tale cambio di management abbia comportato una

discontinuità nell'attuazione delle strategie di breve e medio-lungo periodo, portando alla perdita di alcuni clienti e un insufficiente presidio di alcuni costi variabili di produzione e fissi di struttura.

Strategia di go to market – Accordo IRCA

Nella prima parte del 2024 è stato siglato un accordo strategico con IRCA Group relativamente alle attività di Domori Professional.

IRCA, leader mondiale nella produzione di ingredienti premium per l'industria alimentare, ha acquisito i diritti esclusivi di utilizzo del marchio Domori nel canale B2B.

L'accordo, effettivo dal 1° luglio 2024, prevedeva l'avvio delle attività distributive a partire dal 1° gennaio 2025 limitatamente ai mercati in cui erano attive precedenti esclusive – nello specifico, Italia e Francia – e si articola in due contratti distinti:

- ◆ Licenza di marchio: uso esclusivo del brand *Domori* nel comparto professionale, con durata di 25 anni rinnovabili e royalty del 3% sulle vendite effettuate da IRCA;
- ◆ Contratto commerciale: concessione dell'esclusiva mondiale per la commercializzazione dei prodotti professionali, con durata di 5 anni e mezzo e possibilità di rinnovo.

E' da notare che fino alla fine del 2024 erano in vigore accordi distributivi pre-esistenti per cui la transizione tra vecchi accordi e nuovi ha comportato un temporaneo rallentamento dell'attività sul fronte Professionale.

Risultati Domori 2024

Premessa metodologica

Nel report, si farà riferimento a EBITDA ed EBIT della “Gestione Caratteristica” quando si considerano i valori derivanti esclusivamente dalla gestione operativa ricorrente, ottenuti dal Conto Economico riclassificato secondo il criterio del Valore Aggiunto e per area funzionale.

Al contrario, si utilizzeranno i termini EBITDA ed EBIT “non riclassificati” (o semplicemente EBITDA ed EBIT) per indicare i valori comprensivi anche della gestione extra-caratteristica. Lo stesso principio sarà applicato al Risultato Netto, distinguendo tra risultato della sola gestione caratteristica e risultato netto complessivo.

Risultati economico-finanziari 2024 in sintesi

I risultati economico-finanziari conseguiti da Domori nel 2024 si sono attestati al di sotto delle stime formulate nel report Value Track di aprile 2024, anche a seguito dei fattori di discontinuità citati in precedenza.

La crescita del fatturato leggermente inferiore alle attese e il sensibile aumento dei costi operativi hanno, infatti, penalizzato la redditività sia a livello operativo che netto.

D’altro canto, si segnala un miglioramento dell’Indebitamento Finanziario Netto, principalmente grazie all’intervento della controllante Polo del Gusto, che ha annullato crediti per circa €3,5mn vantati nei confronti di Prestat e della stessa Domori, oltre ad avere effettuato un versamento in conto futuro aumento di capitale da €1,5mn.

I principali dati economico-finanziari dell’esercizio 2024 sono i seguenti:

- ◆ **Valore della Produzione Operativa** pari a €31,2mn, in crescita del +16,4% rispetto al 2023 ma inferiore alle attese per circa €2,2mn;
- ◆ **EBITDA non riclassificato** negativo per circa -€957k (vs. -€1,3mn nel 2023), dato significativamente inferiore rispetto alle nostre stime.
- ◆ Isolando gli effetti della gestione extra-caratteristica, l’EBITDA della Gestione Caratteristica si attesta a -€1,5mn, ovvero circa €1,9mn al di sotto delle attese. La stessa dinamica si riflette anche a livello di EBIT non riclassificato ed EBIT Gestione Caratteristica;
- ◆ **Risultato Netto** negativo per -€5,8mn, ben al di sotto delle stime, influenzato in particolare dalla svalutazione straordinaria della partecipazione in Prestat per €3,0mn;
- ◆ **Indebitamento Finanziario Netto** (al netto dei crediti finanziari verso Prestat) pari a €12,5mn, migliore rispetto alla nostra previsione iniziale di €13,1mn (dato non comprensivo dell’aumento di capitale e di altri elementi).

Domori: 2023A vs 2024A vs 2023E

(€' 000)	2023Act.	2024Act.	24A/23A	2024Est.	A vs. E - Δ(%)
Valore Produzione Operativa	26.775	31.169	+16.4%	33,412	-6.7%
EBITDA	-1.328	-957	<i>n.s.</i>	614	<i>n.s.</i>
EBITDA Gest. Caratt.	-1.591	-1.484	<i>n.s.</i>	464	<i>n.s.</i>
EBIT	-2.192	-1.899	<i>n.s.</i>	-202	<i>n.s.</i>
EBIT Gest. Caratt.	-2.456	-2.426	<i>n.s.</i>	-352	<i>n.s.</i>
Risultato Netto	-4.059	-5.764	<i>n.s.</i>	-964	<i>n.s.</i>
Indeb. Fin. Netto (senza Prestat)	13.291	12.499	1.112	13.093	-594
Indeb. Fin. Netto (con Prestat)	12.970	11.858	792	12.772	-914

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track

Conto Economico

Di seguito si riporta il prospetto di conto economico riclassificato riferito alla sola gestione caratteristica con confronto tra i risultati conseguiti negli esercizi 2023 / 2024, escludendo dal perimetro di analisi i proventi e gli oneri connessi ad attività di natura straordinaria al fine di fornire una rappresentazione più chiara della performance operativa ricorrente.

Domori: Conto Economico 2024 vs 2023

(€' 000)	2023	2024	Δ %	Val. ass.
A) Valore della produzione				
ricavi delle vendite e delle prestazioni	26.495	29.839	13%	3.344
Δ rimanenze prodotti in lavorazione, semilavorati e finiti	280	1.330	375%	1.050
Totale valore della produzione operativa	26.775	31.169	16%	4.394
B) Costi della produzione				
per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	-14.422	-17.358	20%	-2.937
per servizi	-7.653	-8.299	8%	-646
per godimento di beni di terzi	-1.216	-1.547	27%	-332
per il personale	-5.076	-5.448	7%	-372
ammortamenti e svalutazioni	-864	-942	9%	-78
Δ rimanenze materie prime, sussidiarie, di consumo, merci	-488	-283	-42%	204
Totale costi della produzione	-29.718	-33.878	14%	-4.160
EBIT Gest. Caratt.	-2.456	-2.426	n.s.	29
EBITDA Gest. Caratt.	-1.591	-1.484	n.s.	107
C) Proventi e oneri finanziari				
altri proventi finanziari	37	44	18%	7
interessi e altri oneri finanziari	-933	-926	-1%	7
Utili e perdite su cambi	-5	10	-296%	15
Totale proventi e oneri finanziari	-901	-872	n.s.	-560
Risultato prima delle imposte	-3.357	-3.298	-2%	58
Imposte sul reddito dell'esercizio	234	7	-97%	-227
Utile (perdita) dell'esercizio Gest. Caratt.	-3.123	-3.291	n.s.	-169

