

DOMORI

Sector: Food & Beverage



Analyst

Marco Greco

Tel: +39 02 80886654

marco.greco@value-track.com

Skype: marco.m.greco

Il Covid non ferma lo sviluppo aziendale

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

Dati finanziari 2020 migliori delle attese

Rispetto alle stime della ricerca Value Track pubblicata in occasione dell'emissione del Minibond 3,75% 2026, i risultati finanziari Domori 2020 appaiono migliori, grazie ad un'ottima performance nel quarto trimestre dell'anno. Più in dettaglio è possibile notare che:

- 1) il calo del fatturato annuo (-4,9% a/a) è stato inferiore a quanto precedentemente stimato grazie al Retail e ai clienti Professional esteri che hanno quasi interamente compensato il forte calo del canale HORECA;
- 2) l'Indebitamento Finanziario Netto (€8,1mn, in riduzione di €2,3mn a/a) ha risentito positivamente della revisione al ribasso del prezzo di acquisto di Prestat Ltd e del forte miglioramento del capitale circolante.

Strategie 2021-22 mirate a innovazione e efficientamento

Tra le priorità di Domori per quanto riguarda il piano di sviluppo della società nel biennio 2021-22, sottolineiamo:

- ◆ Consolidamento delle innovazioni di prodotto del 2020;
- ◆ Ulteriore crescita del Retail, (GDO Italia e estero, e-commerce, punti di vendita diretti) anche grazie agli investimenti in *brand awareness*;
- ◆ Progressivo trasferimento in un nuovo sito logistico e produttivo, per aumentare l'efficienza ed abbassare i costi operativi;
- ◆ Avvio della distribuzione dei prodotti Prestat sul mercato Italiano.

Post accordo su Prestat, rientro più veloce del debito

Abbiamo rivisto le stime per il periodo 2021-26 come segue:

- ◆ Profilo dei ricavi sostanzialmente invariato. A fronte del Retail che sta dimostrando un potenziale di crescita più elevato delle attese, l'imprevedibilità del contesto epidemiologico impone cautela;
- ◆ Marginalità rivista leggermente al rialzo, per un migliore mix dei ricavi e i benefici sui costi operativi di medio termine derivanti dal futuro trasferimento del sito logistico e produttivo dell'azienda;
- ◆ Accelerazione del percorso di riduzione dell'Indebitamento Finanziario Netto grazie alla rinegoziazione dell'acquisizione Prestat Ltd.

KEY FINANCIALS (€'000)	2019A	2020A	2021E
VALORE PRODUZIONE	19.416	18.461	23.043
EBITDA	677	336	1.365
EBIT	202	-171	760
UTILE NETTO	22	-306	238
CAP. INV. NETTO	16.219	13.632	14.079
PATRIMONIO NETTO	5.832	5.528	5.766
INDEBITAM. FIN. NETTO	-10.388	-8.104	-8.313
INDEBITAM. FIN. TOTALE	-12.879	-16.930	-12.247

Fonte: Domori (2019A, 2020A), Value Track (Stime 2021E)

KEY RATIOS	2019A	2020A	2021E
GROSS MARGIN (%)	22,5%	22,1%	22,6%
EBITDA MARGIN (%)	3,5%	1,8%	5,9%
EBIT MARGIN (%)	1,0%	n.s.	3,3%
NET PROFIT MARGIN (%)	0,1%	n.s.	1,0%
IND. FIN. TOT. / EBITDA (x)	19,0	50,4	9,0
IND. FIN. NETTO / EBITDA (x)	15,3	24,1	6,1
PFN / PN (x)	1,8	1,5	1,4
EBIT / ON. FIN.	1,4	n.s.	2,4

Fonte: Domori (2019A, 2020A), Value Track (Stime 2021E)

STRUTTURA DEL GRUPPO DOMORI



Profilo della società

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

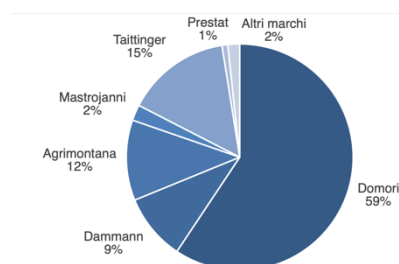
In particolare, Domori produce un cioccolato proveniente dalla varietà di **cacao Criollo**, la più rara e pregiata al mondo, che ottiene dalle piantagioni di fave di cacao di proprietà, le quali sono strategiche per controllare l'intera filiera e per assicurarsi un vantaggio competitivo nei confronti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

Dati finanziari chiave

€/000	2019A	2020A	2021E	2022E
Vendite Nette	19.416	18.461	23.043	25.572
Chg. % YoY	n.d.	0.0	0.2	0.1
EBITDA	677	336	1.365	1.703
EBITDA Margin	3%	2%	5,9%	6,7%
EBIT	202	-171	760	1.066
EBIT Margin	1%	-1%	3,3%	4,2%
Risultato Netto	22	-306	238	440
Chg. % YoY	n.d.	n.d.	n.d.	85%
Adjusted Net Profit	-136	-816	238	440
Chg. % YoY	n.d.	n.d.	n.d.	85%
Posizione Finanziaria Netta	-10.338	-8.104	-8.313	-6.894
Net Fin. Pos. / EBITDA (x)	15,3	24,1	6,1	4,0
Investimenti	-773	-739	-360	-272
Cash flow operativo (pre-tasse)	-1.781	1.178	553	2.120
OpFCF b.t. as % of EBITDA	n.d.	350%	40.5%	124.5%

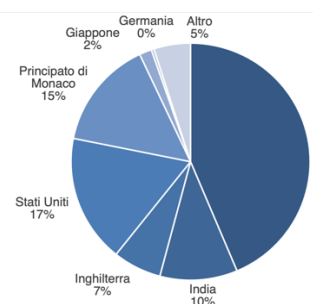
Fonte: Domori SpA, Value Track

Suddivisione fatturato per prodotti



Fonte: Domori SpA

Suddivisione vendite per paese



Fonte: Domori SpA

Credit metrics

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Interest Coverage	4,7	2,1	4,3	6,1	8,5	10,9
Oneri Fin. / Debito	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4
Leva finanziaria	19,0	50,4	9,0	5,3	3,3	1,8
Leva finanziaria netta	15,3	24,1	6,1	4,0	2,4	1,2
Flusso di Cassa netto/ Debito Totale	-54,1%	13,5%	-1,7%	15,7%	23,1%	42,4%
Flusso di Cassa operativo/ Debito Tot	-7,5%	11,3%	7,5%	26,5%	40,4%	71,0%
EBIT/ Oneri fin.	1,4	n.d.	2,4	3,8	6,1	9,2

Fonte: Value Track

Risultati FY20: meglio delle aspettative

I risultati finanziari Domori 2020 evidenziano un calo rispetto al 2019, chiaramente a causa della pandemia Covid-19, ma risultano migliori rispetto alle nostre stime di fine ottobre 2020, grazie ad un'ottima performance in 4Q. Più in dettaglio è possibile notare che:

- ♦ **Il calo del fatturato è stato inferiore a quanto stimato** principalmente grazie all'ottima performance delle vendite Retail nella seconda parte dell'anno e, in misura minore, all'impatto non ricorrente del rimborso danni dai soci uscenti Prestat per danni arrecati durante la gestione;
- ♦ **L'EBITDA è sostanzialmente dimezzato** rispetto al 2019, ma migliore delle attese grazie non soltanto grazie all'effetto ricavi (ricorrenti e straordinari), ma anche al contenimento dei costi commerciali e di distribuzione;
- ♦ **L'Utile Netto, seppur negativo, è risultato essere superiore alle stime** per via degli effetti sopracitati a cui si aggiunge l'impatto benefico relativo alla sospensione degli ammortamenti dei beni immateriali e un credito di imposta di circa €21 mila;
- ♦ **L'Indebitamento Finanziario Netto, pari a €8,1mn, è molto migliore delle attese di €14,4mn**, risentendo positivamente della rinegoziazione del prezzo di acquisto di Prestat e del forte miglioramento del capitale circolante.

Domori: 2020A vs 2019A e vs 2020E

(€' 000)	2019Act.	2020Act.	20A/19A	2020Est.	A vs. E - Δ(%)
Vendite Nette	19.416	18.461	-4,9%	16.530	12%
EBITDA	677	336	-50%	-880	n.s.
Risultato Netto	22	-306	n.s.	-1.293	-76%
Pos. Fin. Netta	-10.338	-8.104	n.s.	-14.350	n.s.
EBITDA Adjusted	657	-357	n.s.	-880	n.s.
Risultato Netto Adjusted	-136	-817	n.s.	-1.293	-37%
Pos. Fin. Netta Adj. (*)	-11.190	-10.342	n.s.	-14.350	n.s.

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track (*) Al netto dei crediti finanziari verso Prestat Ltd.

Per quanto riguarda l'evoluzione del business durante l'anno, l'impatto delle restrizioni legate al Covid-19 sono evidenti. Infatti:

- ♦ Primo semestre 2020, il calo è stato del - 20,9% a/a;
- ♦ Terzo trimestre, fatturato in crescita del 19%, portando il fatturato dei nove mesi a -6% a/a;
- ♦ Quarto trimestre, fatturato in calo del 4%, portando il calo del fatturato sull'anno intero a -5% rispetto al 2019.

