

## DOMORI

Sector: Food &amp; Beverage



## Analyst

Marco Greco

Tel: +39 02 80886654

marco.greco@value-track.com

Skype: marco.m.greco

# In anticipo sugli obiettivi di sviluppo del business

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.

## 2021 in forte crescita, gli investimenti pesano sul debito

Il Valore della Produzione Operativa 2021 evidenzia una crescita del 39% rispetto al 2020, quest'ultimo chiaramente viziato dal Covid-19, e risulta migliore rispetto alle nostre stime contenute nel report di Aprile 2021 grazie all'ottima performance sia delle vendite Retail che Professional. Anche l'EBITDA 2021 a €2mn (€336k nel 2020) è molto migliore delle nostre attese, ma se estrapoliamo l'impatto della gestione extra-caratteristica, l'EBITDA Riclassificato è leggermente inferiore alle previsioni. Lo stesso discorso vale per l'EBIT. Infine, l'Indebitamento Finanziario Netto a €12,9mn è decisamente più elevato rispetto alle nostre attese risentendo dell'acquisto del ramo d'azienda Streglio. Al netto di tale acquisto il dato sarebbe stato sostanzialmente in linea con le attese.

## Strategie 2022-23: Nuovo polo logistico produttivo

Nel prossimo futuro ci attendiamo che Domori, forte dei risultati conseguiti nel 2021, dia un ulteriore *boost* al proprio piano di sviluppo. Oltre alla prosecuzione delle strategie che già da un paio di anni orientano le mosse della società (rinnovamento della gamma prodotti, aumento della brand awareness, crescita nei canali di vendita on-line e on-land, miglioramento delle sinergie infragruppo, spinta alla sostenibilità), è infatti da segnalare la decisione di creare un nuovo sito logistico e produttivo centralizzato a None (TO). L'investimento complessivo è di ca. €10mn in due anni.

## Indebitamento Finanziario 2022E-26 rivisto al rialzo

Abbiamo rivisto le stime per il periodo 2022-26 come segue:

- ◆ Valore Produzione Operativa rivista in aumento, a circa €28mn nel 2022E e €29,7mn nel 2023E;
- ◆ EBITDA Riclassificato rivisto al ribasso a €1,58mn nel 2022E per effetto di maggiori oneri legati al caro energia e trasporto merci, e al rialzo a €2,6mn nel 2023E grazie alla centralizzazione della logistica;
- ◆ Indebitamento Finanziario Netto rivisto in senso fortemente peggiorativo, a circa €15,8mn nel 2022E e a €18,3mn nel 2023E a causa del già citato piano di investimenti da circa €10mn nel biennio 2022E-23E. Ciò rappresenta un elemento di forte attenzione per due motivi: (i) rispetto dei covenants legati al Minibond, (ii) necessità di reperimento di ulteriori linee di credito.

KEY FINANCIALS (€'000)	2020A	2021A	2022E
VALORE PRODUZ. OPER.	19.096	26.481	28.373
EBITDA RICLASSIFICATO (*)	-365	1.208	1.578
EBIT RICLASSIFICATO (*)	-872	541	772
RISULTATO NETTO	-306	940	1.560
CAP. INV. NETTO	15.869	19.560	24.168
PATRIMONIO NETTO	5.528	6.607	8.167
INDEBITAM. FIN. NETTO	-10.341	-12.953	-16.001
INDEBITAM. FIN. TOTALE	-16.932	-15.504	nm

Fonte: Domori (2020A, 2021A), Value Track (Stime 2022E)

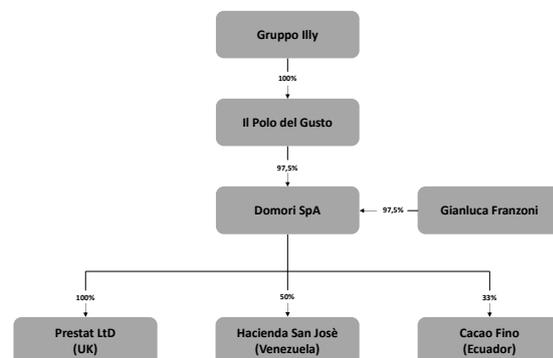
(\*) Si veda pag. 2 per definizione EBITDA (o EBIT) Riclassificato

KEY RATIOS	2020A	2021A	2022E
GROSS MARGIN (%)	17,7%	20,8%	22,1%
EBITDA MARGIN RICL. (%)	nm	4,6%	5,6%
EBIT MARGIN RICL. (%)	nm	2,0%	2,7%
ADJ. PROFIT MARGIN (%)	nm	3,5%	3,1%
ROE (%)	nm	14,2%	19,1%
PAYOUT (%)	0,0%	0,0%	0,0%
PFN / PN (x)	1,87	1,96	1,96
PFN / CAP. INV. NETTO (x)	0,65	0,66	0,66

Fonte: Domori (2020A, 2021A), Value Track (Stime 2022E)

(\*) Si veda pag. 2 per definizione EBITDA (o EBIT) Riclassificato

## 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	2020A	2021A	2022E	2022E
<b>Valore Produzione Operativa</b>	<b>19.096</b>	<b>26.481</b>	<b>28.373</b>	<b>25.572</b>
Chg. % YoY	nm	39%	7%	0.1
<b>EBITDA</b>	<b>336</b>	<b>2.025</b>	<b>2.073</b>	<b>1.703</b>
EBITDA Margin	1,76%	7,64%	7,3%	
<b>EBITDA Riclassificato</b>	<b>-365</b>	<b>1.208</b>	<b>1.578</b>	
EBITDA Margin Riclassificato	nm	4,6%	5,6%	6,7%
<b>EBIT</b>	<b>-171</b>	<b>1.357</b>	<b>1.267</b>	<b>1.066</b>
EBIT Margin	nm	5,1%	4,5%	4,2%
<b>EBIT Riclassificato.</b>	<b>-872</b>	<b>541</b>	<b>772</b>	
EBIT Margin Riclassificato	nm	2%	2,7%	
<b>Risultato Netto</b>	<b>-306</b>	<b>940</b>	<b>1.560</b>	<b>440</b>
Chg. % YoY	nm	nm	66%	85%
<b>Risultato Netto “Adjusted”</b>	<b>-954</b>	<b>173</b>	<b>1.064</b>	<b>440</b>
Chg. % YoY	nm	nm	515%	85%
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>-10.342</b>	<b>-12.953</b>	<b>-15.802</b>	<b>-6.894</b>
Pos. Fin. Netta / EBITDA (x)	31	6,4	7,6	4,0

Fonte: Domori SpA, Value Track

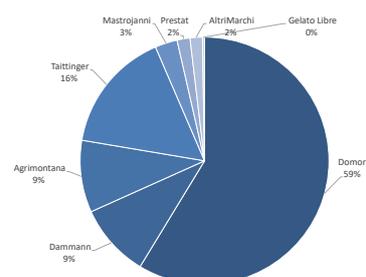
### Credit metrics (\*)

	2021A	2022E	2023E	2024E	2024E	2025E	2026E
EBITDA / Oneri Fin.	4.1	4.1	6.0	8.3	10.2	13.9	4.1
PFN / EBITDA	6.4	7.7	7.1	4.8	3.4	2.1	6.4
EBIT/ Oneri Fin.	4.6	3.3	3.9	5.4	6.9	10.2	4.6

Fonte: Value Track

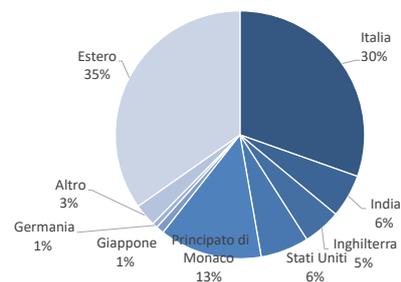
(\*) EBITDA (o EBIT) Riclassificato include i valori della sola gestione caratteristica, ottenuti dal Conto Economico riclassificato a Valore Aggiunto e per area funzionale. EBITDA (o EBIT) “non Riclassificato” (o semplicemente EBITDA, EBIT), indica i valori complessivi, inclusivi della gestione extra-caratteristica.