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track

Valore Produzione Operativa in aumento di ca. il 16% a/a

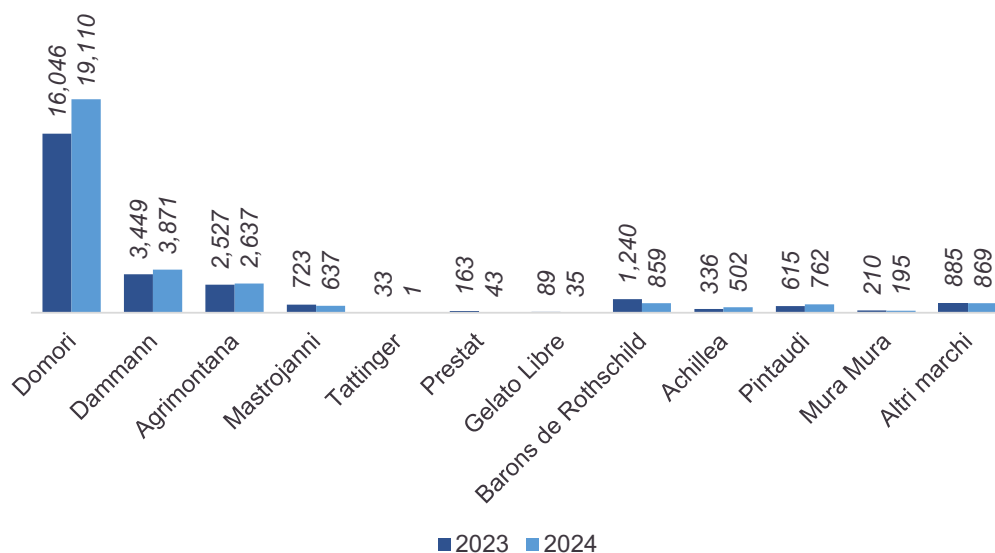
Nel 2024, il Gruppo ha registrato un Valore della Produzione Operativa pari a €31,2mn, con una crescita robusta sia rispetto al 2023 (+16,4%) che al 2022(+8,7%), seppur lievemente inferiore alle nostre attese.

La crescita è stata trainata in particolare dai prodotti a marchio Domori, che continuano a rappresentare il core business del Gruppo. Nel dettaglio:

- ◆ Le vendite Domori si attestano a €19,1mn, in crescita del +19% rispetto al 2023 e del +15% rispetto al 2022, confermando la solidità del brand e l'efficacia della strategia distributiva;
- ◆ Tra le linee di prodotti commercializzati delle *sister companies* del Polo del Gusto, si segnala la buona performance di Achillea, con ricavi pari a €502k (+49% a/a), e di Pintaudi, che ha raggiunto €762k (+24% a/a) nonostante la distribuzione sia iniziata solo nel 2022. Positivo anche l'andamento di Dammann Frères, con vendite per €3,9mn (+12% a/a);

- ◆ Le vendite di Agrimontana si mantengono stabili, attestandosi a €2,6mn, in crescita del +4% rispetto al 2023;
- ◆ In calo, invece, le vendite di Prestat (-74%), Mastrojanni (-12%) e Gelato Libre (-61%). Anche le vendite dei prodotti Barons de Rothschild si sono ridotte, attestandosi a €859k, in calo del -31% rispetto al 2023.

Domori: Composizione fatturato 2023 vs 2024 (€'000)



Fonte: Domori SpA

Evoluzione vendite Domori Retail vs Domori Professional

Nel 2024, il mix dei ricavi Domori vede una prevalenza del segmento Retail, che rappresenta il 54,7% del totale (vs. 46,4% nel 2023), rispetto al 44,3% del canale Professional (vs. 53,6% nel 2023). Nel dettaglio:

- ◆ Le vendite Retail si attestano a €10,5mn, in crescita del +40,4% rispetto agli €7,5mn del 2023, pari a un incremento assoluto di circa €3,0mn;
- ◆ Le vendite Professional registrano una leggera crescita dello 0,6%, passando da €8,6mn nel 2023 a €8,7mn nel 2024, con un incremento in valore assoluto pari a circa €55k.

Il significativo progresso del canale Retail riflette la crescente visibilità del brand e l'espansione nei mercati consumer. Al contrario, il segmento Professional ha risentito negativamente del passaggio al nuovo distributore IRCA, operativo solo a partire dalla fine del 2024, che non ha potuto ancora coprire i mercati vincolati dagli accordi preesistenti con i precedenti distributori, in vigore fino a fine 2024.

Breakdown vendite per area di business del gruppo

La crescita del fatturato nel 2024 è stata trainata soprattutto dal mercato domestico, con un forte contributo dal canale Retail. Limitando l'analisi ai soli prodotti a base di cioccolato, le vendite hanno raggiunto €19,1mn, in aumento del +19% rispetto all'anno precedente. In particolare, le performance in Italia sono risultate molto solide, con una crescita del +30% sostenuta dall'espansione dei prodotti professionali (+40%), del marchio Domori (+22%) e delle Private Label (+35%).

Il mercato estero, sebbene in crescita complessiva dell'8% rispetto all'anno precedente, ha risentito della contrazione dei prodotti professionali (-10%), ma ha beneficiato della forte espansione delle Private Label, passate da €63k a €1,1mn grazie all'avvio di una collaborazione con una primaria catena statunitense, oltre che dell'aumento delle vendite dei prodotti a marchio Domori, in crescita del +24%.

Redditività operativa ampiamente negativa

Nel 2024, la Società ha evidenziato un lieve recupero della marginalità operativa, con un miglioramento dell'EBITDA Margin di +120bps su base annua.

Tuttavia, il risultato rimane ampiamente negativo, con un EBITDA della Gestione Caratteristica pari a -€1,5mn (vs. -€1,6mn nel 2023), ben distante dai livelli del 2022 (€430k) e significativamente inferiore alle nostre attese, che stimavano un ritorno in territorio positivo (€464k).

Nel corso del 2024, la società ha sostenuto un incremento dei costi fissi legato a diversi fattori, tra cui: **i)** la contemporanea operatività del nuovo stabilimento (in locazione) e del precedente sito produttivo ancora attivo; **ii)** contratti di consulenza e comunicazione sottoscritti prima del peggioramento delle condizioni nel mercato del cacao; **iii)** l'estensione su 12 mesi (rispetto agli 11 del 2023) dei costi connessi ai punti vendita di Roma e Trieste. Tali costi non sono stati ancora compensati da un pieno utilizzo della nuova capacità produttiva né da adeguati ritorni commerciali: il punto vendita di Roma è stato chiuso a gennaio 2025, mentre quello di Trieste sarà ceduto entro luglio 2025.

Nel dettaglio, a gravare sulla marginalità, nonostante la crescita del fatturato, sono intervenuti diversi fattori, tra cui:

- ◆ L'aumento dei costi per materie prime (comprensivi della variazione delle rimanenze), il cui peso sul fatturato è cresciuto dal 53,9% nel 2023 al 55,7% nel 2024, riflettendo un peggioramento in termini di efficienza industriale e di assorbimento dei costi variabili, in larga parte riconducibile all'incremento eccezionale dei prezzi delle fave di cacao e derivati registrato nel corso dell'anno;
- ◆ L'aumento dei costi per godimento di beni di terzi, passati dal 4,5% al 5,0% del fatturato, trainati da un significativo incremento dei canoni di affitto e locazione (+€610k a/a, da €874k nel 2023 a €1,5mn nel 2024). In parallelo, si segnala una riduzione dei canoni di leasing operativo su beni mobili, scesi da €340k a €63k.