Domori: 9M e 4Q implicito in 2019 e 2020

€/000	9M19	9M20	Δ % a/a	Q419	Q420	Δ % a/a
Vendite Nette	11.042	10.410	-5,7%	8.374	8.051	-3,8%
EBITDA	-511	-444	-13,1%	1.188	780	-34,4%
Risultato Netto	-771	-792	2,8%	793	486	-38,8%
Posizione Fin. Netta	n.d.	12.221	n.s.	10.338	8.104	n.s.

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track

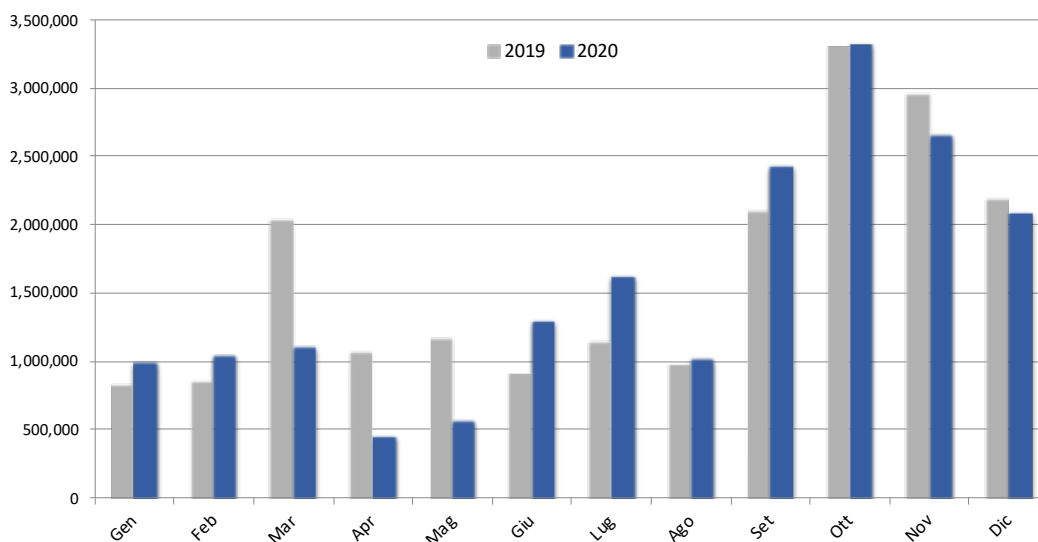
Conto Economico

Calo del Fatturato causa pandemia, cambia il mix dei canali di vendita

Come largamente prevedibile anche Domori è stata impattata dalle restrizioni imposte per emarginare la crisi sanitaria causata dalla diffusione del Covid-19.

Nonostante ciò, la società si è dimostrata resiliente ottenendo ricavi pari a €18,5mn con una diminuzione solamente del 4,85% rispetto all'anno precedente.

Evoluzione fatturato mensile Gruppo Domori 2019-2020 (€ '000)



Fonte: Domori SpA

Nel raggiungere questo risultato è stata fondamentale la proattività dell'azienda nel trasferire il focus delle proprie vendite dal canale HORECA a:

- ◆ **Grande distribuzione**, sia in Italia che all'estero, attraverso la stipula di accordi per la vendita di prodotti sia a marchio proprio che Private Label;
- ◆ Canale **e-commerce**, che ha mostrato una forte accelerazione;
- ◆ Clienti sul segmento **Professional esteri**.

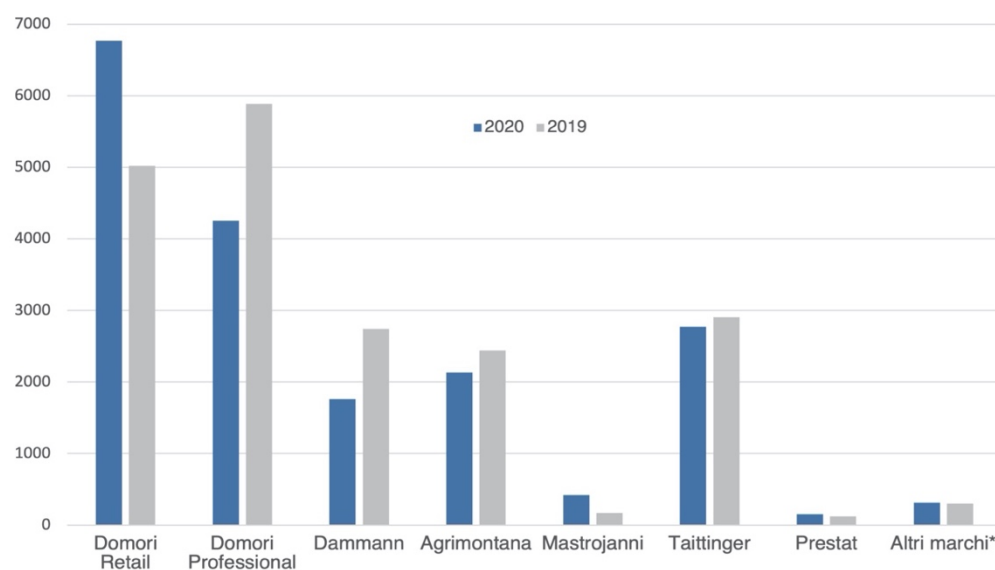
Tra i prodotti che hanno maggiormente influenzato le vendite annotiamo:

- ◆ **Incremento del 37% nella vendita di Tavolette** a €1,9mn rispetto a €1,4mn del 2019;
- ◆ L'introduzione nel portafoglio prodotti propri di **fave di cacao ricoperte (€943 mila)** e **gocce retail (€826 mila)** commercializzati nel mercato statunitense;

Considerando il quadro generale delle vendite non stupisce che vi sia stato un calo dei ricavi legati alla distribuzione di prodotti terzi che hanno risentito in maggior misura delle restrizioni imposte dall'emergenza sanitaria.

Più precisamente, i prodotti maggiormente colpiti risultano Dammann (-36%) e Agrimontana (-12%).

Composizione fatturato Gruppo Domori 2019-2020 (€ '000)



Fonte: Domori SpA

Breakdown geografico del fatturato

La composizione geografica dei ricavi ha subito variazioni nel 2020, con la **crescita del 15% delle vendite in paesi esteri** rispetto al 2019, la quale ha più che compensato il calo dei ricavi da clienti Italiani. In particolare, vale la pena segnalare:

- ◆ Circa €1.2mn di ricavi da un importante cliente indiano;
- ◆ Circa €2mn di ricavi per la vendita di prodotti nella GDO statunitense.

Breakdown vendite prodotti Domori per Paese 2019-2020

(€ '000)	2019	2020
Italia	5.490	4.795
Stati Uniti	292	1.927
Principato di Monaco	2.350	1.565
Inghilterra	1.051	725
India	804	1.159
Giappone	95	162
Germania	146	137
Altro	682	547
Totale	10.911	11.018

Fonte: Domori SpA

Crescita della distribuzione Retail all'estero e del canale e-commerce

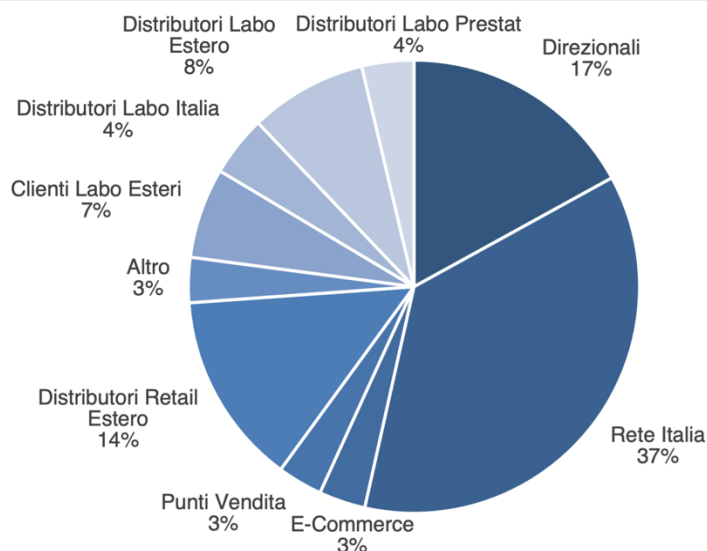
La pandemia ha portato ad una riconfigurazione dei canali di vendita dei prodotti Domori e di terzi, in particolare:

- ◆ Da sottolineare la crescita considerevole del canale “**Distributori Retail Estero**”. I ricavi 2020 sono pari a €2,6mn, in forte aumento rispetto al 2019 (+203%, €1,7mn in valore assoluto). Risultato in grande parte dovuto all'accordo con un nuovo cliente americano;
- ◆ Il canale **e-commerce**, oltre ad aver beneficiato notevolmente del lancio della nuova piattaforma online nel 2H19, è stato positivamente influenzato dalle restrizioni causate dall'emergenza Covid, registrando un fatturato cumulato pari a 618 mila euro, in aumento rispetto al 2019 del 75% (€353 mila);
- ◆ Le **vendite direzionali** sono pari a 3,2mn di euro e sono superiori del 27% rispetto al 2019 (€2,5mn). Ciò è stato possibile grazie allo switch delle vendite tra alcuni clienti storici e alcuni nuovi clienti della GDO;
- ◆ Il canale **Rete Italia** ha risentito del prolungarsi dell'emergenza Covid e delle ulteriori restrizioni iniziate nell'ultima settimana di ottobre, registrando una riduzione del 19% (€6,8mn vs 8,4mn);
- ◆ I **punti vendita fisici** sono stati sicuramente il canale maggiormente impattato con un calo delle vendite del 29%. Come per il canale rete Italia, anche in questo caso le vendite hanno risentito delle restrizioni Covid.