### Suddivisione fatturato 2021 per prodotti



Fonte: Domori SpA

### Suddivisione geografica fatturato 2021



Fonte: Domori SpA

## Risultati 2021: meglio delle aspettative

I risultati di Conto Economico 2021 di Domori evidenziano una decisa crescita rispetto al 2020, quest'ultimo chiaramente viziato dell'impatto che aveva avuto la pandemia Covid-19, e migliori rispetto alle nostre stime contenute nel report di Aprile 2021, se non consideriamo l'impatto della gestione extra-caratteristica.

A questo proposito, faremo riferimento nel proseguo del report a valori di EBITDA, EBIT "riclassificati", quando consideriamo i valori della sola gestione caratteristica, ottenuti dal Conto Economico riclassificato a Valore Aggiunto e per area funzionale, mentre faremo riferimento a valori di EBITDA, EBIT "non riclassificati" (o semplicemente EBITDA, EBIT), quando consideriamo i valori complessivi, inclusivi della gestione extra-caratteristica. A livello di Risultato Netto si farà anche riferimento al Risultato Netto Adjusted, al netto degli elementi non ricorrenti.

Ciò premesso, per quanto riguarda i risultati dell'anno fiscale 2021 è possibile notare che:

- ◆ **Il Valore della Produzione Operativa** è risultato superiore a quanto stimato grazie all'ottima performance sia delle vendite Retail che Professional;
- ◆ **L'EBITDA non riclassificato** ha raggiunto €2mn (€336k nel 2020), dato molto migliore delle nostre attese. Al tempo stesso, se estrapoliamo l'impatto della gestione extra-caratteristica otteniamo un dato di €1,2mn leggermente inferiore alle nostre previsioni. Lo stesso discorso è valido per i valori di EBIT non riclassificato e EBIT riclassificato;
- ◆ **L'Utile Netto** è risultato essere superiore alle nostre attese, beneficiando di un carico fiscale inferiore delle previsioni;
- ◆ **L'Indebitamento Finanziario Netto**, pari a €12,9mn, è decisamente più elevato rispetto alle nostre attese iniziali pari a €10,4mn, risentendo dell'acquisto del ramo d'azienda Streglio. Al netto di tale acquisto, che ha comportato una uscita di cassa €2mn, il dato sarebbe stato sostanzialmente in linea con le attese.

### Domori: 2021A vs 2020A e vs 2021E

(€' 000)	2020Act.	2021Act.	21A/20A	2021Est.	A vs. E - Δ(%)
Valore Produzione Operativa	19.096	26.481	38,7%	23.043	14,9%
<b>EBITDA</b>	<b>336</b>	<b>2.025</b>	<b>502,7%</b>	<b>1.365</b>	<b>48,4%</b>
<b>EBITDA Riclassificato</b>	<b>-365</b>	<b>1.208</b>	<b>n.s.</b>	<b>1.394</b>	<b>-13,3%</b>
EBIT	-171	1.357	n.s.	760	78,6%
EBIT Riclassificato	-872	541	n.s.	789	-31,4%
Risultato Netto	-306	940	n.s.	238	295,0%
<b>Risultato Netto Adjusted</b>	<b>-954</b>	<b>173</b>	<b>n.s.</b>	<b>238</b>	<b>43,7%</b>
<b>Pos. Fin. Netta</b>	<b>-10.342</b>	<b>-12.953</b>	<b>25,2%</b>	<b>-10.463</b>	<b>23,8%</b>

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track

## Conto Economico 2021

### Valore Produzione Operativa in crescita di ca. il 40% sul 2020

In un 2021 caratterizzato da una ripresa economica a singhiozzo, causa recrudescenze legate alla pandemia da Covid-19, Domori ha fatto registrare un'importante crescita delle vendite.

La Società ha riportato alla chiusura dell'esercizio Valore della Produzione Operativa pari a €26,5mn, in crescita del 39% vs. 2020 e del 33% vs. 2019.

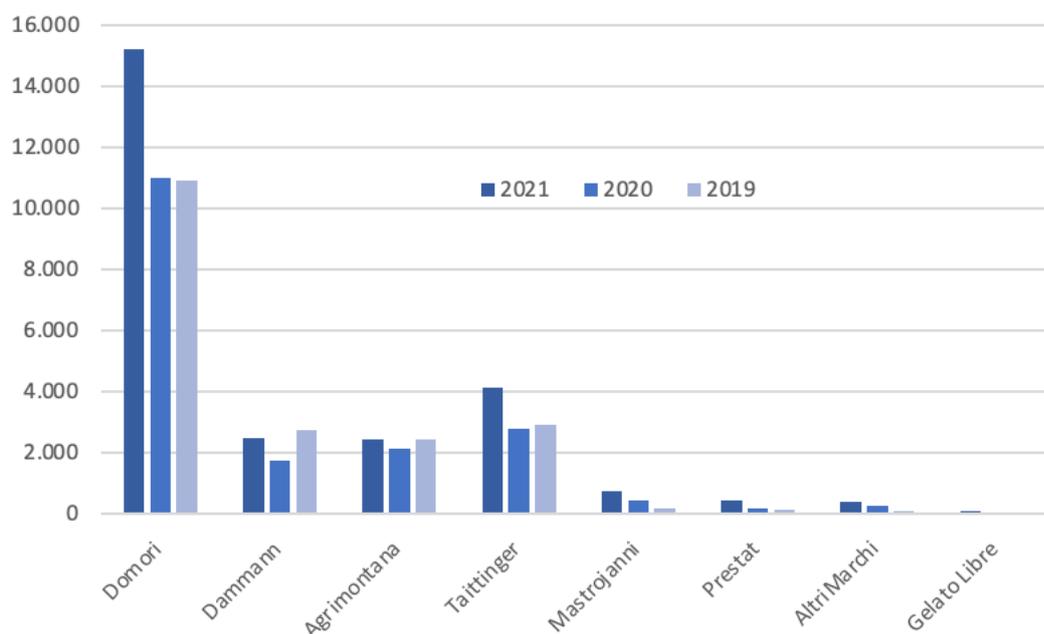
L'ottima performance è ascrivibile tanto ai prodotti a marchio Domori quanto ad alcuni prodotti commercializzati. In dettaglio si segnala che:

- ◆ Le vendite dei prodotti Domori sono state pari a €15mn con una crescita del 39% rispetto al 2020 e del 40% rispetto al 2019;
- ◆ Tra le linee di prodotti commercializzati delle *sister companies* del Polo del Gusto, Mastrojanni si distingue con un +79% (vs. 2020) e +353% (vs. 2019); così come Prestat (+138% rispetto al 2020 e +260% rispetto al 2019).