Ulteriori voci di costo hanno contribuito in misura significativa all'erosione dei margini, pur presentando un'incidenza percentuale in calo rispetto all'anno precedente. In particolare:

- ◆ I costi per servizi, in diminuzione dal 28,6% al 26,6% del fatturato (2023 vs. 2024), ma comunque in aumento in valore assoluto per effetto di: i) +€145k per forniture di energia elettrica; ii) +€133k per consulenze fiscali, amministrative e commerciali; iii) +€102k per compensi al Consiglio di Amministrazione;
- ◆ I costi del personale, scesi dal 19,0% al 17,5% del fatturato (2023 vs. 2024), ma in aumento in termini assoluti di circa €370k a/a, principalmente per effetto degli aumenti contrattuali (FTE da 102 a 107) ed al ricorso del lavoro su più turni.

A livello di Conto Economico, si segnala inoltre:

- ◆ Un contributo positivo derivante dalle variazioni delle rimanenze, che ha generato ricavi aggiuntivi per circa €1,1mn a/a;
- ◆ Ammortamenti in crescita per €78k a/a, riconducibili a: i) investimenti per circa €2,2mn destinati prevalentemente ai lavori per il nuovo stabilimento (lotti produttivo e direzionale), non oggetto di operazioni di leasing; ii) ulteriori €352k per acquisizioni di impianti e macchinari (tra cui una nuova temperatrice), arredi per il lotto direzionale e il punto vendita Dammann recentemente inaugurato a Torino in Piazza San Carlo.

Conto Economico: da Valore della Produzione Operativa a EBIT 2023 vs 2024

(€ '000)	2023	2024	Δ %
Valore della Produzione Operativa	26.775	31.169	16%
Costi per materie prime, di consumo e di merci	-14.422	-17.358	20%
Costi per servizi	-7.653	-8.299	8%
Costi per godimento di beni di terzi	-1.216	-1.547	27%
Costo del personale	-5.076	-5.448	7%
EBITDA Gest. Caratt.	-1.591	-1.484	n.s.
EBITDA Gest. Caratt Margin	-5.9%	-4.8%	+118bps
Ammortamenti e Accantonamenti	-864	-942	9%
EBIT Gest. Caratt.	-2.456	-2.426	n.s.
EBIT Gest. Caratt Margin	-9.2%	-7.8%	+139bps

Fonte: Domori SpA

Sotto l'EBIT della Gestione Caratteristica, negativo per circa €2,4mn, si evidenzia una dinamica sostanzialmente stabile degli oneri finanziari (circa €926k rispetto a €933k nel 2023) e dei proventi finanziari (circa €44k rispetto a €37k nel 2023), con un contributo positivo da utili su cambi pari a circa €10k (a fronte di una perdita di €5k nel 2023).

Nel complesso, il Risultato Netto 2024 della Gestione Caratteristica si attesta su un valore negativo pari a circa €3,3mn, rispetto a una perdita di circa €3,1mn registrata nel 2023.

Conto Economico: da EBIT a Risultato Netto 2023 vs 2024

(€ '000)	2023	2024	Δ %
EBIT Gest. Caratt.	-2.456	-2.426	n.s.
Gestione finanziaria	-901	-872	n.s.
Risultato prima delle imposte	-3.357	-3.298	n.s.
Imposte	234	7	n.s.
Risultato Netto Gest. Caratt.	-3.122	-3.291	n.s.

Fonte: Domori SpA

Gestione extra-caratteristica

Estendendo l'analisi all'intera gestione aziendale, comprensiva della componente extra-caratteristica, si segnala nel 2024 l'impatto negativo derivante dalla svalutazione della partecipazione nella controllata Prestat per circa €3,0mn.

Tale svalutazione è stata effettuata a seguito dell'*impairment test* condotto da Domori sulla base del piano pluriennale della controllata, dal quale è emerso un differenziale tra il valore di carico della partecipazione e il corrispondente *equity value* determinato al termine del piano.

Tenendo conto anche dei ricavi e dei costi non ricorrenti (rispettivamente pari a €645k e -€117k nel 2024 vs €458k e -€195k nel 2023), l'EBITDA, l'EBIT e il Risultato Netto consolidati del 2024 risultano pari rispettivamente a -€957k, -€2,4mn e -€5,8mn.

Domori: Conto Economico 2024 vs 2023 (con gestione extra-caratteristica)

(€ '000)	2023	2024	Δ %	Val. ass.
Totale valore della produzione	27.233	31.813	17%	4581
EBITDA Gest. Caratt.	-1.591	-1.484	-7%	107
Gestione extra-caratteristica	263	528	100%	264
Ricavi	458	645	41%	186
Oneri	-195	-117	-40%	78
EBITDA Reported come da schema CEE	-1.328	-957	-28%	371
Altri elementi straordinari	0	0	n.s.	n.s.
EBITDA	-1.328	-957	n.s.	371
EBIT Gest. Caratt.	-2.456	-2.426	n.s.	29
Gestione extra-caratteristica	263	528	100%	264
EBIT Reported come da schema CEE	-2.192	-1.899	-13%	294
Altri elementi straordinari	0	0	n.s.	n.s.
EBIT	-2.192	-1.899	n.s.	295
Risultato Netto Gest. Caratt.	-3.122	-3.291	n.s.	-169
Gestione extra-caratteristica	263	528	100%	264
Svalutazione controllata Prestat	-1.200	-3.000	150%	-1800
Risultato Netto	-4.059	-5.764	n.s.	-1705

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track

Stato Patrimoniale e Rendiconto Finanziario

L'Indebitamento Finanziario Netto si è ridotto a circa €11,9mn, rispetto ai €13,0mn registrati a fine 2023. Al netto dei crediti finanziari verso la controllata Prestat, il dato si attesta a circa €12,5mn, in miglioramento rispetto ai €13,3mn dell'esercizio precedente. Tale dinamica riflette, da un lato, l'apporto patrimoniale del socio di maggioranza Polo del Gusto per circa €5,0mn e, dall'altro, il ricorso a operazioni di factoring pro soluto che, anticipando parte degli incassi, hanno generato un beneficio temporaneo sulla PFN. Tale evoluzione ha compensato parzialmente gli effetti negativi di una gestione operativa 2024 penalizzata dall'aumento dei prezzi delle fave di cacao e dei derivati, dai pagamenti anticipati richiesti dai fornitori di materia prima, dal rispetto dei minimi d'acquisto previsti da contratti di distribuzione, dal sostegno finanziario – diretto e indiretto – alla controllata Prestat, e dal completamento degli investimenti legati al nuovo stabilimento produttivo e direzionale.

Domori: Indebitamento Fin. Netto 2023 vs 2024 con / senza crediti finanziari vs Prestat Ltd

(€ '000)	2023Act.	2024Act.	24A/23A	2024Est.
IFN con crediti finanziari vs Prestat	12.970	11.858	1.112	12.772
IFN rettificato (con Debito per leasing)	13.189	12.028	1.161	12.772
IFN senza crediti finanziari vs Prestat	13.291	12.499	792	13.093
IFN rettificato (con Debito per leasing)	13.510	12.669	841	13.093

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track

Tra gli impieghi di capitale, si rileva una riduzione del capitale circolante netto rispetto all'esercizio precedente, riconducibile principalmente all'aumento dei debiti verso fornitori (inclusi gli acconti) per ca. €1,0mn, dei ratei e risconti passivi per ca. €2,2mn e degli altri debiti per ca. €800k, a fronte di un incremento del magazzino per ca. €1,5mn; per contro, le restanti componenti del capitale circolante si mantengono sostanzialmente stabili a/a.