Il segmento Professional, come già ampiamente illustrato, risulta essere quello che ha subito maggiormente le conseguenze negative della crisi sanitaria, con un calo significativo sia dei distributori Labo Italia (-47%) che Labo Prestat (-33%).

Nonostante ciò, il canale Clienti Labo Esteri registra un fatturato cumulato pari a €1,2mn euro rispetto ai €986 mila del 2019, grazie all'accordo con un importante cliente indiano.

Incidenza dei canali di vendita sui ricavi totali 2020



Fonte: Domori SpA

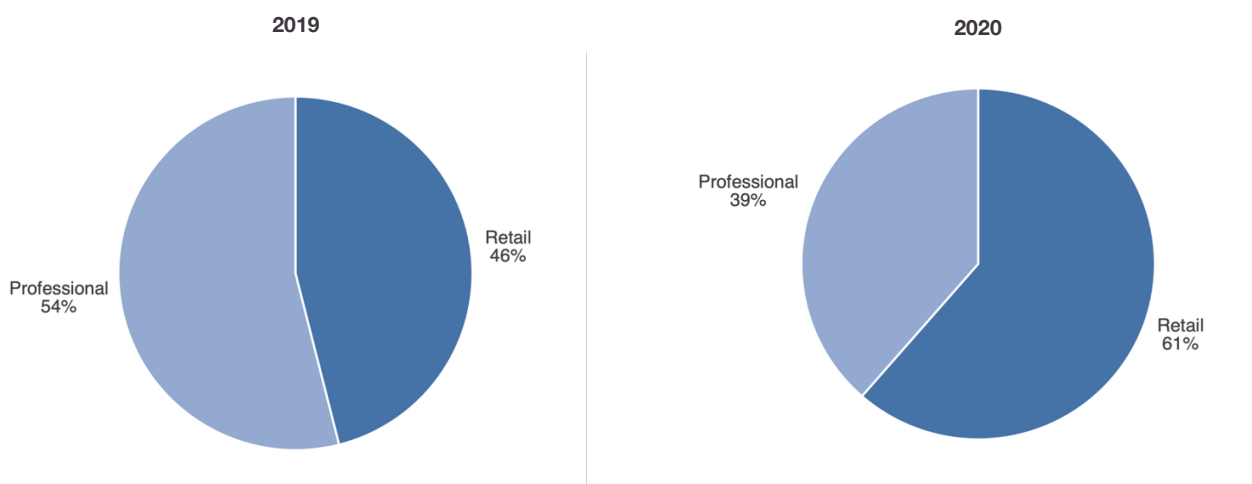
Evoluzione vendite Domori Retail vs Domori Professional

Concentrandosi sui prodotti di proprietà Domori è interessante evidenziare il forte incremento dei ricavi attribuibili al segmento Retail rispetto a quello Professional, in linea con quanto previsto nella ricerca di inizio copertura pubblicata a fine ottobre 2020. Il Retail è infatti arrivato a rappresentare il 61% dei ricavi da prodotti propri, anche a causa della pandemia che ha causato un crollo dell'industria turistica, diminuendo la domanda da parte di alberghi e altri clienti professionali per i marchi terzi distribuiti dal gruppo.

In particolare segnaliamo:

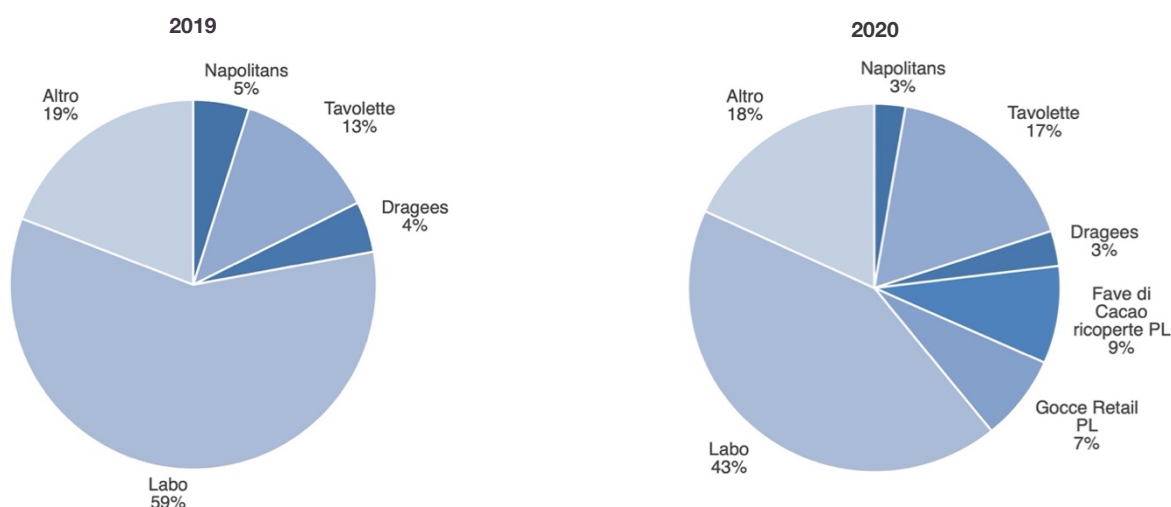
- ◆ Il totale delle vendite Retail è stato di €6,8mn, +35% rispetto al 2019, principalmente riconducibile all'avvio delle collaborazioni con la GDO in Italia e all'estero;
- ◆ Dall'altro lato, per i prodotti destinati a clienti Professional il fatturato è stato di €4,2mn (€5,9mn nel 2019), risentendo principalmente della diminuzione del 47% delle vendite sul mercato italiano da parte del distributore terzo Agrimontana.

Suddivisione vendite Domori tra segmento Retail e Professional 2019 vs 2020



Fonte: Domori SpA

Ricavi da vendite prodotti propri (Domori) per tipologie di prodotto 2019 vs 2020



Fonte: Domori SpA

Redditività operativa e netta

Il calo del fatturato è stato accompagnato da una più che proporzionale flessione della redditività operativa. L'EBITDA "reported" è infatti dimezzato rispetto al 2019 (€336 mila vs 677 mila) e l'EBIT è risultato in calo di circa €370 mila ad un valore negativo di €171 mila.

Il tutto dovuto al fatto che i costi dell'azienda non hanno registrato una flessione in linea con quella dei ricavi per effetto dei costi di struttura. In particolare:

- ◆ Il Costo del venduto e altri costi operativi, tipicamente costi variabili, hanno registrato un calo circa del 4,5% (€14,4mn vs €15mn), riconducibile in parte anche alla riduzione dei costi commerciali e di distribuzione grazie alla minore incidenza del canale di vendita Rete Italia;
- ◆ Il costo del personale è risultato essere in leggero rialzo rispetto all'anno precedente;
- ◆ Gli Ammortamenti ed Accantonamenti hanno subito un leggero aumento in quanto la sospensione fiscale degli ammortamenti dei beni immateriali è stata interamente compensata da €180 mila di accantonamento non ricorrente a fondo svalutazione crediti.

In aggiunta, è rilevante considerare come, escludendo il risultato dell'area extra-caratteristica legato principalmente al rimborso danni causati dagli ex soci della controllata Prestat, l'EBITDA adjusted risulta essere negativo per €357 mila. Al tempo stesso, l'EBIT adjusted è negativo per €863 mila.

Conto Economico da Vendite a EBIT 2019 vs. 2020

(€ '000)	2019	2020	Δ %
Vendite Nette	19.416	18.461	-4.9%
COGS e altri costi operativi	-15.055	-14.385	-4.5%
Costo del personale	-3.683	-3.741	1.6%
EBITDA	677	336	-50%
Ammortamenti e Accantonamenti	-475	-507	6.5%
EBIT	202	-171	-185%

Fonte: Domori SpA

Gli oneri finanziari sono in crescita, determinando di conseguenza un risultato prima delle imposte negativo per circa €328 mila (positivo per €59 mila nel 2019).

Il Risultato Netto beneficia in piccola parte dell'utilizzo di crediti d'imposta pregressi, tuttavia risulta comunque essere nettamente inferiore rispetto all'anno precedente (-€306 mila vs 22 mila).

Il Risultato Netto Adjusted, al netto dei proventi straordinari, registra una perdita di circa €817 mila.

Conto Economico: 2019 vs. 2020

(€ '000)	2019	2020	Δ %
EBIT	202	-171	-185%
Gestione finanziaria	-143	-157	9.4%
Risultato prima delle imposte	59	-328	n.s.
Imposte	-36	21	n.s.
Risultato Netto	22	-306	n.s.
Adjusted Net Profit	-136	-817	n.s.

Fonte: Domori SpA

Stato Patrimoniale e Rendiconto Finanziario

L'Indebitamento Finanziario Netto, pari al 31 dicembre 2020 a €8,1mn, è migliore delle nostre attese di €14,4mn, risentendo positivamente di:

1. Rinegoziazione dei termini dell'acquisizione di Prestat Ltd;
2. Forte miglioramento del capitale circolante.

Rinegoziazione dei termini dell'acquisizione Prestat Ltd

A fine 2020 Domori ha positivamente finalizzato la negoziazione con gli ex soci di Prestat Ltd per ridiscutere il prezzo di acquisto della stessa e per l'ottenimento di indennizzi a compensazione dei danni arrecati dai soci uscenti durante il periodo di gestione dell'azienda intercorso da Marzo 2019 (pagamento prima rata) e giugno 2020 (data delle dimissioni degli ex soci).