Per contro, le vendite dei prodotti Dammann chiudono l'anno con -9% rispetto al 2019, nonostante il +42% rispetto al 2020. In quest'ultimo caso pesano ancora molto le restrizioni imposte dall'emergenza sanitaria;

- ◆ Le vendite dello champagne Taittinger (il cui contratto di distribuzione è in scadenza nel 2022, le negoziazioni per il rinnovo sono in corso) sono state pari a €4,1mn (+49% rispetto al 2020 e +42% rispetto al 2019).

### Composizione fatturato Gruppo Domori 2019-2020-2021(€'000)



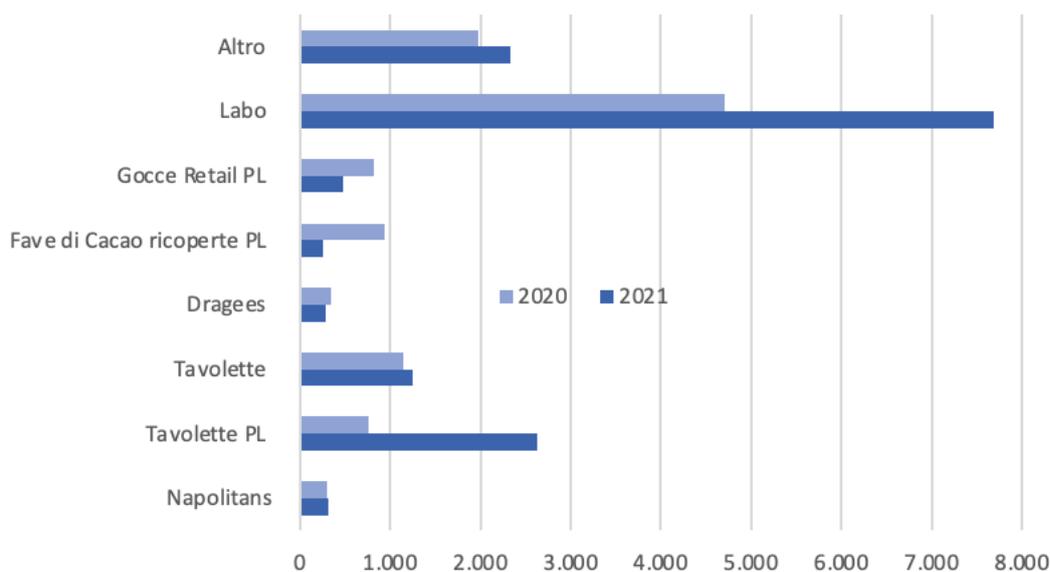
Fonte: Domori SpA

### Evoluzione vendite dei prodotti a marchio Domori

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

- ◆ la crescita del 247% delle vendite delle Tavolette PL (Private Label) grazie al consolidamento dei rapporti avviati nel 2020 con la GDO;
- ◆ l'aumento dei prodotti professionali (LABO) che raggiungono i €7,7mn con un incremento del 63% rispetto al 2020;
- ◆ Il calo dei prodotti PL fave di cacao ricoperte e gocce retail, rispettivamente: -73% e -42% rispetto al 2020 che era stato impattato positivamente da un ordine one-off di "impianto" proveniente da un cliente USA.

#### Ricavi da vendite prodotti propri (Domori) per tipologie di prodotto 2020 vs 2021



Fonte: Domori SpA

### Evoluzione vendite Domori Retail vs Domori Professional

È interessante evidenziare come, dopo un 2020 in cui la Società ha proattivamente trasferito il focus delle proprie vendite dal canale HORECA alla GDO, nel 2021 si sia ristabilito un equilibrio tra i due canali di vendita, coerentemente con una seppur lenta ma progressiva ripresa delle riaperture.

Di conseguenza il mix di ricavi dei prodotti Domori per il 2021 appare ben bilanciato tra i prodotti del segmento Retail e i prodotti del segmento Professional. In particolare, segnaliamo:

- ◆ Il totale delle vendite Retail è stato di €8,3mn, +24% rispetto al 2020 (€6,7mn). Questo dato, per quanto positivo, è condizionato negativamente dalla diminuzione sopra menzionata delle vendite sul mercato americano delle fave cacao ricoperte e delle gocce di cioccolato.
- ◆ I prodotti destinati a clienti Professional hanno raggiunto un fatturato di €6,9mn, in crescita di oltre il 60% rispetto agli €4,2mn del 2020, confermando un importante rimbalzo del canale HORECA.

## Suddivisione vendite Domori tra segmento Retail e Professional 2020 vs 2021



Fonte: Domori SpA

## Breakdown geografico del fatturato del gruppo

In termini geografici, la crescita del fatturato dei prodotti Domori in Italia nel 2021 (+48% YoY) è stata accompagnata da un altrettanto soddisfacente crescita delle vendite dei prodotti all'estero che fanno registrare +31% rispetto al 2020. In controtendenza però, segnaliamo un marcato rallentamento delle vendite sul mercato americano (-24% YoY) attribuibile al minor volume di acquisti dei prodotti PL fave di cacao e gocce di cui sopra si è fatta menzione.

Gli ottimi accordi commerciali con il grossista nel Principato di Monaco giustificano la crescita significativa delle vendite: +99% YoY.

Alla luce dell'attuale contesto geopolitico poi è bene evidenziare come l'esposizione dei ricavi verso i paesi coinvolti nel conflitto (Russia e Ucraina) sia assolutamente marginale, ca. 0,05% dei ricavi complessivi.

## Breakdown vendite prodotti Domori per Paese 2020-2021

(€'000)	2020	2021
Italia	4.791	7.111
India	1.159	1.314
Inghilterra	705	1.151
Stati Uniti	1.927	1.466
Principato di Monaco	1.565	3.111
Giappone	155	239
Germania	136	161
Altro	548	683
<b>Totale vendite</b>	<b>10.986</b>	<b>15.237</b>

Fonte: Domori SpA

### Redditività operativa e netta

L'aumento della top line è stato accompagnato da una più che proporzionale crescita della redditività operativa: l'EBITDA Riclassificato 2021 è, infatti, pari a €1,2mn, (vs. un valore negativo nel 2020) di cui circa il 73% generato dai prodotti Domori.

In particolare, tale risultato estremamente positivo è riconducibile alla efficiente gestione dei costi indiretti, rimasti sostanzialmente *flat* rispetto al 2020, mentre i costi diretti sono cresciuti proporzionalmente alla crescita dei volumi di vendita.

Al contrario sono cresciuti più che proporzionalmente gli investimenti in marketing.