Per quanto concerne gli investimenti, pari complessivamente a ca. €3,1mn, a fronte di disinvestimenti pressoché nulli, si evidenziano:

- ◆ Investimenti in immobilizzazioni immateriali per un totale di ca. €2,1mn, principalmente relativi a lavori effettuati sul lotto produttivo e sul lotto direzionale del nuovo stabilimento, non riconosciuti dalla società di leasing;
- ◆ Investimenti in immobilizzazioni materiali per ca. €630k, riferiti ad acquisti di impianti e macchinari (inclusi una nuova temperatrice, scaffalature e motori), nonché mobili e arredi destinati sia al nuovo stabilimento (lotto direzionale) sia al nuovo punto vendita Dammann, inaugurato a Torino in Piazza San Carlo;
- ◆ Disinvestimenti non monetari in immobilizzazioni finanziarie per ca. €200k, riconducibili all'effetto netto tra la rinuncia a un credito verso la controllata Prestat per €2,7mn, contabilizzata come rettifica patrimoniale, e la svalutazione della relativa partecipazione per €3,0mn, con la conseguente riduzione del valore contabile dell'attivo finanziario.

Dal lato delle fonti di finanziamento, invece, si segnala che Domori ha ottenuto nel 2024 una nuova linea commerciale a breve termine da Banca d'Asti per un importo di €500k e ha stipulato contratti di factoring pro soluto con Unicredit Factoring e Aosta Factoring. Nel complesso, la Società ha acceso nuovi finanziamenti per €6,0mn e rimborsato prestiti per €6,7mn.

Parallelamente, come citato in precedenza, il socio di maggioranza Polo del Gusto ha effettuato interventi significativi di rafforzamento patrimoniale, per un totale di €5,0mn, così ripartiti:

- ◆ €1,5mn a titolo di versamento in conto futuro aumento di capitale;
- ◆ €0,7mn derivanti dalla rinuncia alla quota residua di capitale e interessi relativi al finanziamento intercompany erogato nel 2023;
- ◆ €2,8mn come conferimento di un credito finanziario vantato nei confronti della controllata estera Prestat.

Tali operazioni hanno consentito al Patrimonio Netto della società di rimanere sopra i €6mn nonostante la perdita a Conto Economico.

Domori: Stato Patrimoniale riclassificato 2023 vs 2024

(€ '000)	2023	2024
Immobilizzazioni immateriali	2.489	4.249
Immobilizzazioni materiali	2.087	2.258
Immobilizzazioni finanziarie	8.874	8.676
Attivo Fisso Netto	13.450	15.183
Magazzino	7.345	8.887
Crediti vs clienti	7.268	7.232
Debiti vs fornitori	-7.846	-8.844
Altri Crediti / Debiti non finanziari	1.222	-2.766
Capitale Circolante Netto	7.988	4.510
Fondi per rischi e oneri e TFR	1.517	1.656
Capitale Investito Netto	19.922	18.036
Capitale sociale	824	824
Riserve	6.129	5.354
Patrimonio Netto	6.952	6.178
Indebitamento Finanziario Netto (con crediti fin. Prestat)	-12.970	-11.858
Indebitamento Finanziario Netto (senza crediti fin. Prestat)	-13.291	-12.499

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track

Domori: Rendiconto Finanziario 2023 vs 2024

(€ '000)	2023	2024
EBITDA Gest. Caratt.	-1591	-1.484

Imposte societarie	234	7
Var. magazzino	79	-1.542
Var. Crediti vs clienti	-193	36
Var. Debiti vs fornitori	-1.038	998
Var. Altri crediti / debiti	1.965	3.988
Var. Ratei e risconti	1.158	2.353
Var. Altri	807	1.635
Var. Capitale Circolante Netto	813	3.479
Var. Fondi e TFR	169	140
Flusso di Cassa Operativo	-375	2.141
Var. Imm. Materiali e Immateriali	-1.950	-2.764
Var. Imm. Finanziarie	-2.335	199
Var. Patrimonio Netto	3.907	4.989
Gestione Finanziaria	-901	-872
Gestione extra-caratteristica / Altre componenti non ordinarie	-937	-2.472
Altro	896	-428
Flusso di Cassa Netto	-1.695	792

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track

Struttura dell'Indebitamento Finanziario Netto

Nel corso del 2024, l'Indebitamento Finanziario Netto (Prestat come no-cash equivalent) è passato da €13,3mn a fine 2023 a €12,5mn, evidenziando una riduzione complessiva di €790k. La variazione nella sua composizione è riconducibile a:

- ◆ Diminuzione delle disponibilità liquide da €3,2mn di fine 2022 a €2,2mn di fine 2024;
- ◆ Aumento del debito verso banche e altri finanziatori pari a ca. €1,9mn.

Struttura dell'Indebitamento Finanziario Netto 2023 vs 2024

(€ '000)	2023	2024
Disponibilità liquide	3.216	2.156
Fabbisogno finanziario di Breve termine	5.116	5.018
Fabbisogno finanziario di Lungo termine	8.174	7.480
Indebitamento Finanziario Netto (*)	13.291	12.499

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 €5,0mn derivanti dall'emissione del Minibond 3,75% 2026.

Per quanto riguarda i risultati finanziari 2024, 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 ~2,05) grazie agli apporti di capitale sopra evidenziati.

Struttura indebitamento complessivo

Analizzando la composizione delle passività di Domori, sia di natura finanziaria che operativa, si rileva come poco meno dei $\frac{3}{4}$ del totale, pari a circa €19,7mn (vs. €19,0mn nel 2023), siano rappresentati da debiti a breve termine. All'interno di tale componente, si segnalano in particolare i debiti verso le banche per circa €6,7mn e i debiti commerciali verso fornitori pari a circa €8,5mn.

Le passività a medio-lungo termine, pari a circa il 27,5% del totale (vs. 23% nel 2023), ammontano complessivamente a circa €7,5mn e risultano suddivise tra il prestito obbligazionario emesso nel 2020 (66%), debiti verso banche (31%), debiti verso altri finanziatori (3%).