A causa delle restrizioni legate al Covid19, la firma formale dell'accordo è avvenuta a febbraio 2021, così come il pagamento del debito residuo rideterminato.

In dettaglio, i termini della rinegoziazione hanno comportato:

- ◆ Riduzione del valore della partecipazione per un valore di €1,4mn conseguente allo sconto prezzo ottenuto in fase di negoziazione, al netto delle spese legali, di circa €100.000 sostenute per tale negoziazione.

Il valore di carico complessivo della partecipata Prestat Ltd al 31 dicembre 2020 è, a seguito del nuovo accordo, pari a €5,7mn.

La riduzione del prezzo di acquisto è stata quindi iscritta a decremento del valore della partecipazione iscritto nelle immobilizzazioni finanziarie con la corrispondente riduzione del debito verso i venditori;

- ◆ L'ottenimento di un rimborso per danni causati dalla cattiva gestione degli ex soci di €570 mila, contabilizzati negli Altri Ricavi 2020 e, in quanto tali, impattanti positivamente EBITDA, EBIT e Risultato Netto 2020;
- ◆ Sostituzione di Domori come debitore nei confronti degli ex soci Prestat Ltd del debito del valore di €632 mila precedentemente in capo alla società Prestat con relativa accensione di un nuovo credito fruttifero di pari valore nei confronti della controllata.

Tale credito è stato iscritto tra le immobilizzazioni finanziarie dello stato patrimoniale, tra i crediti di lungo periodo.

In tutto, i crediti finanziari verso Prestat a fine 2020 ammontano a €2,24mn.

- ◆ Riduzione del valore del debito vs ex soci di Prestat per un valore di €1,5mn al netto del nuovo debito di €632 mila sopra descritto.

Di seguito l'indicazione della Posizione Finanziaria Netta del gruppo Domori inclusiva o meno dei crediti finanziari verso Prestat Ltd.

Domori: Posizione Finanziaria Netta 2019-20 con / senza crediti finanziari vs Prestat Ltd

(€ '000)	2019Act.	2020Act.	20A/19A	2020Est.
PFN con crediti finanziari vs Prestat	-10.338	-8.104	n.s.	-14.350
PFN senza crediti finanziari vs Prestat	-11.190	-10.342	n.s.	-14.350

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track (*) Al netto dei crediti finanziari verso Prestat Ltd.

Flusso di cassa operativo positivo

Il flusso di cassa operativo è risultato essere positivo per ca. €1,8mn nel 2020 e questo si è poi tradotto in una riduzione dell'Indebitamento Finanziario Netto di circa €2,3mn. Hanno contribuito a questa ottima performance sia la riduzione dell'Attivo Fisso Netto successiva alla rinegoziazione Prestat Ltd, sia la riduzione in valore assoluto del Capitale Circolante Netto.

- ◆ **Attivo Fisso Netto.** Durante il 2020 sono stati effettuati investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali per circa €739 mila, più che compensati dall'impatto della riduzione del prezzo di acquisto di Prestat Ltd;
- ◆ **Capitale Circolante Netto.** Diminuito di circa €1,4mn rispetto a fine 2019 nonostante un incremento del magazzino. Questo risultato è stato possibile grazie a:
 - Diminuzione dei crediti commerciali, derivante dal diverso mix di clienti con tempistiche di pagamento differenti.
In particolare, i clienti della grande distribuzione sono caratterizzati da un DSO nettamente inferiore rispetto al canale HORECA (circa 75 giorni vs 140 giorni).
Inoltre, il maggiore focus sulla clientela estera ha contribuito a diminuire ulteriormente il tempo medio di incasso dal momento che Domori non concede loro dilazioni;
 - Aumento dei debiti commerciali verso i fornitori, dovuto ad un'intensificazione degli approvvigionamenti negli ultimi mesi dell'anno passato, al fine di stoccare più prodotti per far fronte alle vendite verso la grande distribuzione previste per i primi mesi del 2021.

Rendiconto Finanziario 2019-2020

(€ '000)	2019	2020
EBITDA	677	336
Imposte societarie	49	-82
Var. magazzino	-497	-636
Var. Crediti commerciali	-2.023	719
Var. Debiti commerciali	290	762
Var. Altri crediti / debiti	339	575
Var. Capitale Circolante Netto	-1.891	1.430
Var. Fondi e TFR	60	150
Flusso di Cassa Operativo	-1.066	1.835
Var. Imm. Materiali e Immateriali	-773	-739
Var. Imm. Finanziarie	-7.484	1.284
Var. Patrimonio Netto	2.496	0
Oneri Finanziari	-143	-96
Flusso di Cassa Netto = Var. Posizione Finanziaria Netta	-6.970	2.284

Fonte: Domori SpA

Indebitamento Finanziario Netto in calo a €8,1mn

Grazie alla positiva generazione di cassa, l'Indebitamento Finanziario Netto di Domori, pari a €10,4mn a Dicembre 2019, è diminuito a €8,1mn a fine 2020.

La variazione della composizione dell'Indebitamento Finanziario Netto è così articolata:

- ◆ Incremento dei crediti finanziari per nuovo prestito verso la controllata Prestat per €632 mila;
- ◆ Riduzione del debito verso ex-soci Prestat per €1,5mn, al netto del nuovo prestito sopracitato;
- ◆ Aumento delle disponibilità liquide di €5mn derivante dall'emissione del Minibond 3,75% 2026. Ricordiamo che il Minibond prevede covenant a partire dall'anno 2021. Il rapporto EBIT su Oneri finanziari dovrà mantenersi al di sopra di 1,6x (1,8x dal 2023) e il rapporto PFN (senza crediti Prestat) / Patrimonio Netto non dovrà eccedere 2,4x (2,2x dal 2023). Il mancato rispetto di entrambi i suddetti parametri finanziari farebbe scattare il rimborso anticipato del debito.

Stato Patrimoniale riclassificato 2019-2020

(€ '000)	2019	2020
Immobilizzazioni immateriali	422	817
Immobilizzazioni materiali	1.683	1.700
Immobilizzazioni finanziarie	7.871	6.453
Attivo Fisso Netto	9.976	8.970
Magazzino	5.148	5.784
Crediti commerciali	7.980	7.258
Debiti commerciali	-5.609	-6.424
Altri Crediti / Debiti non finanziari	-358	-890
Capitale Circolante Netto	7.161	5.730
Fondi per rischi e oneri e TFR	917	1.067
Capitale investito Netto	16.220	13.632
Capitale sociale	803	803
Riserve	5.006	5.009
Utile/(Perdite) dell'esercizio	22	-306
Patrimonio Netto	5.832	5.528
Indebitamento Finanziario Netto	10.388	8.104

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track

Struttura dell'Indebitamento Finanziario Netto 2019-2020

(€ '000)	2019	2020
Disponibilità liquide	-889	-6.590
Fabbisogno finanziario di Breve termine	1.629	9.015
Fabbisogno finanziario di Lungo termine	9.649	5.678
Indebitamento Finanziario Netto	10.388	8.104

Fonte: Domori SpA

Struttura indebitamento complessivo

Analizzando la composizione delle passività di Domori, sia finanziarie che operative, notiamo come i due terzi dei debiti (€15,8mn) risultano essere a breve termine. Quest'ultimi sono costituiti prevalentemente da debiti commerciali verso i fornitori (€5,7mn), ma includono anche debiti verso gli ex-soci della controllata Prestat.

Ricordiamo che, alla data del report, l'azienda ha già provveduto a saldare l'intero ammontare del debito verso gli ex soci Prestat per un controvalore di circa €3,5mn.

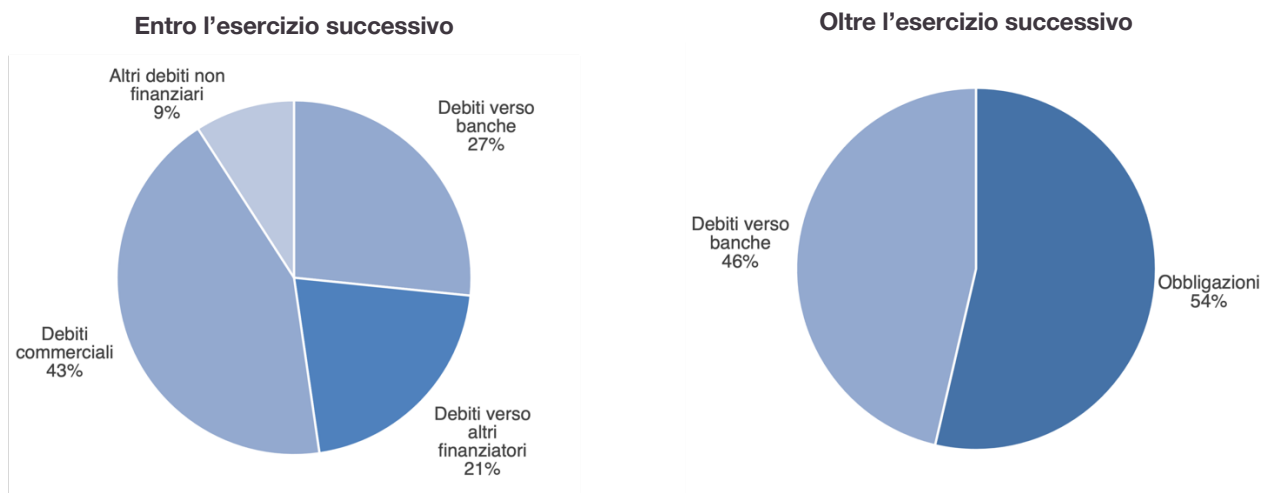
Dall'altro lato, i debiti con scadenza oltre l'esercizio ammontano a circa €9mn e sono suddivisi equamente tra debiti verso banche e il prestito obbligazionario emesso nel 2020.