#### Conto Economico da Vendite a EBIT 2020 vs. 2021

(€ '000)	2020	2021	Δ %
<b>Valore della Produzione Operativa</b>	<b>19.096</b>	<b>26.481</b>	<b>+39%</b>
COGS e altri costi operativi	-15.721	-20.967	+33%
Costo del personale	-3.741	-4.306	+15%
<b>EBITDA Riclassificato</b>	<b>-365</b>	<b>1.208</b>	<b>n.s.</b>
Ammortamenti e Accantonamenti	-507	-667	+32%
<b>EBIT Riclassificato</b>	<b>-872</b>	<b>541</b>	<b>n.s.</b>

Fonte: Domori SpA

Sotto l'EBIT Riclassificato segnaliamo:

- ◆ La gestione finanziaria per un controvalore pari a €292 nel 2021 con oneri finanziari che passano da €135k nel 2020 a €360k nel 2021, di cui il 60% (€215k) maturati sul mini-bond;
- ◆ Gestione extra-caratteristica positiva con *extraordinary items* quali: (i) plusvalenze da alienazione cespiti derivanti dall'acquisto del ramo d'azienda Streglio e (ii) contributi a fondo perduto erogati da Simest per contrastare l'emergenza sanitaria.

Grazie alla positiva evoluzione sia della gestione caratteristica che di quella extra-caratteristica, il Risultato Netto 2021 torna in territorio positivo, per circa €940k.

#### Conto Economico: 2020 vs. 2021

(€ '000)	2020	2021	Δ %
<b>EBIT Riclassificato</b>	<b>-872</b>	<b>541</b>	<b>n.s.</b>
Gestione finanziaria	-95	-292	207%
Gestione extra-caratteristica	639	767	20%
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>-328</b>	<b>1.016</b>	<b>n.s.</b>
Imposte	21	-76	n.s.
<b>Risultato Netto</b>	<b>-306</b>	<b>940</b>	<b>n.s.</b>
<b>Risultato Netto Adjusted</b>	<b>-954</b>	<b>173</b>	<b>n.s.</b>

Fonte: Domori SpA

## Stato Patrimoniale e Rendiconto Finanziario

Il 2021 è stato un anno importante per Domori anche dal punto di vista degli investimenti, e del conseguente impatto sull'Indebitamento Finanziario Netto che è salito a €10,8mn, dagli €8,1mn di fine 2020 (a €12,9mn da €10,3mn se non consideriamo i crediti finanziari vs. Prestat).

Molteplici sono stati gli impieghi di capitale:

- ◆ Tra le altre immobilizzazioni immateriali Domori ha rilevato in corso d'anno il marchio e il know-how di Gelato Libre da Gianluca Franzoni per un contro valore pari a €140k;
- ◆ Per quanto riguarda invece gli investimenti in immobilizzazioni materiali la società ha rilevato il ramo d'azienda Streglio per un controvalore complessivo pari a ca. €2mn;
- ◆ Il capitale circolante commerciale si incrementa rispetto al precedente esercizio principalmente per l'aumento dei crediti commerciali e del magazzino;

Dal lato delle fonti di finanziamento si segnala che:

- ◆ L'assemblea degli azionisti ha deliberato di aumentare, a pagamento, il capitale sociale da €803k a €823k mediante emissione di n. 20.590 azioni di valore nominale €1 cad. da riservare in sottoscrizione a Gianluca Franzoni, con sovrapprezzo pari a €119k;
- ◆ La società ha acceso un fido a scadenza del valore di €2mn e durata di 12 mesi (tasso di interesse 0,8%). Il fido, finalizzato esclusivamente all'acquisto del ramo di azienda Streglio, prevede possibili rimborsi parziali ed è assistito da Lettera di Patronage non vincolante della capogruppo Polo del Gusto e da Side Letter della Gruppo Illy.

### Stato Patrimoniale riclassificato 2020-2021

(€ '000)	2020	2021
Immobilizzazioni immateriali	817	988
Immobilizzazioni materiali	1.701	3.595
Immobilizzazioni finanziarie	6.456	6.645
<b>Attivo Fisso Netto</b>	<b>8.974</b>	<b>11.228</b>
Magazzino	5.784	6.323
Crediti commerciali	6.976	8.628
Debiti commerciali	-5.660	-5.433
Altri Crediti / Debiti non finanziari	-1.374	-2.085
<b>Capitale Circolante Netto</b>	<b>5.727</b>	<b>7.432</b>
Fondi per rischi e oneri e TFR	1.069	1.217
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>13.632</b>	<b>17.443</b>
Capitale sociale	803	823
Riserve	5.032	4.844
Utile/(Perdite) dell'esercizio	-306	940
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>5.528</b>	<b>6.607</b>
<b>Indebitamento Finanziario Netto (con crediti fin. Prestat)</b>	<b>8.104</b>	<b>10.836</b>
<b>Indebitamento Finanziario Netto (senza crediti fin. Prestat)</b>	<b>10.342</b>	<b>12.953</b>

Fonte: Domori Spa, Analisi Value Track

## Flusso di cassa

Domori ha chiuso il FY21 con un flusso di cassa netto negativo. A pesare su questo risultato sono stati da un lato la gestione negativa del Capitale Circolante Netto che ha assorbito liquidità, e dall'altro lato la componente di investimenti in immobilizzazioni materiali.

- ◆ **Capitale Circolante.** L'incremento del capitale circolante rispetto al precedente esercizio è dovuto essenzialmente a:
  - Aumento dei crediti commerciali, coerente con le maggiori vendite effettuate;
  - Aumento del magazzino, riconducibile a maggiori giacenze di materie prime e di prodotti finiti;
  - Il tutto non controbilanciato dall'evoluzione dei debiti verso fornitori.
- ◆ **Attivo fisso Netto.** Come già richiamato nel paragrafo precedente hanno assorbito cassa:
  - L'acquisto del marchio Gelato Libre;
  - L'acquisizione del ramo di azienda Streglio. Questa operazione ha visto un investimento pari a €1,7mn per il terreno ed il fabbricato; €90k, al netto dei disinvestimenti, per impianti e macchinari; €165k per oneri accessori e infine €50k per i costi di due diligence.

### Rendiconto Finanziario 2020-2021

(€ '000)	2020	2021
<b>EBITDA</b>	<b>336</b>	<b>2.025</b>
Gestione extra-caratteristica / Altre componenti non ordinarie	701	817
<b>EBITDA Riclassificato</b>	<b>-365</b>	<b>1.208</b>
<b>Imposte societarie</b>	<b>-82</b>	<b>-76</b>
Var. magazzino	-636	-539
Var. Crediti commerciali	719	-1.651
Var. Debiti commerciali	762	-226
Var. Altri crediti / debiti	575	711
<b>Var. Capitale Circolante Netto</b>	<b>973</b>	<b>-1.704</b>
Var. Fondi e TFR	150	148
<b>Flusso di Cassa Operativo</b>	<b>1.123</b>	<b>-424</b>
Var. Imm. Materiali e Immateriali	-801	-2.707
Var. Imm. Finanziarie	1.284	-139
Var. Patrimonio Netto	0	139
Gestione Finanziaria	-96	-292
Gestione extra-caratteristica / Altre componenti non ordinarie	701	817
<b>Flusso di Cassa Netto = Var. Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>2.211</b>	<b>-2.706</b>

Fonte: Domori SpA, Analisi ValueTrack

### Struttura dell'Indebitamento Finanziario Netto

La variazione della composizione dell'Indebitamento Finanziario Netto, passato da €8,1mn di fine 2020 a €10,8mn del 2021, è così articolata:

- ◆ Diminuzione delle disponibilità liquide da €6,6mn di fine 2020 a €2,6mn di fine 2021;
- ◆ Aumento del debito verso banche pari a €2mn, a causa della sopra citata accensione del fido del valore di €2mn e durata di 12 mesi (tasso di interesse 0,8%) finalizzato esclusivamente all'acquisto del ramo di azienda Streglio.