Suddivisione debiti per tipologia e scadenza 2023 vs 2024

(€)	Dicembre 2024			Dicembre 2023
	Quota scadente entro l'esercizio	Quota scadente oltre l'esercizio	Totale	Totale
Obbligazioni	0.0	4.953.909	4.953.909	4.923.383
Debiti verso soci per finanziamenti	0.0	0.0	0.0	1.051.953
Debiti verso banche	6.668.436	2.285.863	8.954.299	10.051.184
Debiti verso altri finanziatori	506.713	240.000	746.713	480.000
Acconti	316.858	0.0	316.858	7.954
Debiti verso fornitori	8.526.660	0.0	8.526.660	7.837.977
Debiti verso imprese controllate	0.0	0.0	0.0	175.013
Debiti verso controllanti	691.963	0.0	691.963	166.098
Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	1.446.893	0.0	1.446.893	1.127.076
Debiti tributari	200.906	0.0	200.906	162.255
Debiti verso istituti di sicurezza e previdenza sociale	294.006	0.0	294.006	267.478
Altri debiti	1.005.692	0.0	1.005.692	926.642
Totale debiti	19.658.127	7.479.772	27.137.899	27.177.033

Fonte: Domori SpA

Per quanto riguarda la ripartizione geografica del debito, si rileva una forte concentrazione degli obblighi in Italia, con esposizioni pari a circa €24,4mn rispetto a €2,8mn verso controparti estere (vs. rispettivamente €24,1mn e €3,1mn nel 2023). In particolare:

- ◆ I debiti finanziari risultano integralmente detenuti da banche e obbligazionisti domestici;
- ◆ I debiti commerciali presentano invece una componente domestica pari a circa il 79% del totale, in lieve incremento rispetto al 77% registrato nell'esercizio precedente.

Ripartizione debiti per area geografica 2024

(€)	Italia	Estero	Totale
Obbligazioni	4.953.909	0.0	4.953.909
Debiti verso banche	8.954.299	0.0	8.954.299
Debiti verso altri finanziatori	746.713	0.0	746.713
Acconti	316.858	0.0	316.858
Debiti verso fornitori	6.739.160	1.787.500	8.526.660
Debiti verso imprese controllanti	691.963	0.0	691.963
Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	450.104	996.789	1.446.893
Debiti tributari	200.906	0.0	200.906
Debiti verso istituti di sicurezza e previdenza sociale	294.006	0.0	294.006
Altri debiti	1.005.692	0.0	1.005.692
Totale debiti	24.353.610	2.784.289	27.137.899

Fonte: Domori SpA

Newsflows 2024

I principali eventi aziendali del 2024 sono stati i seguenti:

- ◆ **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 in due categorie:
 - *Miglior Cioccolato Fondente d'Origine* per il Criollo Porcelana 70%;
 - *Miglior Cioccolato Fondente* per la tavoletta Blend Criollo 80%;
- ◆ **Aprile 2024 – Accordo con Edmond de Rothschild Heritage.** Domori diventa distributore esclusivo per l'Italia di tre prestigiose etichette di Bordeaux prodotte dalla Edmond de Rothschild Heritage, rafforzando la propria presenza nel segmento dei prodotti enogastronomici di alta gamma;
- ◆ **Luglio 2024 – Accordo strategico con IRCA Group per Domori Professional.** IRCA, leader mondiale nella produzione di ingredienti premium per l'industria alimentare, ha acquisito i diritti esclusivi di utilizzo del marchio Domori nel canale B2B.

L'accordo, effettivo dal 1° luglio 2024, prevedeva l'inizio delle attività distributive a partire dal 1° gennaio 2025, e si articola in due contratti distinti:

- Licenza di marchio: uso esclusivo del brand *Domori* nel comparto professionale, con durata di 25 anni rinnovabili e royalty del 3% sulle vendite effettuate da IRCA;
 - Contratto commerciale: concessione dell'esclusiva mondiale per la commercializzazione dei prodotti professionali, con durata di 5 anni e mezzo e possibilità di rinnovo.
- ◆ **Dicembre 2024 – Conclusione dei lavori nello stabilimento e cambio al vertice.** In occasione del Consiglio di Amministrazione dell'11 dicembre 2024, è stata annunciata la conclusione del terzo e ultimo lotto dei lavori presso il nuovo stabilimento Domori, relativo all'area produttiva.

Nella stessa seduta, il CdA ha approvato le linee guida operative per l'implementazione dell'accordo strategico con IRCA, il cui avvio effettivo è previsto a inizio 2025. Infine, il Consiglio ha preso atto delle dimissioni dell'Amministratore Delegato Janluca de Waijer per motivi personali.

Il ruolo è stato immediatamente affidato a Giacomo Biviano, consigliere Domori da più mandati, nonché già AD di *Pintaudi* e Presidente di *Achillea*, entrambe società parte del Polo del Gusto.

Strategie commerciali e produttive future

La società ha recentemente avviato un piano mirato al rilancio economico, alla focalizzazione sul core business e all'efficientamento della gestione operativa e finanziaria.

Le azioni previste si dovrebbero sviluppare lungo quattro direttrici strategiche:

1. *Efficientamento operativo e produttivo;*
2. *Rifocalizzazione sul core business e dismissione della rete Retail;*
3. *Sviluppo del canale professionale attraverso la partnership con IRCA;*
4. *Ottimizzazione del capitale circolante e rafforzamento delle linee di credito.*

#1 Efficientamento operativo e produttivo

La società ha avviato un processo di razionalizzazione strutturale, con l'obiettivo di ridurre i costi fissi e rendere più flessibile il modello industriale. Le principali misure adottate includono:

- ◆ **Eliminazione di spese non strategiche**, tra cui:
 - Tutte le campagne pubblicitarie non già contrattualizzate,
 - Consulenze non direttamente collegate allo sviluppo del business;
- ◆ **Sospensione di tutti gli investimenti infrastrutturali fino al 2027**, inclusi:
 - Trasferimento nel nuovo sito produttivo,
 - Acquisto di nuovi macchinari industriali;
- ◆ **Disdetta dei contratti relativi alla finalizzazione dei lavori nel nuovo sito** e blocco di nuovi ordini, salvo disponibilità anticipata di finanziamenti dedicati;
- ◆ **Produzione su tre turni, sette giorni su sette** introdotta da febbraio 2025, per far fronte all'aumento della domanda e migliorare l'utilizzo della capacità produttiva installata;
- ◆ **Controllo dei costi rafforzato**, con:
 - Revisione e disdetta dei contratti firmati prima di dicembre 2024,
 - Blocco o rinegoziazione selettiva per l'esercizio 2026,
 - Focus su spese strettamente legate alla generazione di ricavi.

#2 Rifocalizzazione sul core business e dismissione della rete Retail

Nel biennio 2025 / 2026 la società ha in obiettivo un progressivo disimpegno dal canale retail diretto, al fine di concentrare le risorse sul B2B e sui canali ad alta marginalità. Le azioni previste sono:

- ◆ **Chiusura del punto vendita di Roma** (avvenuta a gennaio 2025) da anni in perdita operativa, e **cessione del punto vendita di Trieste** entro luglio 2025 (due diligence in corso);
- ◆ **Cessione dei punti vendita di Milano e Torino** prevista per inizio 2026. Può essere che la cessione di questi punti vendita avvenga verso altre realtà del gruppo Illy / Polo del Gusto;
- ◆ **Rafforzamento delle partnership esistenti con operatori di GDO italiana**, con ampliamento della distribuzione in nuovi punti vendita;
- ◆ **Acquisizione di nuovi clienti GDO** sia in Italia che all'estero, con impatto positivo sull'estensione della rete commerciale e sull'incidenza delle vendite ricorrenti.

#3 Sviluppo del canale professionale attraverso la partnership con IRCA

Il canale professionale rappresenta un driver chiave della strategia commerciale, grazie all'accordo di distribuzione con il gruppo IRCA.