Suddivisione dei debiti per scadenza

(€)	Quota scadente entro l'esercizio	Quota scadente oltre l'esercizio	Totale
Obbligazioni	0	4.837.469	4.837.469
Debiti verso banche	4.416.398	4.178.194	8.594.592
Debiti verso altri finanziatori (*)	3.499.999	0	3.499.999
Acconti	2.541	0	2.541
Debiti verso fornitori	5.657.058	0	5.657.068
Debiti verso imprese controllate	112.097	0	112.097
Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	655.796	0	655.796
Debiti tributari	159.129	0	159.129
Debiti verso istituti di sicurezza e previdenza sociale	280.515	0	280.515
Altri debiti	1.069.044	0	1.069.044
Totale debiti	15.852.577	9.015.653	24.868.230

Fonte: Domori SpA (*) Debito verso venditori Prestat Ltd, saldato in 1Q21

Struttura dei debiti per scadenza



Fonte: Domori SpA

Per quanto riguarda la ripartizione geografica del debito, si evidenzia come la maggior parte degli obblighi siano concentrati in Italia (€18,4mn vs €6,5mn di debiti verso l'estero).

Per i debiti finanziari, più dei tre quarti risultano essere verso banche e obbligazionisti italiani, mentre i rimanenti €3,5mn sono dovuti a investitori esteri, più in particolare agli ex soci della controllata Prestat.

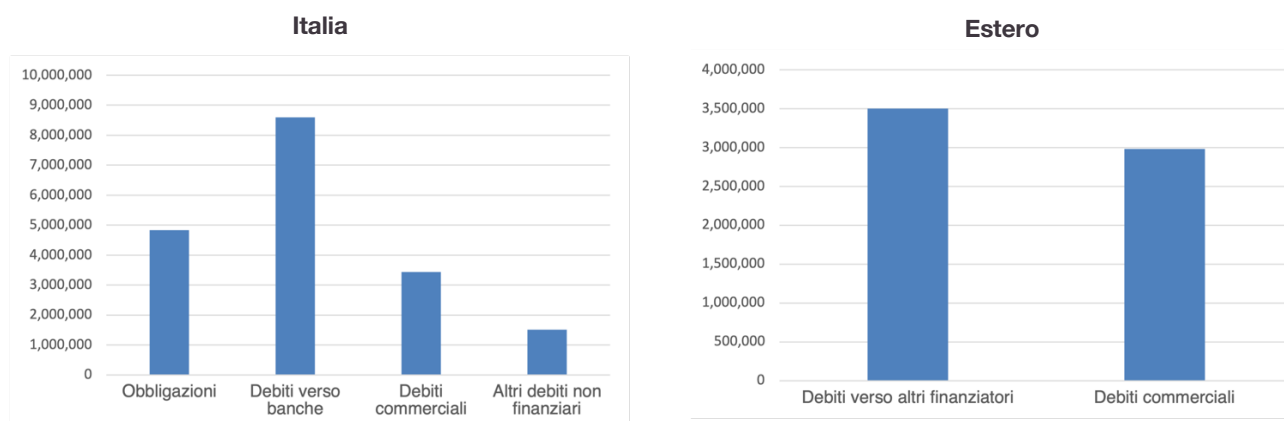
I debiti commerciali, invece, appaiono distribuiti in modo piuttosto omogeneo tra Italia ed estero, totalizzando circa €3mn ciascuno.

Ripartizione dei debiti per area geografica

(€)	Italia	Estero	Totale
Obbligazioni	4.837.469	0	4.837.469
Debiti verso banche	8.594.592	0	8.594.592
Debiti verso altri finanziatori (*)	0	3.499.999	3.499.999
Acconti	2.541	0	2.541
Debiti verso fornitori	3.326.215	2.330.843	5.657.068
Debiti verso imprese controllate	0	112.097	112.097
Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	117.025	538.771	655.796
Debiti tributari	159.129	0	159.129
Debiti verso istituti di sicurezza e previdenza sociale	280.515	0	280.515
Altri debiti	1.069.044	0	1.069.044
Totale debiti	18.386.520	6.481.710	24.868.230

Fonte: Domori SpA (*) Debito verso venditori Prestat Ltd, saldato in 1Q21

Ripartizione dei debiti per area geografica (€)



Fonte: Domori SpA

Strategie e driver di crescita

Nonostante gli stravolgimenti causati dalla pandemia globale nell'eccezionale anno appena trascorso, Domori prevede ancora una crescita costante nei prossimi anni, sfruttando la grande potenzialità del mercato del cioccolato super premium, riorganizzando la struttura logistica e produttiva del gruppo e puntando su una forte espansione nel mercato estero.

Il tutto nel presupposto di un progressivo **ritorno alla normalità** in termini di vendite sul mercato, soprattutto per quanto riguarda il canale HORECA, fortemente impattato dalla pandemia nel corso del 2020.

Tra le priorità di Domori per quanto riguarda il piano di sviluppo della società nei prossimi anni è possibile individuare:

- ◆ **Consolidare le innovazioni di prodotto** introdotte nel corso del 2020, come le tavolette di criollo Domori nel nuovo formato da 50 grammi e le gocce Retail da 1kg;
- ◆ Mantenere e sviluppare ulteriormente i **rapporti con la grande distribuzione** sia in Italia che all'estero;
- ◆ Favorire la crescita di Domori nel **mercato estero** espandendo l'impronta dell'azienda in nuovi paesi e consolidando la presenza negli Stati Uniti e in Giappone;
- ◆ Aumentare la **brand awareness** presso i consumatori finali con campagne pubblicitarie su principali media, e incoraggiare **un'ulteriore crescita dell'e-commerce**;
- ◆ Trasferimento in un **nuovo sito logistico e produttivo**, in modo da eliminare inefficienze ed abbassare i costi operativi;
- ◆ Avviare la **distribuzione dei prodotti Prestat** sul mercato Italiano.;
- ◆ Finalizzare la transizione a società totalmente improntata alla **sostenibilità**.

Consolidamento delle innovazioni di prodotto

Domori ha introdotto diverse novità di prodotto negli ultimi trimestri, prima fra tutte le tavolette criollo nel nuovo formato da 50g. Al tempo stesso sono continuati gli investimenti per aumentare la sostenibilità del packaging ed eliminare completamente il polistirolo dagli ordini dell'e-commerce.

Le tavolette Domori 50g



Fonte: Domori SpA

A causa della pandemia la domanda per i nuovi prodotti introdotti nel 2020 è stata significativamente influenzata dalle restrizioni imposte e pertanto la società vuole consolidare tali prodotti nel corso del 2021.

In particolare, il management si aspetta di analizzare con attenzione la risposta della distribuzione e del consumatore finale nei confronti dei nuovi prodotti, in modo anche da pianificare eventuali interventi di *fine tuning*, laddove necessari.

Sviluppo dei rapporti con la GDO ed espansione all'estero

Nell'ultimo anno Domori ha intensificato i rapporti con il canale della grande distribuzione, sia per quanto riguarda la commercializzazione di prodotti a marchio proprio, sia per prodotti "private label" di alta gamma.

È possibile aspettarsi che anche nei prossimi anni i ricavi verranno sostenuti da collaborazioni con la GDO sia in Italia che all'estero. Più specificatamente ci si aspetta:

- ◆ Prosecuzione della collaborazione con un cliente nel mercato US per la vendita di prodotti a marchio PL, con la possibile generazione di oltre €2mn di fatturato già nel 2021;
- ◆ Intensificazione dei rapporti commerciali siglati con importanti player della grande distribuzione in Italia (tra cui Esselunga e Conad), legati alla vendita di Tavolette sia a marchio proprio che a marchio "private label" (circa 3,5mn stimati);

Al tempo stesso, il raggio d'azione di Domori nel mercato estero è previsto continuare ad espandersi attraverso diverse collaborazioni:

- ◆ Rinnovo del contratto con un importante cliente indiano per la commercializzazione di prodotti appartenenti alla linea Domori Professional (circa €1mn stimati per il 2021);
- ◆ Espansione delle vendite in altri paesi esteri dove il mercato del cioccolato è di ampie dimensioni, come il Giappone.

Brand awareness per crescere nell'e-commerce e nei negozi proprietari

Domori intende aumentare i ricavi generati da canali proprietari, siano essi online che offline.

- ◆ **Online.** Paradossalmente il canale **e-commerce ha beneficiato delle restrizioni** causate dall'emergenza Covid-19 nel corso del 2020, fruttando ricavi pari a 618 mila euro, in aumento del 75% rispetto al 2019.

Domori si aspetta un'ulteriore crescita del fatturato generato dall'e-commerce nei prossimi anni, con l'obiettivo di superare il milione di ricavi già nel 2021.

Nel corso del 2021 Domori investirà, inoltre, nello sviluppo di una piattaforma e-commerce dedicata alle vendite dei prodotti Dammann.

- ◆ **Offline.** La pandemia Covid-19 ha ovviamente rallentato, ma non cancellato, i piani per l'apertura del **flagship store di Domori** a Torino per la vendita di prodotti del segmento Retail a marchio Domori.