#### Struttura dell'Indebitamento Finanziario Netto 2020-2021

(€ '000)	2020	2021
Disponibilità liquide	-6.590	-2.551
Fabbisogno finanziario di Breve termine	5.678	5.450
Fabbisogno finanziario di Lungo termine	9.015	7.937
<b>Indebitamento Finanziario Netto</b>	<b>8.104</b>	<b>10.836</b>

Fonte: Domori SpA

Di seguito l'indicazione della Posizione Finanziaria Netta del gruppo Domori inclusiva o meno di €2,1mn di crediti finanziari verso la partecipata Prestat Ltd. Si fa presente che durante il 2021 la società Prestat Ltd ha ripagato una quota relativa al suo debito verso Domori per un controvalore pari a €120k. Sulla base delle informazioni fornite dal management team di Domori, esiste un piano di ammortamento per il rientro del debito che prevede entro il 2026 il saldo dello stesso.

#### Domori: Posizione Finanziaria Netta 2020-21 con / senza crediti finanziari vs Prestat Ltd

(€ '000)	2020Act.	2021Act.	21A/20A	2021Est.
PFN con crediti finanziari vs Prestat	-8.104	-10.836	n.s.	-8.313
PFN senza crediti finanziari vs Prestat	-10.342	-12.953	n.s.	-10.463

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

### Covenants Minibond 3,75% 2026

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

Per quanto riguarda i risultati finanziari 2021, il Minibond prevedeva covenants per il rapporto EBIT su Oneri finanziari che doveva mantenersi al di sopra di 1,6x e per il rapporto PFN (senza crediti Prestat) / Patrimonio Netto che non doveva eccedere 2,4x.

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

I covenants sono stati entrambi rispettati. Infatti, il rapporto EBIT su Oneri finanziari si è situato a 1,85x e il rapporto PFN (senza crediti Prestat) / Patrimonio Netto è stato pari a 1,96x.

### Struttura indebitamento complessivo

Analizzando la composizione delle passività di Domori, sia finanziarie che operative, notiamo come i due terzi dei debiti (€16,1mn) risultano essere a breve termine.

Tra le passività a breve evidenziamo i debiti verso le banche (€7,6mn), aumentati a causa dell'acquisizione del ramo d'azienda Streglio, e i debiti commerciali verso i fornitori (€5,4mn).

Le passività con scadenza oltre l'esercizio invece ammontano a circa €7,9mn e sono suddivise tra debiti verso le banche e il prestito obbligazionario emesso nel 2020.

Ricordiamo, infine, che la società ha provveduto nel corso del 2021 a saldare l'intero ammontare del debito verso gli ex soci Prestat per un controvalore di circa €3mn.

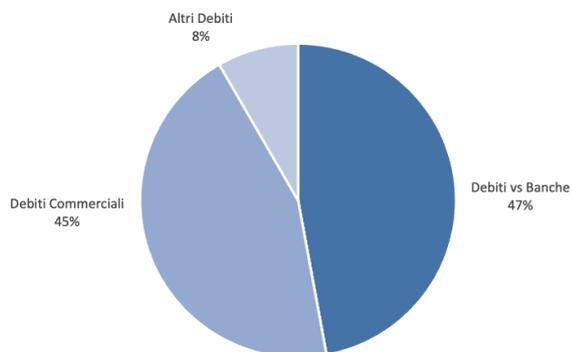
#### Suddivisione dei debiti per scadenza

(€)	Quota scadente entro l'esercizio	Quota scadente oltre l'esercizio	Totale
Obbligazioni	0	4.864.626	4.864.626
Debiti verso banche	7.567.677	2.592.375	10.160.052
Debiti verso altri finanziatori (*)	0	480.000	480.000
Acconti	41.235	0	41.235
Debiti verso fornitori	5.391.956	0	5.391.956
Debiti verso imprese controllate	80.838	0	80.838
Debiti verso controllanti	28.805	0	28.805
Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	994.971	0	994.971
Debiti tributari	373.445	0	373.445
Debiti verso istituti di sicurezza e previdenza sociale	230.821	0	230.821
Altri debiti	1.350.620	0	1.069.044
<b>Totale debiti</b>	<b>16.060.368</b>	<b>7.937.001</b>	<b>23.997.369</b>

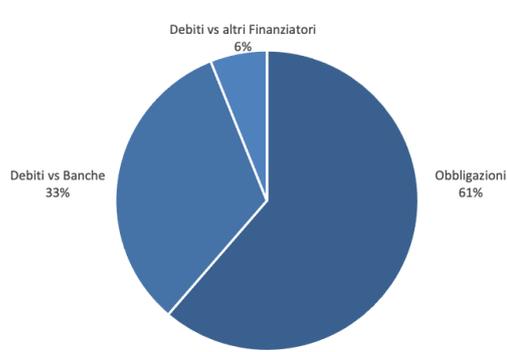
Fonte: Domori SpA (\*) Debito verso venditori Prestat Ltd, saldato in 1Q21

#### Struttura dei debiti per scadenza

##### Entro l'esercizio successivo



##### Oltre l'esercizio successivo



Fonte: Domori SpA

Per quanto riguarda la ripartizione geografica del debito, si evidenzia come la maggior parte degli obblighi siano concentrati in Italia (€22mn vs €1,9mn di debiti verso l'estero).

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

I debiti commerciali, invece, presentano una piccola componente domestica pari a circa il 21%.

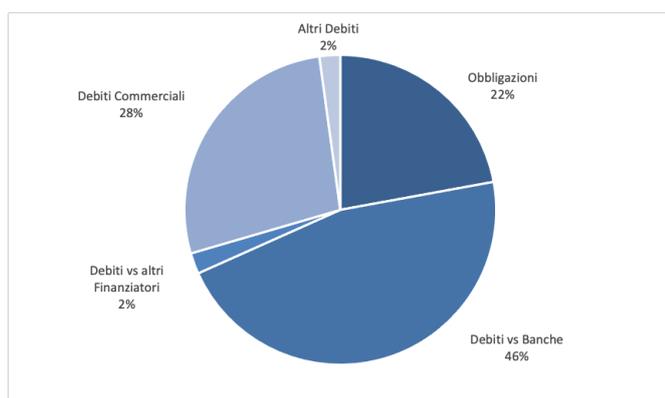
### Ripartizione dei debiti per area geografica

(€)	Italia	Estero	Totale
Obbligazioni	4.864.626	0	4.864.626
Debiti verso banche	10.160.052	0	10.160.052
Debiti verso altri finanziatori (*)	480.000	0	480.000
Acconti	41.235	0	41.235
Debiti verso fornitori	4.261.221	1.130.735	5.391.956
Debiti verso imprese controllate	0	80.838	80.838
Debiti verso imprese controllanti	28.805	0	28.805
Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	213.930	781.041	994.971
Debiti tributari	373.445	0	373.445
Debiti verso istituti di sicurezza e previdenza sociale	230.821	0	230.821
Altri debiti	1.350.620	0	1.350.620
<b>Totale debiti</b>	<b>22.004.755</b>	<b>1.992.614</b>	<b>23.997.369</b>