I punti salienti della partnership includono:

- ◆ **Minimi d'ordine vincolanti a partire dal 2026**, con vendite 2025 attese a livelli già superiori ai volumi minimi contrattualizzati;
- ◆ **Performance commerciale positiva nei primi 4 mesi del 2025**, in linea con le attese più ottimistiche;
- ◆ **Collaborazioni operative con IRCA**, tra cui:
 - Attività di marketing e co-branding,
 - Sessioni di formazione presso accademie e clienti internazionali del gruppo,
 - Coinvolgimento diretto del Presidente e fondatore di Domori in attività promozionali e istituzionali.

#4 Ottimizzazione del capitale circolante e rafforzamento delle linee di credito

Un altro pilastro della strategia futura risiede nella gestione attiva della liquidità e del capitale circolante, accompagnata dal rafforzamento delle fonti di finanziamento a breve termine:

- ◆ **Gestione dinamica del magazzino**, mediante:
 - Ordini più frequenti ma di entità limitata,
 - Acquisti mirati al solo fabbisogno di breve periodo;
- ◆ **Smaltimento selettivo delle giacenze a bassa rotazione** già avviato nei primi mesi del 2025;
- ◆ **Rinegoziazione dei minimi d'acquisto** previsti da alcuni contratti distributivi, se necessario;
- ◆ **Dialogo in corso con il sistema bancario**, per:
 - Apertura di nuove linee commerciali a supporto del circolante,
 - Utilizzo di strumenti di anticipo fatture e factoring, al fine di rafforzare la flessibilità finanziaria e sostenere l'operatività industriale nella fase di rilancio.

Stime economico – finanziarie 2024E-29E

Alla luce dei risultati 2024 e delle strategie commerciali e produttive riviste del business, abbiamo aggiornato le **stime per il periodo 2025E-29E**, sulla base delle seguenti linee guida:

- ◆ **Valore della Produzione previsto in crescita** (ma con tassi di crescita più bassi rispetto alle nostre stime precedenti), trainato in particolare dallo sviluppo del canale professionale, atteso a €9,8mn nel 2025E (vs €7,6mn nel 2024), anche grazie alla partnership con IRCA.

Nel segmento Retail, la crescita è pressoché interamente riconducibile all'aumento dei listini (ipotizziamo poco meno del 20% medio), a fronte di volumi stabili per via dei vincoli produttivi. Ci aspettiamo inoltre un contributo positivo dalle vendite nella GDO estera e l'ingresso in nuovi mercati internazionali, tra cui Svizzera, Romania e Albania;

- ◆ **Redditività operativa attesa in progressivo recupero**, sostenuta dalla già citata politica di *costs savings* che include la chiusura dei punti vendita Retail, la razionalizzazione delle spese di marketing (ridotte di circa €500k), con effetti positivi attesi dalla visibilità indiretta derivante dalla partnership con IRCA.

Segnaliamo comunque che le nostre attese di recupero dei margini risultano più gradualmente rispetto alle precedenti previsioni;

- ◆ **Indebitamento Finanziario Netto in riduzione nel medio termine**, beneficiando di investimenti contenuti nel breve e del continuo supporto finanziario da parte del socio Polo del Gusto, che ha apportato circa €13,0mn tra AuCap e finanziamenti negli ultimi 18 mesi.

Per quanto riguarda poi più nel particolare le variazioni apportate alle **stime 2025E-26E**:

- ◆ VoP Operativa leggermente rivista al ribasso (vs. stime indicate nella ricerca di Aprile 2024), a circa €33,9mn nel 2025E e €35,7mn nel 2026E;
- ◆ EBITDA Gest. Caratt. rivista al ribasso a €1,5mn nel 2025E e a €2,6mn nel 2026E (le precedenti stime indicavano rispettivamente €1,7mn e €2,7mn);
- ◆ Risultato Netto rivisto al ribasso nel 2025E a *break-even* (ca. €70k) e a ca. €1,4mn nel 2026E;
- ◆ Indebitamento Finanziario Netto pari a €12,2mn nel 2025E e €9,8mn nel 2026E, (le precedenti stime erano di €14,0mn nel 2025E e €12,6mn nel 2026E).

Domori: Confronto Nuove stime vs Vecchie stime 2024A-2026E

(€ '000)	2024A		2025E		2026E		2027E		2028E	
	Est.	Act.	Old	New	Old	New	Old	New	Old	New
Valore Produzione Operativa	33,412	31,169	36,739	33,901	40,397	35,748	44,421	38,509	48,846	41,579
EBITDA Gest. Caratt.	464	-1,484	1,722	1,505	2,702	2,583	3,840	3,300	5,105	4,067
EBITDA	614	-957	1,922	1,105	2,802	2,983	3,940	3,700	5,205	4,467
EBIT Gest. Caratt.	-352	-2,426	1,173	487	2,218	2,124	3,394	2,890	4,724	2,720
EBIT	-202	-2,426	1,323	487	2,318	2,124	3,494	2,890	4,824	2,720
Risultato Netto	-964	-5,764	553	67	1,353	1,426	2,564	1,903	4,040	2,123
Patrimonio Netto	5,988	6,178	6,542	11,245	7,895	12,671	10,459	14,574	14,499	16,697
Pos. Fin. Netta (con Prestat)	-12,772	-11,858	-14,026	-12,171	-12,615	-9,818	-8,575	-11,475	-3,206	-11,908

Fonte: Domori SpA, Analisi Value Track

Revisione delle stime di Conto Economico

Crescita della top line con particolare focus sul segmento Professional

La top line di Domori per il periodo 2024A-29E è attesa crescere ad un **tasso medio annuo di circa il +7,0%, fino a €43,7mn** nel 2029E. In particolare, nel 2025E ci attendiamo una crescita significativa del fatturato, supportata da quattro principali driver:

- ◆ **Espansione del canale Professional**, con ricavi attesi in aumento da €7,6mn nel 2024 a €9,8mn nel 2025E (+30% a/a), con un *boost* positivo guidato dal pieno effetto dell'accordo siglato con IRCA. L'intesa include una licenza esclusiva del marchio Domori per il comparto professionale (25 anni, rinnovabile), con royalty del 3% sulle vendite effettuate da IRCA (stimate a circa €400k nel 2025E), e un contratto commerciale che assegna a IRCA l'esclusiva mondiale per la distribuzione dei prodotti Domori nel segmento, con durata iniziale di 5 anni e mezzo;
- ◆ **Crescita del canale Retail**, previsto in aumento da €11,7mn nel 2024 a €14,3mn nel 2025E, nonostante la chiusura di alcuni punti vendita Retail. La performance dovrebbe essere sostenuta da un aumento medio di listino del +18% (in linea con i benchmark di settore); d'altro canto, i volumi cresceranno marginalmente, data la saturazione della capacità produttiva attuale;
- ◆ **Contributo dei prodotti distribuiti Dammann, Pintaudi e Barons de Rothschild**, quest'ultimo atteso in netta ripresa nel 2025E, rispettivamente: i) ca. +20% a/a (vs. +12% 2024 vs 2023), grazie all'accordo con illycaffè per la distribuzione di referenze in edizione limitata, ii) ca.+40% a/a (vs. +24% 2024 vs 2023), beneficiando delle sinergie commerciali; iii) incremento atteso del circa +35% a/a (vs. -30% 2024 vs 2023).
- ◆ **Sviluppo della GDO ed export**, con un contributo stimato di circa €2,6mn alla crescita complessiva, trainato dal rafforzamento dei rapporti con Trader Joe's – storico partner commerciale per il mercato USA – e dall'ingresso in nuovi mercati europei strategici, quali Svizzera, Romania e Albania.