Ricordiamo che il flagship store, mescolando design, architettura ed esperienze particolari e uniche, ha l'obiettivo di comunicare il brand e i valori aziendali legati al recupero del cacao criollo e di costituire un test per la reazione del mercato. In caso di successo, Domori prevede di aprirne altri non solo in Italia ma anche all'estero;

Strumentale agli obiettivi di cui sopra è l'aumento della *brand awareness* del marchio Domori. Dopo aver avviato una collaborazione col celebre Talent show "Bake Off Italia" diventando sponsor ufficiale e fornendo materia prima per le preparazioni a base di cioccolato, la società ha deciso di aumentare gli investimenti in marketing e pubblicità con la messa in onda del **primo spot televisivo** di Domori, previsto per il prossimo autunno.

Trasferimento del sito logistico e produttivo

Fino ad oggi Domori è riuscita a gestire la crescita dei volumi prodotti agevolmente, nonostante la limitata capacità produttiva dell'impianto corrente.

Le aspettative di accelerazione della crescita nei prossimi anni stanno ora inducendo la società a prendere in considerazione la possibilità di trasferirsi in un nuovo sito logistico e produttivo così da accorpare la produzione, lo stock di materie prime e dei prodotti finiti al fine di raggiungere la massima efficienza possibile, beneficiando di economie di scala e di una sostanziale diminuzione dei costi trasporto e stoccaggio delle merci.

Il tutto dovrebbe quindi riflettersi in un aumento dei margini operativi, che faciliteranno la capacità di generare cassa negli anni a venire.

Infine, spazi più ampi contribuiranno a migliorare la qualità di lavoro di tutti i colleghi, avviare una politica di welfare aziendale ed avere luoghi più spaziosi dedicati alla vendita e alla formazione.

Ci attendiamo la finalizzazione dell'accordo per il trasferimento nel corso del 2022 per poi iniziare le attività a pieno regime nel 2023.

Sinergie con Prestat e crescita volumi Criollo

La controllata Prestat ha chiuso con una perdita operativa sostanzialmente in linea con l'anno precedente nonostante abbia fatturato circa il 34% in meno per via della pandemia e il conseguente lockdown. Questo risultato evidenzia la maggiore efficienza dell'azienda nell'amministrare i costi e i benefici derivanti dalla gestione del nuovo management instauratosi ad Agosto 2020.

Con l'acquisizione Prestat ha avuto accesso all'esclusiva materia prima utilizzata da Domori e ha potuto quindi integrare nella propria produzione il controllo dell'intera catena del valore, "dalla pianta al truffle".

L'obiettivo di Domori è ora di integrare sempre di più le vendite di Prestat, allargare la gamma e aumentarne la distribuzione fuori dal Regno Unito, migliorando la leva operativa di Prestat e il margine di distribuzione per Domori.

In tale senso, nel corso del 2021 Domori si pone la priorità di iniziare la distribuzione dei prodotti a marchio Prestat in Italia.

Per quanto concerne la produzione di Criollo nel 2021 ci si aspetta una maggiore produzione nelle piantagioni di proprietà per sostenere un maggiore fabbisogno da parte di Domori.

Si stima che il consumo di Criollo si aggirerà attorno alle 40 tonnellate di criollo, il doppio rispetto all'anno precedente, al fine di far fronte agli ingenti ordini previsti.

Il target di medio/lungo termine rimane ancora più ambizioso, ovvero 50/60 tonnellate di Criollo utilizzato all'anno.

Transizione a società totalmente improntata alla sostenibilità

Per mission societaria e perimetro di attività, da sempre Domori ha un approccio di business volto alla sostenibilità e al rispetto di tutti gli stakeholder.

Tale approccio ha subito una accelerazione nel 2020 tanto che in occasione della trasformazione da S.r.l. a S.p.A., Domori ha acquisito lo status di Società Benefit.

Domori, dal 2020 società benefit...

In qualità di Società Benefit Domori intende **perseguire finalità di beneficio comune e operare in modo responsabile, sostenibile e trasparente** nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni e attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse.

Tra gli obiettivi che Domori intende perseguire è possibile annotare:

- ◆ Consolidamento e ampliamento delle **attività a sostegno degli enti territoriali nazionali**. Inoltre, è prevista una collaborazione con il gruppo Abele, associazione attiva in Costa d'Avorio a sostegno delle fasce deboli della popolazione;
- ◆ Sviluppo di una piattaforma per il **Welfare Aziendale** dotata di misure sulla conciliazione famiglia/lavoro, la salute e il benessere e la pensione;
- ◆ Proseguimento del processo di revisione degli imballaggi, **con un focus sull'abbattimento degli sprechi e sulla riduzione dei materiali** (l'obiettivo è una riduzione del 30% sul consumo di tutti i materiali d'imballaggio);
- ◆ **Efficientamento degli impianti** presenti in stabilimento volti a produrre vapore d'acqua per le attività di debatterizzazione e tostatura delle fave. In particolare, la coibentazione delle reti di trasporto del vapore d'acqua risulterà in una diminuzione dei consumi di gas metano;
- ◆ Somministrazione alle aziende fornitrici **di questionari riguardo l'impatto ambientale** che queste possono avere nella catena del valore dei propri prodotti e l'incremento della percentuale di acquisto di cacao BIO sul totale di cacao acquistato;

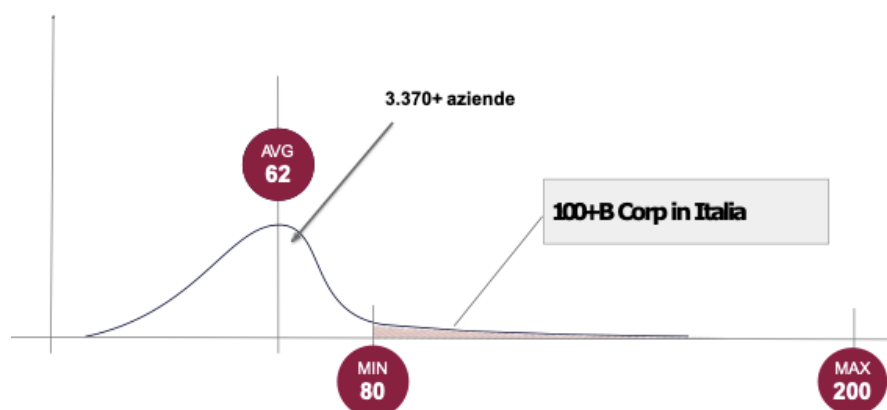
...e prossimamente B-Corp

Nel corso del 2020 Domori ha, inoltre, avviato la procedura per ottenere la certificazione B-Corp, che identifica le imprese che fanno volontariamente misurare da un ente esterno indipendente gli impatti ambientali, sociali ed economici generati dalla gestione.

La certificazione B-Corp viene acquisita quando, dall'applicazione del protocollo di analisi B Impact Assessment, si ottiene un punteggio almeno pari a 80, su una scala da 0 a 200.

Già durante il primo assessment, a cui Domori è stata sottoposta, il risultato è stato superiore alla media delle aziende italiane che si approssimano a questa certificazione. La previsione è che già nei prossimi trimestri Domori possa ulteriormente migliorare il proprio punteggio e quindi ottenere la certificazione.

B impact Assessment - Italia



Fonte: Domori SpA

Revisione delle stime 2021-2026

Alla luce dei risultati 2020 e delle prospettive aggiornate del business, abbiamo rivisto le **stime per il periodo 2021-26** come segue:

- ◆ **Profilo dei ricavi sostanzialmente invariato.** Se il Retail sta dimostrando una capacità di crescita più elevata delle attese, (e gli accordi con la GDO, alcuni già sottoscritti e altri ancora da sottoscrivere, devono ancora esplicitare tutto il proprio potenziale), allo stesso tempo l'imprevedibilità del contesto epidemiologico impone cautela;
- ◆ **Marginalità attesa rivista leggermente al rialzo,** al fine di incorporare l'aspettativa di un migliore mix di ricavi e una più attenta gestione dei costi operativi anche grazie al futuro trasferimento del sito logistico e produttivo dell'azienda;
- ◆ **Accelerazione del percorso di riduzione dell'Indebitamento Finanziario Netto** grazie alla rinegoziazione dell'acquisizione Prestat Ltd e alla dinamica del capitale circolante.

Per quanto riguarda poi più nello specifico i cambiamenti apportati alle **stime 2021-22**:

- ◆ I ricavi sono sostanzialmente invariati, rispettivamente pari a circa €23mn e €25.5mn;
- ◆ L'EBITDA è rivisto al rialzo a €1,36mn nel 2021 e €1,7mn nel 2022;
- ◆ L'Indebitamento Finanziario Netto è rivisto al ribasso di circa €1,3mn e €1,1mn, per i fenomeni già citati.

Domori: confronto tra vecchie e nuove stime 2021E-22E

(€ '000)	2021E			2022E		
	Vecchie	Nuove	Δ (%)	Vecchie	Nuove	Δ (%)
Vendite Nette	23.043	23.043	0%	25.572	25.572	0%
EBITDA	1.126	1.365	21%	1.508	1.703	13%
EBITDA Margin (%)	4,9%	5,9%	100bps	5,9%	6,7%	80bps
EBIT	521	760	46%	871	1.066	22%
Risultato Netto	11	238	n.s.	258	440	71%
Posizione Finanziaria Netta	-10.598	-8.313	n.s.	-9.030	-6.894	n.s.

Fonte: Domori SpA, Analisi Value Track

Di seguito il riassunto delle nuove stime per il periodo 2021E-26E che evidenziano il rimborso completo dei debiti entro il 2026, circa un anno e mezzo in anticipo rispetto alle precedenti stime.