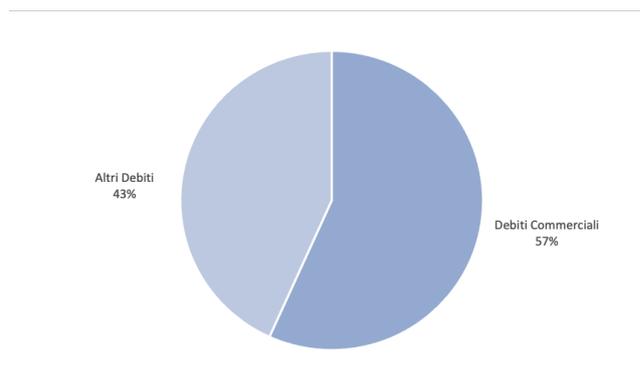
Fonte: Domori SpA (\*) Debito verso venditori Prestat Ltd, saldato in 1Q21

### Ripartizione dei debiti per area geografica (€)

Italia



Estero



Fonte: Domori SpA

## Strategie e driver di crescita

Nonostante sullo scenario economico globale pesi un clima di incertezza, ci attendiamo che Domori prosegua il suo percorso di crescita nei prossimi anni e, forte dei risultati conseguiti nel corso del 2021, dia un ulteriore *boost* agli investimenti in marketing e produzione/logistica.

Tra le priorità di Domori, per quanto riguarda il piano di sviluppo della società nei prossimi anni, elenchiamo le seguenti:

- ◆ **Creazione di un nuovo sito logistico e produttivo centralizzato**, chiamato Cittadella del Cioccolato, con un investimento complessivo pari a ca. €10mn;
- ◆ **Rinnovamento continuo della gamma prodotti** seguendo le nuove tendenze globali, mantenendo comunque sempre come riferimento le soluzioni *eco-friendly* nel *packaging*;
- ◆ Aumento della **brand awareness** presso i consumatori finali e **Crescita nei canali di vendita on-line e on-land**, con l'apertura nel 2022 di un nuovo *store* di 300 m<sup>2</sup> a Torino;
- ◆ Miglioramento delle **sinergie infragruppo** soprattutto con la controllata Prestat con l'obiettivo di aumentare la conoscenza del marchio in Italia;
- ◆ Ulteriore spinta alla **sostenibilità**.

### Il nuovo sito logistico-produttivo centralizzato: La Cittadella del Cioccolato

Sulla scia dei ricavi di vendita in accelerazione, ad ottobre 2021 Domori ha rilevato per circa €2,0mn l'ex stabilimento di produzione di cioccolato Streglio sito in None (TO). L'area complessiva di pertinenza conta una superficie da 36.000 m<sup>2</sup> ed è edificabile per due terzi; ciò dà quindi la possibilità di un notevole *upgrade* in futuro.

L'obiettivo è di utilizzare quest'area per trasferire l'attuale polo industriale di Domori e realizzare una *Smart Factory* in cui le esigenze produttive e logistiche coesisteranno con criteri di sostenibilità ambientale e attenzione al benessere dei lavoratori, generando importanti risparmi di costo.

In particolar modo, si prevedono due fasi:

#### Prima fase

In questa fase verranno realizzati i nuovi magazzini centralizzati per le materie prime e i prodotti finiti, riorganizzati gli spazi per tutta l'attività logistica, implementati nuovi uffici e servizi quali IT e Direzione, e una nuova funzione R&D che agirà in sinergia con le altre funzioni aziendali e con attori esterni.

Il tutto pensato per essere operativo già alla fine del 2022, utilizzando circa 7.000m<sup>2</sup> (1.000 dedicati allo stoccaggio delle materie prime, 4.000 dedicati all'area logistica e 2.000 m<sup>2</sup> a destinazione uffici e servizi).

#### Seconda fase

In questa fase verrà attrezzata un'area di 5.000m<sup>2</sup> dedicata alla produzione, con nuove linee di produzione ad alta automazione, in modo da aumentare la capacità produttiva mantenendo però sempre uno standard di lavorazione semi-artigianale.

Contestualmente, Domori installerà pannelli fotovoltaici a cui saranno associati degli impianti di trasformazione dell'energia elettrica da media a bassa tensione con l'obiettivo di ridurre sensibilmente le dispersioni energetiche e le emissioni ambientali di rumore e prodotti inquinanti.

Il trasferimento di tutta la produzione dovrebbe avvenire nei primi mesi del 2024.

L'investimento complessivo è di ca. €10mn da effettuare in due anni, e porterà alla costituzione di una vera e propria "Cittadella del Cioccolato", che Domori vorrebbe utilizzare anche come polo "ricettivo" per aumentare la sua visibilità.

## Il rinnovamento della gamma prodotto nel 25esimo anniversario di Domori

Nel 2022 ricorre il 25esimo anno dalla fondazione di Domori. Per celebrare questa ricorrenza, Domori propone la **Heritage Collection**, un cofanetto in legno contenente cacao pregiati quali Chuao, Guasare, Porcelana.

Inoltre, proprio in occasione dei primi 25 anni di attività, la società effettuerà un aggiornamento della gamma prodotti, introducendo:

- ◆ **La linea di tavolette 75gr**, al latte o fondente con peperoncino;
- ◆ **La linea infusi**, gruè di cacao o gruè di cacao e spezie;
- ◆ **La linea cofanetti**, dalla più classica *Single Origins Collection* – i migliori cacao scelti da Domori negli anni – alla *Criollo Experience* che propone diverse gradazioni di cioccolato fondente accompagnate da Domorum, la bevanda creata da Domori mettendo in infusione le fave di Cacao Criollo con acquavite invecchiata 5 anni.

Infine, tra le novità più importanti introdotte da Domori nella sua gamma di prodotti c'è il gelato. Durante il 2021 infatti la società ha rilevato dal fondatore Gianluca Franzoni, il marchio **Gelato Libre**. Si tratta di un gelato “espresso” a base esclusivamente di acqua. L'idea è quella di offrire al pubblico un gelato salutare e adatto alle esigenze di tutti, anche per chi ha intolleranze. Il prodotto sarà offerto nelle store di Torino e a Milano in corso Magenta. L'obiettivo è rendere il prodotto scalabile, data la shelf life di 12 mesi e l'assenza di problemi di temperatura controllata.

## Brand awareness per crescere nell'e-commerce e nei negozi propriari

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

- ◆ **Online.** Gli investimenti in e-commerce realizzati da Domori nel corso del 2021 hanno costituito un catalizzatore importante per le vendite online. I ricavi su questo canale sono quasi triplicati in 3 anni passando da €256k del 2018 a €741k del 2021 (CAGR 43%) e in prospettiva si prevede che i volumi possano costituire ca. il 5% delle vendite totali (vs. 2,85% del 2021)
- ◆ **Offline.** Come anticipato nell'esercizio precedente, a maggio sarà ufficiale l'apertura del **flagship store di Domori** a Torino per la vendita di prodotti del segmento Retail a marchio proprio. Le stime di ricavo sono pari a ca. €0,5mn nei 12-18 mesi successivi all'apertura dello store.

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.

Dopo il discreto successo riscontrato sul canale nazionale La7 che ha trasmesso il primo spot televisivo di Domori, rendendo noto il marchio al pubblico su larga scala, la società intende continuare a investire in questa forma di comunicazione con la finalità di dare un *boost* alla brand awareness del gruppo.