Redditività operativa in netta ripresa

A partire dal 2025, Domori dovrebbe beneficiare di un progressivo miglioramento della marginalità operativa, sostenuto dalla già citata combinazione di:

- ◆ Normalizzazione dei costi di acquisto delle materie prime (i futures sul cacao indicano un rientro dai massimi del 2024, con un prezzo atteso di 8,05 \$/kg / 7,20 €/kg a marzo 2026);
- ◆ Razionalizzazione strutturale (chiusura / cessione dei punti vendita retail, introduzione di un regime produttivo continuativo su tre turni, sette giorni su sette);
- ◆ Contenimento delle spese indirette (come ad esempio quelle di marketing e di consulenze esterne) e nuovi flussi a elevata profittabilità.

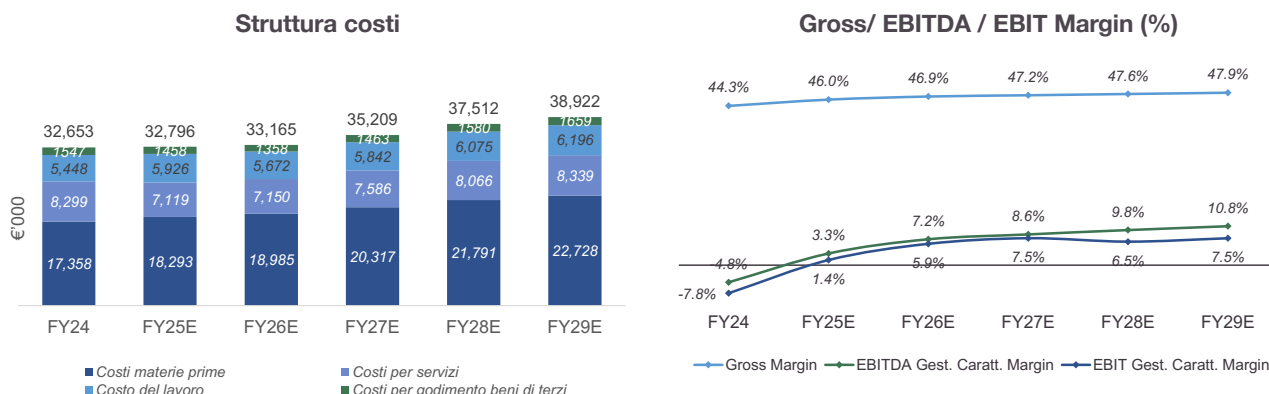
A completamento del quadro, il contributo incrementale delle royalties derivanti dal contratto con IRCA – pari al 3% sulle vendite effettuate a marchio Domori e con marginalità del 100% – rappresenta una leva addizionale strutturale per la redditività futura.

Parallelamente, le vendite da Domori a IRCA, con EBIT garantito del 9% nel 2025E e del 12% a regime, contribuiscono all'utile operativo pur comprimendo il Gross Margin.

A livello di risultati finanziari quindi ci attendiamo:

- ◆ **Gross Profit** in aumento a circa €20,9mn nel 2029E (CAGR_{25E-29E} dell'8%), con un margine pari al 47,9% (da 44,3% del 2024);
- ◆ **EBITDA della Gestione Caratteristica** a circa €4,7mn nel 2029E (CAGR_{25E-29E} del 44%), con il margine che cresce fino a 10,8% nel 2029E;
- ◆ **EBIT della Gestione Caratteristica** stimato crescere in maniera più che proporzionale rispetto all'EBITDA Gest. Caratt. (CAGR_{25E-29E} 61%), a causa del basso ammontare degli investimenti prospettici (dunque minori ammortamenti); la stima è di ca. €3,3mn nel 2029E.

Struttura costi ed EBITDA / EBIT Margin 2024A-29E (Gestione Caratteristica)



Fonte: Domori SpA

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

- ◆ **Oneri finanziari** in diminuzione dal 2024A al 2029E, con incidenza sul valore della produzione operativa che è attesa passare dal 2,8% nel 2024A a 1,0% nel 2029E;
- ◆ **Risultato prima delle imposte a break-even** a partire dal 2025E fino ad arrivare a €3,2mn nel 2029E (anche beneficiato da alcune componenti extra-caratteristiche di reddito che pensiamo possano aggirarsi intorno ai €400k annui);
- ◆ **Risultato Netto Gest. Caratt. positivo.** Dal 2025E ci attendiamo una crescita progressiva del Risultato Netto Gest. Caratt. e nel 2029E ci attendiamo che possa situarsi a circa €2,7mn.

Conto Economico 2024A-2029E (con Gest. Caratt. e Gest. Extracaratt.)

(€'000)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Valore Produzione Operativa	31,169	33,901	35,748	38,509	41,579	43,658
VoP Var %	16.4%	8.8%	5.4%	7.7%	8.0%	5.0%
COGS e altri costi operativi	-27,205	-26,870	-27,493	-29,367	-31,437	-32,725
Costo del personale	-5,448	-5,926	-5,672	-5,842	-6,075	-6,196
EBITDA	-957	1,505	2,983	3,700	4,467	5,136
EBITDA Gest. Caratt.	-1,484	1,105	2,583	3,300	4,067	4,736
EBITDA Margin Gest. Caratt. (%)	-4.8%	3.3%	7.2%	8.6%	9.8%	10.8%
Ammortamenti e Accantonamenti	-942	-619	-459	-411	-1,347	-1,467
EBIT	-1,899	887	2,524	3,290	3,120	3,669
EBIT Gest. Caratt.	-2,426	487	2,124	2,890	2,720	3,269
EBIT Margin Gest. Caratt. (%)	-7.8%	1.4%	5.9%	7.5%	6.5%	7.5%
Oneri Finanziari	-872	-770	-800	-1,000	-570	-440
Gestione Extra-Caratteristica	528	400	400	400	400	400
Risultato prima delle imposte	-5,771	117	1,724	2,290	2,550	3,229
Imposte sul reddito d'esercizio	7	-50	-298	-387	-426	-532
Aliquota fiscale (%)	-0.1%	-42.5%	-17.3%	-16.9%	-16.7%	-16.5%
Risultato Netto	-5,764	67	1,426	1,903	2,123	2,697
Risultato Netto Gest. Caratt.	-3,291	-333	1,026	1,503	1,723	2,297

Fonte: Domori SpA, Stime Value Track

Revisione delle stime di Stato Patrimoniale e Cash Flow Statement

Per quanto riguarda l'evoluzione annuale del *Free Cash Flow*, stimiamo un valore positivo nel 2026E, seguito da un ritorno in territorio negativo nel biennio 2027E–2028E, principalmente a causa di oltre €8,0mn di investimenti in conto capitale.