Domori: Principali indicatori economico-finanziari 2021E-2026E

(€ '000)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Vendite Nette	23.043	25.572	28.029	30.349	32.472	34.326
EBITDA	1.365	1.703	2.208	2.710	3.442	3.894
Risultato Netto	238	440	819	1.346	1.973	2.210
Patrimonio Netto	5.766	6.206	7.025	8.371	10.344	12.554
Posizione Finanziaria Netta	-8.313	-6.894	-5.228	-3.137	-840	1.431

Fonte: Domori SpA, Analisi Value Track

Conto Economico

Fatturato stimato in crescita grazie a retail e prodotti proprietari

I **ricavi** di Domori per il periodo 2020A-26E sono attesi crescere ad un **tasso medio annuo di circa il 10,9%, fino a €34mn**, sostanzialmente in linea con la ricerca Value Track di fine ottobre 2020.

È previsto che la suddetta crescita sia prevalentemente guidata dalla vendita di prodotti Retail Domori attraverso la prosecuzione delle collaborazioni con la GDO, ma al tempo stesso ci si aspetta anche una ripresa nelle vendite dei prodotti del segmento Professional.

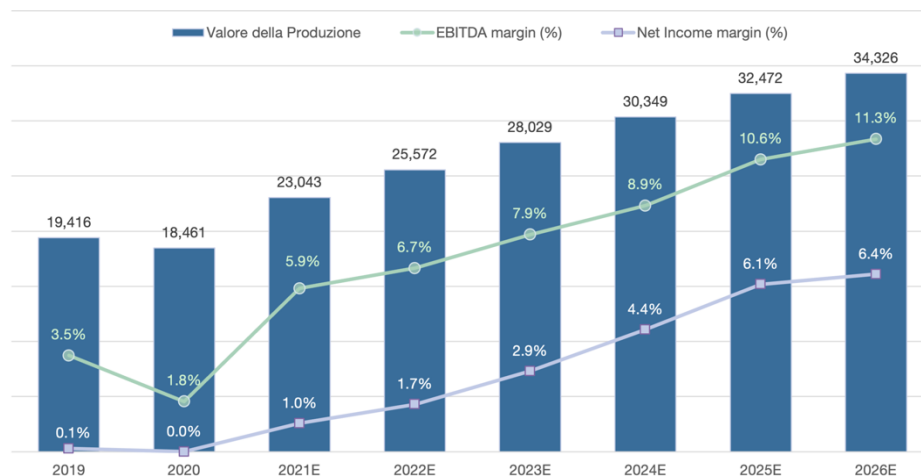
Redditività operativa e netta in miglioramento

Ci attendiamo che la crescita del fatturato possa essere accompagnata da un incremento più che proporzionale dei margini per via di un migliore mix di ricavi, e della attesa riduzione dei costi operativi dell'azienda a partire dal 2023 grazie alle possibili economie di scala legate al nuovo sito logistico e produttivo allo studio.

Più nello specifico:

- ◆ L'**EBITDA** è atteso a circa €3,9mn nel 2026E, (tasso annuo di crescita composto del 50%), con il margine EBITDA che passa dal 5,9% 2021E al 11,3% nel 2026E;
- ◆ L'**EBIT** è stimato crescere in maniera più che proporzionale rispetto all'EBITDA, passando da una perdita di €171 mila nel 2020 a circa €3,5mn nel 2026E (EBIT Margin pari a 6,4%).

Valore della produzione e profittabilità 2020A-26E



Fonte: Domori SpA, Analisi Value Track

Sotto la linea dell'EBIT notiamo:

- ◆ **Oneri finanziari** sono stimati in progressivo calo nel corso degli anni. Considerando l'incremento atteso della profittabilità, si prevede che l'incidenza degli oneri finanziari sul risultato operativo diminuirà significativamente, passando da 42% nel 2021E a 7% nel 2026E;
- ◆ **Utile Netto positivo già a partire dal 2021** (€238 mila) e in crescita progressiva anno dopo anno per via di quanto già segnalato. Nel 2026E ci attendiamo che l'Utile Netto possa avvicinarsi a circa €2,2mn.

Conto Economico 2020-2026E

(€'000)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Valore della Produzione	18.461	23.043	25.572	28.029	30.349	32.472	34.326
VoP variazione %	-5%	25%	11%	10%	8%	7%	6%
Costi della produzione	-14.385	-17.844	-19.934	-21.817	-23.600	-24.956	-26.358
Primo Margine	4.077	5.199	5.639	6.212	6.749	7.516	7.968
Costo del lavoro	-3.741	-3.834	-3.936	-4.004	-4.039	-4.074	-4.074
EBITDA	336	1.365	1.703	2.208	2.710	3.442	3.894
EBITDA margin (%)	1,8%	5,9%	6,7%	7,9%	8,9%	10,6%	11,3%
D&A	-507	-605	-637	-623	-426	-387	-390
EBIT	-171	760	1.066	1.584	2.284	3.055	3.504
EBIT margin (%)	nm	3,3%	4,2%	5,7%	7,5%	9,4%	10,2%
Oneri Finanziari	-157	-320	-278	-259	-248	-223	-251
Risultato prima delle imposte	-328	440	788	1.325	2.035	2.832	3.253
Imposte sul reddito d'esercizio	21	-202	-348	-506	-690	-859	-1.043
Aliquota fiscale (%)	-6,5%	-46,0%	-44,1%	-38,2%	-33,9%	-30,3%	-32,1%
Utile dell'esercizio	-306	238	440	819	1.346	1.973	2.210

Fonte: Domori SpA, stime Value Track

Cash Flow e Stato Patrimoniale

Nel periodo **2021E-26E** ci attendiamo un **EBITDA cumulato pari a circa €15,3mn** che dovrebbe poi tradursi in **flusso di cassa netto cumulato pari a €9,5mn** grazie al quale prevediamo che **l'Indebitamento Finanziario Netto si abbatta completamente entro il 2026**, circa un anno e mezzo in anticipo rispetto alle nostre precedenti stime.

Per quanto riguarda l'evoluzione annuale del *free cash flow*, stimiamo che dopo l'ottima performance del 2020 ci possa essere un ritracciamento nel 2021, ma dal 2023 in poi è atteso rimanere positivo anche negli anni a seguire, passando da €1,7mn del 2023E a €2,3mn nel 2026E.

In particolare, evidenziamo:

- ◆ Investimenti netti molto contenuti, intorno ai €300k annui per l'intero periodo considerato, a cui si potrebbe aggiungere del capex non ricorrente a seconda delle decisioni che verranno prese relativamente al nuovo sito logistico produttivo allo studio;
- ◆ Riguardo al Capitale Circolante Netto, ci attendiamo un costante miglioramento in termini di incidenza sul fatturato (CCN che passa da 31% del 2020 a 14,8% nel 2026E) per effetto del mix clienti progressivamente incentrato su Retail e estero.

Breakdown Capitale Circolante Netto 2020-2026E

(€'000)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Magazzino	5.784	5.204	5.189	5.159	5.215	5.412	5.640
Crediti Commerciali	7.258	8.507	8.903	9.255	9.561	10.050	10.526
Debiti Commerciali	-6.424	-6.411	-7.219	-7.898	-8.539	-9.107	-9.496
Capitale Circolante Commerciale	6.618	7.301	6.872	6.516	6.237	6.356	6.670
Altri crediti	313	254	227	234	170	249	257
Altri debiti	-1.069	-898	-737	-775	-732	-801	-795
Crediti (debiti) netti - Tasse	-132	-202	-348	-506	-690	-859	-1.043
Capitale Circolante Netto	5.730	6.454	6.015	5.469	4.986	4.944	5.089

Fonte: Domori SpA, stime Value Track

Stato Patrimoniale 2020-2026E

(€'000)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Capitale Circolante	5.730	6.454	6.015	5.469	4.986	4.944	5.089
Attivo Fisso Netto	8.970	8.964	8.674	8.530	8.577	8.577	8.621
Fondo rischi e oneri	1.067	1.339	1.589	1.746	2.056	2.337	2.587
Capitale Investito Netto	13.632	14.079	13.101	12.253	11.508	11.184	11.124
Patrimonio Netto del gruppo	5.528	5.766	6.206	7.025	8.371	10.344	12.554
PFN con crediti finanziari vs Prestat	-8.104	-8.313	-6.894	-5.228	-3.137	-840	1.431
PFN senza crediti finanz, vs Prestat	-10,342	-10,463	-8,924	-7,108	-4,837	-2,340	181