## Miglioramento delle sinergie intragruppo: Prestat e volumi prodotti di Criollo

### Prestat

La controllata Prestat ha chiuso il 2021 con un EBITDA negativo di ca. 200k. Il lockdown dei primi 4 mesi dell'anno in UK ha pesato enormemente sui risultati della società che resta ancora la scelta della regina Elisabetta per il cioccolato di Buckingham Palace.

La prospettiva sul 2022 è più che positiva in quanto si dovrebbe raggiungere il BEP a livello di Net profit. A dicembre 2021 Micaela Illy è stata nominata Managing Director della società.

Ricordiamo come l'operazione Prestat sia stata strategica per entrambe le società. A Prestat ha dato accesso all'esclusiva materia prima utilizzata da Domori, consentendole di coprire l'intera filiera "dal cacao ai truffles" e a Domori ha permesso di allargare la gamma di prodotti migliorando il margine di distribuzione.

### Produzione di Criollo

Per quanto concerne la produzione di Criollo, il 2021 è stato un anno record sia in termini di raccolta della materia prima che di vendita di prodotti finiti. La produzione nelle piantagioni di proprietà è passata dalle 20 tonnellate del 2020 alle 60/70 tonnellate del 2021. Perfettamente in linea con i target di medio/lungo periodo fissati l'anno precedente (cfr. report Value Track 2021). Inoltre, anche la crescita delle vendite del prodotto "grezzo" ha impressionato nel 2021. Il fatturato registrato è stato pari a ca. €1,3mn nel 2021 vs. €0,4mn del 2020 e vs. €0,35mn del 2019. I paesi all'estero in cui il prodotto è maggiormente apprezzato sono il Giappone e gli Stati Uniti.

### 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 degli stakeholder lungo tutta la filiera del cioccolato.

Nell'ultimo anno, coerente con questo nuovo obiettivo consolidato, Domori ha lavorato in Colombia con Asoprofan, una cooperativa di coltivatori di caffè e cacao della regione della Montana Santandereana, dove l'UNODC - l'Agenzia delle Nazioni Unite per il controllo della droga e la prevenzione del crimine - ha ricevuto dal governo colombiano la gestione di terreni per aiutare i contadini ad abbandonare la coltivazione della coca, attraverso l'innesto di piante di cacao Criollo e Trinitario venezuelani. **Domori ha fornito supporto tecnico e formativo, valorizzando poi il cacao grazie all'immissione sul mercato nel settore del cioccolato pregiato.** In questo modo è stato possibile garantire ai coltivatori un prezzo tale da convincerli ad abbandonare la coca in favore della coltura del cacao.

Si segnalano inoltre le seguenti iniziative:

- ◆ A Maggio 2021 Domori ha siglato un accordo di cooperazione con Gruppo Abele per la creazione di un piano di **attività di formazione e promozione dei progetti in Costa D'Avorio.**
- ◆ Dal 2021 Domori è coinvolta nel **progetto "Cacao Sostenibile"** promosso da Esselunga e Altromercato che prevede l'utilizzo di solo cacao proveniente da filiera certificata per i prodotti a marchio. Con questo progetto ci si è posti il duplice obiettivo di: (i) acquistare cacao sostenibile da cooperative di cacao in diversi paesi per garantire ai coltivatori un trattamento economico e sociale equo e (ii) finanziare, in parallelo, progetti di sostentamento basati sulle reali necessità delle comunità locali.

Per concludere, ricordiamo che dal 2020 Domori ha acquisito lo status di Società Benefit e in quanto tale intende continuare a **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.

Permangono comunque alcuni obiettivi che la società intende continuare a perseguire:

- ◆ 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;

### Domori Welfare, un mondo di attenzioni

Tra gli obiettivi prefissati a fine 2020 e conseguiti durante il 2021, segnaliamo la sottoscrizione del **primo contratto di welfare aziendale**, secondo il modello del contratto collettivo nazionale di categoria.

Il piano welfare prevede una serie di misure atte a rendere la vita in azienda per i lavoratori e per le rispettive famiglie migliore. Esso si basa fundamentalmente su due pilastri:

**Misure di flessibilità sul lavoro** pensate per favorire la conciliazione con la vita privata. In questa categoria rientrano:

- ◆ Estensione congedo matrimoniale; viene prevista la possibilità di riconoscimento di matrimoni stipulati in stati esteri o comunque non riconosciuti dalla normativa italiana anche tra persone dello stesso sesso;
- ◆ Permessi baby week; è prevista la concessione di 3 giornate di permesso retribuito per la settimana di inserimento del figlio presso istituti pubblici o privati per la prima annualità scuola materna o primaria;
- ◆ Banca ora solidale; tutti i dipendenti potranno cedere ore alla banca ore solidale; l'azienda, alla cessione volontaria del lavoratore riconoscerà un numero di ore equivalenti sino al raggiungimento del numero massimo di ore annue accantonate di 100;
- ◆ Staffetta generazionale; a fronte dell'inserimento di un/a giovane under 36, viene prevista la possibilità di concedere ad un/a lavoratore/lavoratrice vicino al traguardo pensionistico la trasformazione del contratto in part time, garantendo al contempo un versamento alla previdenza complementare dei contributi;
- ◆ Prestazione di welfare aziendale; è riconosciuto ai lavoratori il 2% della retribuzione al raggiungimento del budget annuale.

**Servizi proposti da soggetti pubblici e privati** come integrazione finanziaria del reddito da lavoro. La società offrirà (i) rimborsi senza limiti fiscali per le spese di istruzione, trasporto e cura della famiglia; (ii) servizi di cassa sanitaria e previdenza integrativa e (iii) voucher e rimborsi diretti rispettivamente per beni e servizi, per cultura e tempo libero.

In conclusione, verrà costituito un comitato etico unitario con un lavoratore/lavoratrice eletto per ogni categoria contrattuale a cui si aggiungerà l'amministratore delegato.

### L'application al B-Corp

Dopo i primi risultati incoraggianti ottenuti agli assessment del 2020, nel corso del 2022 Domori dovrebbe avviare definitivamente la procedura per ottenere la certificazione B-Corp.

La certificazione B-Corp identifica le imprese che fanno volontariamente misurare da un ente esterno indipendente gli impatti ambientali, sociali ed economici generati dalla gestione e 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.

Tale application conferma l'importanza che Domori attribuisce alla sostenibilità ponendola al centro del suo impegno quotidiano.

## Revisione delle stime 2022-2026

Alla luce dei risultati 2021 e delle prospettive aggiornate del business, abbiamo rivisto le **stime per il periodo 2022-26** come segue:

- ◆ **Profilo del Valore della Produzione in sensibile crescita**, l'ampliamento della gamma Retail e il ritorno ai volumi pre-covid della linea Professional spingono l'aumento dei ricavi, le nuove stime di vendita nel biennio 2022-23 anticipano le vecchie previsioni di un biennio seppur alla fine del periodo di previsione ci sia una convergenza di valori;
- ◆ **EBITDA margin in forte crescita dopo un'iniziale pressione al ribasso**; nonostante sull'anno 2022 pesino ancora la attuale struttura dei costi e maggiori oneri legati al caro energia e trasporto merci, dal 2023 prevediamo un progressivo miglioramento dell'EBITDA margin, tanto più elevato quando entrerà interamente in operatività il nuovo polo logistico produttivo;
- ◆ **EBIT sostanzialmente invariato rispetto alle precedenti stime** per effetto dei maggiori D&A stimati nel periodo conseguenti al piano di investimenti da circa €10mn nel biennio 2022E-23E;
- ◆ **Peggioramento della Posizione Finanziaria Netta**; come già accennato, l'investimento nel ramo d'azienda Streglio ha peggiorato la posizione debitoria per l'anno 2021, ma contestualmente il già citato piano di investimenti da circa €10mn nel biennio 2022E-23E farà lievitare in maniera consistente l'indebitamento finanziario.