Nel dettaglio, ci attendiamo:

- ◆ **Attenta gestione del CCN**, con un'incidenza sul VoP Operativa prevista in progressiva riduzione nel medio termine. Tuttavia, nel 2025E è atteso un incremento temporaneo del NWC / VoP al 32,2%, a seguito del piano di rientro di circa €4,0mn di debiti intercompany, coperto tramite AuCap.

A partire dal 2026E, l'indicatore dovrebbe tornare su un percorso discendente, fino a raggiungere il 22,9% nel 2029E (vs 14,5% nel 2024A e 29,8% nel 2023A) grazie anche un maggior efficientamento del magazzino, basata su ordini più frequenti ma di entità contenuta e su politiche di approvvigionamento mirate a coprire il fabbisogno di breve periodo;

- ◆ **Progressiva diminuzione dell'Attivo Fisso Netto**, conseguente alla sospensione degli investimenti infrastrutturali del nuovo sito produttivo e al rinvio di una parte significativa degli stessi al biennio 2027E–2028E. Abbiamo rivisto al rialzo la stima di investimento complessivo a circa €17,0mn (rispetto ai €10,0mn inizialmente previsti), di cui oltre il 60% già sostenuto;
- ◆ **Calo graduale dell'Indebitamento Finanziario Netto**. Il nuovo profilo del debito incorpora: i) la proroga dei finanziamenti erogati da Polo del Gusto a inizio 2025 (€2,5mn), con rimborsi previsti tra dicembre 2026 e dicembre 2027, ii) l'attivazione di un prestito intercompany da €3,1mn entro maggio 2025 in sostituzione del finanziamento da terzi precedentemente previsto, e iii) una revisione al ribasso dei fabbisogni della controllata Prestat.

Nel 2029E ci attendiamo un IFN pari a ca. €8,2mn.

Breakdown Capitale Circolante Netto 2024A-2029E

(€'000)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Magazzino	8,887	9,153	9,473	9,242	9,147	9,168
<i>Days of Inventory on Hand (x)</i>	109	100	98	88	81	77
Crediti Commerciali	7,232	7,430	7,346	7,491	7,632	8,014
<i>Days of Trade Receivables (x)</i>	88	80	75	71	67	67
Debiti Commerciali	-8,844	-3,251	-3,918	-4,748	-5,126	-5,382
<i>Days of Trade Payables (x)</i>	-122	-35	-40	-45	-45	-45
Capitale Circolante Commerciale	7,276	13,333	12,901	11,985	11,653	11,800
Altri crediti	2,783	2,543	2,502	2,503	2,495	2,401
Altri debiti	-3,639	-3,729	-3,932	-4,236	-4,574	-4,802
Ratei e risconti (attivi – passivi)	-1,909	-1,228	-626	-174	195	609
Capitale Circolante Netto	4,510	10,919	10,845	10,078	9,769	10,007
<i>% sul Valore della Produzione Operativa</i>	14.5%	32.2%	30.3%	26.2%	23.5%	22.9%

Fonte: Domori SpA, Stime Value Track

Stato Patrimoniale 2024A-2029E

(€'000)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Attivo Fisso Netto	15,183	14,287	13,651	18,200	21,292	20,321
<i>Immobilizzazioni materiali + immateriali</i>	6,507	5,611	4,775	8,474	11,641	10,746
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>	8,676	8,676	8,876	9,726	9,651	9,575
Capitale Circolante Netto	4,510	10,919	10,845	10,078	9,769	10,007
Fondo rischi e oneri	1,656	1,790	2,007	2,229	2,456	2,688
Capitale Investito Netto	18,036	23,416	22,489	26,049	28,605	27,640
Patrimonio Netto	6,178	11,245	12,671	14,574	16,697	19,396
Indebitam. Fin. Netto (con Prestat)	-11,858	-12,171	-9,818	-11,475	-11,908	-8,245

Fonte: Domori SpA, Stime Value Track

Rendiconto Finanziario 2024A-2029E

(€'000)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBITDA Gest. Caratt.	-1,484	1,105	2,583	3,300	4,067	4,736
Imposte societarie	7	-50	-298	-387	-426	-532
Var. Capitale Circolante Netto	3479	-6409	74	767	309	-238
Var. Fondi e TFR	140	134	217	222	227	232
Flusso di Cassa Operativo	2141	-5220	2576	3902	4177	4198
Var. Imm. Materiali e Immateriali	-2,764	-23	-72	-4,760	-4,514	-572
Var. Imm. Finanziarie	199	0	-200	-850	75	0
Var. Patrimonio Netto	4,989	5,000	0	0	0	0
Gestione Finanziaria	-872	-770	-800	-1,000	-570	-440
Gestione extra-caratteristica / Altro	528	400	400	400	400	400
Altro	-3428	300	450	650	0	0
Flusso di Cassa Netto	792	-313	2,354	-1,658	-432	3,586

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 2024 il Minibond prevede i seguenti covenants:

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

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

Comunque, grazie ai flussi di cassa operativi della società e al supporto del socio di maggioranza, dalle nostre stime aggiornate non si evidenzia una situazione di mancato rispetto di entrambi i covenants, come visibile nella tabella che segue.

Covenant Minibond 2024-2029E

(€'000)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT / Oneri finanziari	-2.8	0.6	2.7	2.9	4.8	7.4
Parametro previsto ≥ di	1.8	1.8	2.8	3.8	4.8	5.8
Indebitamento Fin. Netto rett. / Patrimonio Netto	2.1	1.2	0.8	0.8	0.8	0.5
Parametro previsto ≤ di	2.2	2.2	3.2	4.2	5.2	6.2

Fonte: Domori SpA, stime Value Track

Appendix: Profilo di Business 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”).

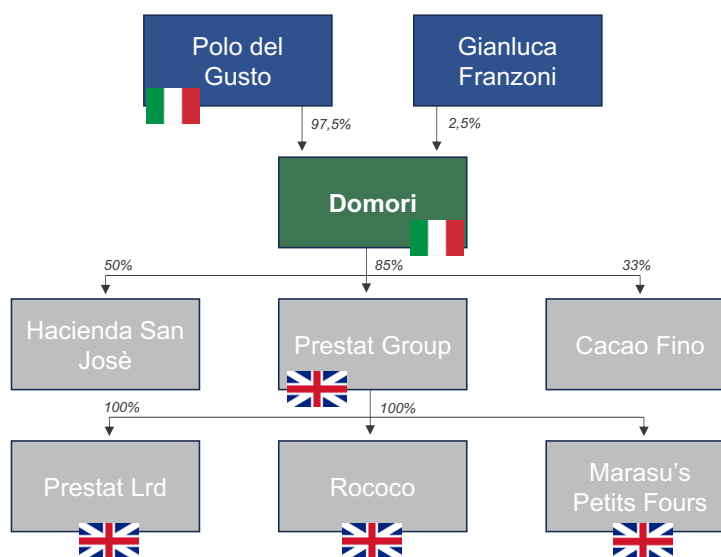
Compagine azionaria

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 coordina da un punto di vista gestionale. 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 a partire dal 2024 si è aggiunta 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;
- ◆ **Altri Brand:** Mazzalù, Benvenuti, Edmond De Rothschild, Sorì della Sorba e Chateau Maime.

I prodotti distribuiti

Agrimontana



Mastrojanni



Dammann Frères



Pintaudi



Gelato Libre



Prestat



Fonte: Domori SpA

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.