Fonte: Domori SpA, stime Value Track

Cash Flow 2020-2026E

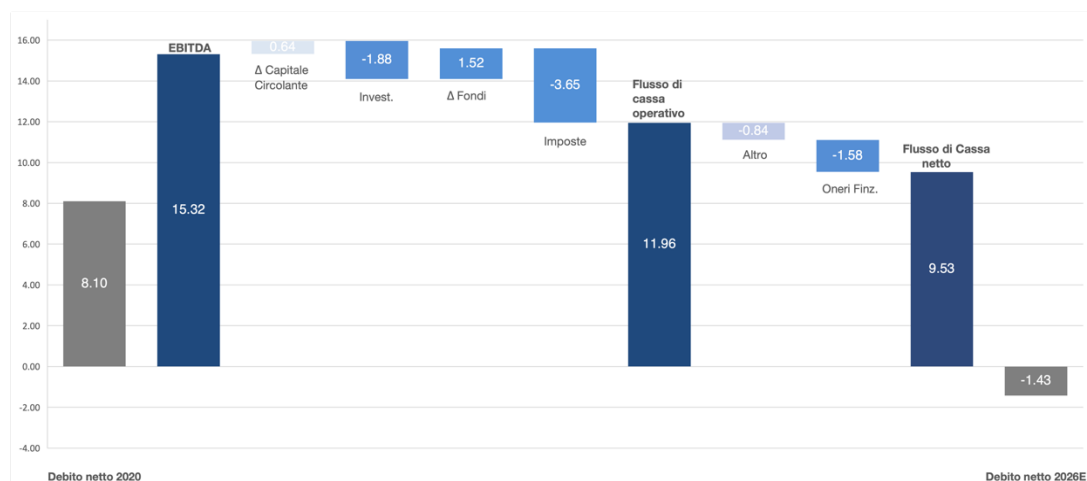
(€'000)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBITDA	336	1.365	1.703	2.208	2.710	3.442	3.894
Var. Capitale Circolante Netto	1.430	-724	439	546	483	43	-146
Investimenti netti (-)	-739	-360	-272	-354	-344	-252	-294
Var. fondi	150	272	250	157	310	281	250
Flusso cassa operativo pre-tax	1.178	553	2.120	2.556	3.159	3.514	3.704
Imposte societarie	-81	-202	-348	-506	-690	-859	-1.043
Flusso di cassa operativo	1.097	350	1.772	2.050	2.469	2.655	2.661
Aumenti di capitale	0	0	0	0	0	0	0
Altri elementi operativi	1.282	-240	-75	-125	-129	-135	-140
Oneri finanziari	-95	-320	-278	-259	-248	-223	-251
Dividendi	0	0	0	0	0	0	0
Flusso di cassa netto	2.284	-209	1.419	1.667	2.091	2.297	2.270

Fonte: Domori SpA, stime Value Track

Sulla base delle nostre stime per il periodo 2020-26E si evidenzia, quindi, un netto miglioramento della posizione debitoria di Domori:

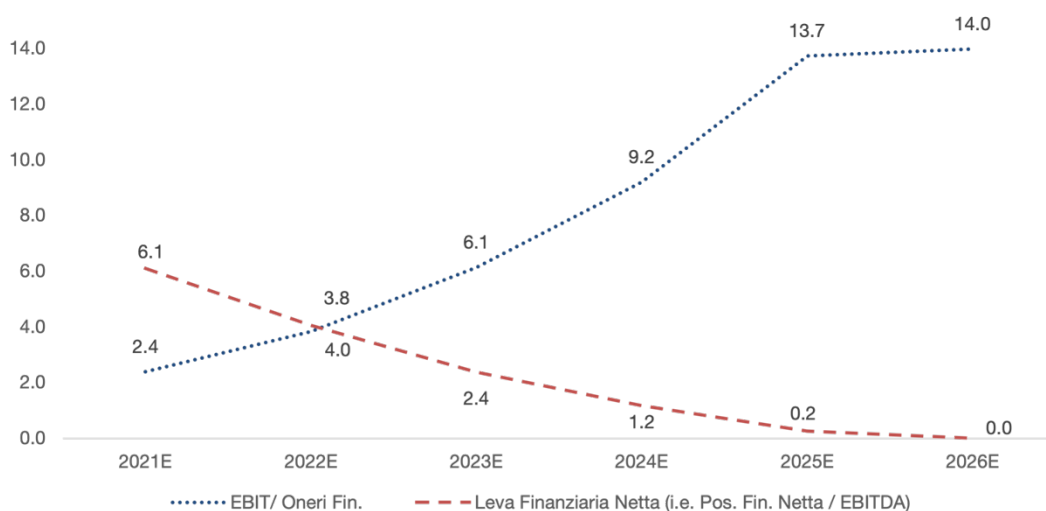
- ◆ Indice di Copertura (EBIT/ Oneri finanziari) in forte crescita, passando da 2,4 nel 2021E a 14,0 nel 2026E;
- ◆ Leva Finanziaria Netta in forte riduzione da 6,1 nel 2021E a zero al 2026E.

Evoluzione dell'Indebitamento Finanziario Netto nel periodo 2020A-2026E



Fonte: Domori SpA, Analisi Value Track

Indicatori finanziari 2021E-26E



Fonte: Domori SpA, Analisi Value Track

Appendice: Business profile Domori

Domori rappresenta **uno dei principali produttori europei 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 solo ed esclusivamente 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 e 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”).

Un solido e sinergico azionista: il Gruppo Illy

“Domori” in veneziano, significa “due mori”, ovvero i due semi di cacao e caffè, a sottolinearne le affinità gastronomiche. Non per niente, Domori è interamente controllata dal gruppo Illy, o più precisamente dalla sub-holding del gruppo chiamata Il Polo del Gusto, che raggruppa le società del gruppo Illy al di fuori del business del caffè.

A valle, Domori detiene tre partecipazioni direttamente consolidate dalla sub holding Il Polo del Gusto e non da Domori, che tuttavia le gestisce e con le quali, Prestat in particolare, ha elaborato un piano di integrazione e valorizzazione delle possibili sinergie. 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.

Partecipogramma del gruppo Domori



Fonte: Domori SpA

Domori: 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, 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.

Domori suddivide dunque il suo portafoglio prodotti in due macroaree:

- ◆ Prodotti proprietari;
- ◆ 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**.

Inoltre, il portafoglio Retail ha visto un forte incremento della produzione di **fave di cacao ricoperte** e **gocce di cioccolato** nel corso del 2020.

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

Prodotti Domori: linea Retail...

Napolitains



Tavolette



Dragees



Fonte: Domori SpA

...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 esterni al mondo Illy.

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.

Tra le aziende terze, esterne al Polo del Gusto e al Gruppo Illy in generale, distinguiamo:

- ◆ **Taittinger:** maison produttrice di champagne;
- ◆ **Canonica a Cerreto:** azienda produttrice secolare di vino e olio d'oliva;
- ◆ **Vermouth Bottega:** azienda produttrice di vini e liquori;
- ◆ **Birrificio San Gimignano:** specializzata nella produzione di birre artigianali e biologiche;
- ◆ **Elisir Gambrinus:** azienda produttrice dell'unico liquore al mondo ottenuto dall'invecchiamento del vino e custode delle antiche tradizioni delle "Terre del Piave".

I prodotti distribuiti



Fonte: Domori SpA

Il mercato di riferimento

La produzione globale di cacao è di circa 5 milioni di tonnellate annue (circa 18 miliardi di dollari di controvalore) di cui però solo una frazione pari allo 0,001% è rappresentato dal Criollo, il cacao più pregiato che esista e che costituisce una delle materie prime utilizzate da Domori.

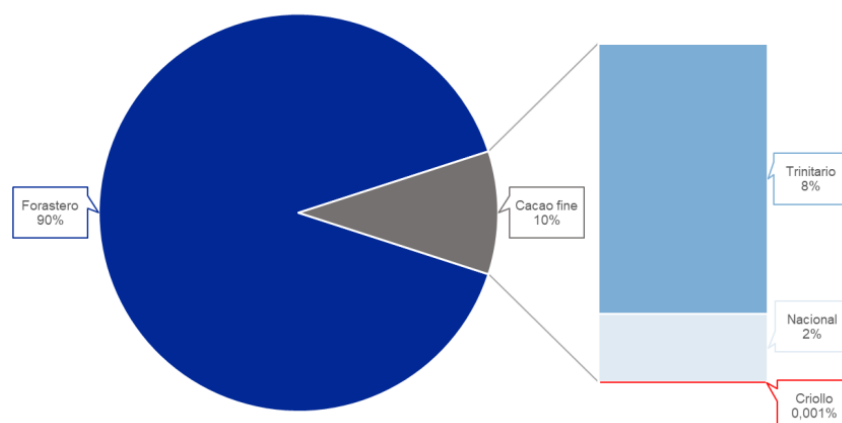
La produzione mondiale di cacao è pressoché interamente dominata dalle coltivazioni di **Forastero**, la tipologia più diffusa per via dell'alta produttività e resistenza delle coltivazioni, che tuttavia implica un trade off in termini di minore qualità del seme.

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.

Principali tipologie di cacao prodotte nel mondo



Fonte: Domori SpA

Cioccolato premium è segmento a maggiore crescita

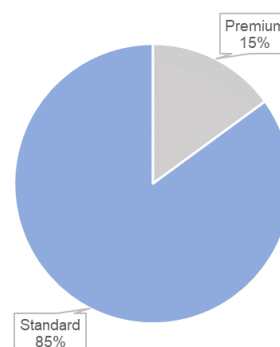
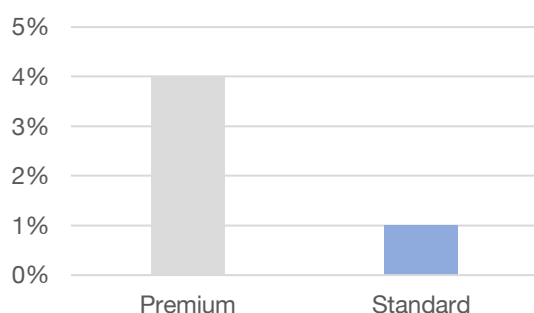
Così come il cacao stesso, anche il cioccolato rivela qualità differenti, a seconda del livello di purezza della materia prima utilizzata e del processo di lavorazione.

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**.

È interessante notare come il cioccolato premium valga solo il 15% del totale (stime per il 2019), ma sia stimato crescere a tassi molto superiori rispetto al cioccolato standard, ad indicare un generale spostamento dell'interesse verso varietà di cioccolato di qualità superiore.

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.

Cioccolato premium vs. standard: tassi di crescita e market split 2019 (volumi)



Fonte: Nielsen, UBS

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.