Per quanto riguarda poi più nello specifico i cambiamenti apportati alle **stime 2022E-23E**:

- ◆ Valore Produzione Operativa rivista in aumento, a circa €28mn nel 2022E e €29.7mn nel 2023E;
- ◆ EBITDA Riclassificato rivisto al ribasso a €1,58mn nel 2022E e al rialzo a €2,6mn nel 2023E;
- ◆ Risultato Netto rivisto ampiamente al rialzo nel 2022E a circa €1,6mn per effetto della gestione extra-caratteristica e mantenuto invariato a circa €800k nel 2023E;
- ◆ Indebitamento Finanziario Netto rivisto in senso fortemente peggiorativo, a circa €15,8mn nel 2022E e a €18,3mn nel 2023E.

### Domori: Confronto Nuove stime vs Vecchie stime 2021A-2026E (CE)

(€ '000)	2021		2022E		2023E		2024E		2025E		2026E	
	Act.	Est.	N	V	N	V	N	V	N	V	N	V
Valore Produzione Operativa	26.481	23.043	28.373	25.572	29.786	28.029	31.271	30.349	32.833	32.472	34.476	34.326
EBITDA	2.025	1.365	2.074	1.703	2.610	2.208	3.490	2.710	4.107	3.442	4.935	3.894
<b>EBITDA Riclassificato</b>	<b>1.208</b>	<b>1.394</b>	<b>1.578</b>	<b>1.728</b>	<b>2.633</b>	<b>2.230</b>	<b>3.490</b>	<b>2.741</b>	<b>4.107</b>	<b>3.472</b>	<b>4.935</b>	<b>3.922</b>
EBIT	1.357	760	1.268	1.066	1.710	1.584	2.283	2.284	2.795	3.055	3.612	3.504
EBIT Riclassificato	541	789	772	1.091	1.732	1.606	2.283	2.315	2.795	3.084	3.612	3.532
Risultato Netto	940	238	1.560	440	801	819	1.228	1.346	1.675	1.973	2.280	2.210
Patrimonio Netto	6.607	5.766	8.167	6.206	8.968	7.025	10.196	8.371	11.870	10.344	14.150	12.554
<b>Pos. Fin. Netta</b>	<b>-12.953</b>	<b>-10.463</b>	<b>-15.802</b>	<b>-8.924</b>	<b>-18.314</b>	<b>-7.108</b>	<b>-16.623</b>	<b>-4.837</b>	<b>-13.915</b>	<b>-2.340</b>	<b>-10.084</b>	<b>181</b>

Fonte: Domori SpA, Analisi Value Track

## Conto Economico

### Crescita della top line grazie alla ripresa del segmento Professional

La top line di Domori per il periodo 2021A-26E è attesa crescere ad un **tasso medio annuo di circa il 5%, fino a €34mn** nel 2026.

Prevediamo che la suddetta crescita sia prevalentemente guidata dalla ripresa del segmento Professional, che già nel 2021, con l'allentamento delle restrizioni, ha fatto registrare una buona ripartenza; inoltre, prevediamo che un buon contributo sarà apportato anche dall'ampliamento della gamma dei prodotti Retail Domori dove nuovi ingressi (esempio Pintaudi) dovrebbero rimpiazzare la possibile interruzione dell'accordo di distribuzione con Tattinger.

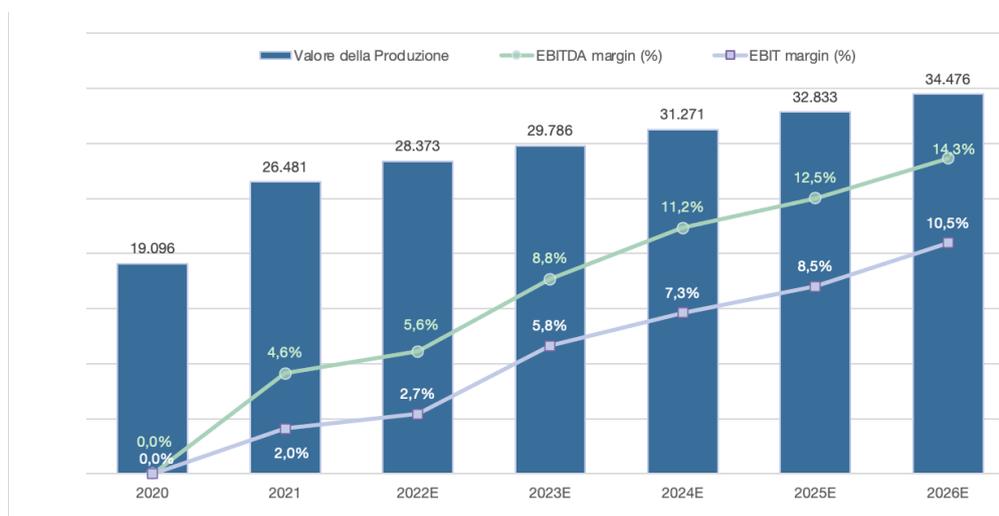
### Redditività operativa e netta in miglioramento

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

Più nello specifico:

- ◆ L'**EBITDA Riclassificato** è atteso a circa €5mn nel 2026E, (tasso annuo di crescita composto del 33%), con il margine che passa dal 4,6% 2021E al 14,3% nel 2026E;
- ◆ L'**EBIT Riclassificato** è stimato crescere in maniera più che proporzionale rispetto all'EBITDA Riclassificato nonostante la nuova struttura dell'attivo fisso; la stima è di circa €3,6mn nel 2026E con un tasso annuo di crescita composto del 46%.

### Valore della produzione e profittabilità 2020A-26E



Fonte: Domori SpA, Analisi Value Track

Sotto la linea dell'EBIT Riclassificato prevediamo:

- ◆ **Oneri finanziari** in progressivo aumento fino al 2023E per poi ristabilizzarsi successivamente. Si prevede che l'incidenza degli oneri finanziari sul risultato operativo diminuirà significativamente, passando da 50% nel 2021A a 9% nel 2026E;

- ◆ **Risultato prima delle imposte positivo**, condizionato però da componenti straordinarie di reddito che sono previste azzerarsi a partire dal 2023E in poi;
- ◆ **Risultato Netto positivo**. È ipotizzabile che nell'anno in corso la società intenda iscrivere a Conto Economico imposte anticipate per perdite pregresse per ca. €700k. Dal 2023E è prevista una crescita progressiva dell'utile e nel 2026E ci attendiamo che l'Utile Netto possa avvicinarsi a circa €2,3mn.

### Conto Economico a valore aggiunto riclassificato 2021-2026E

(€'000)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Valore Produzione Operativa</b>	<b>26.481</b>	<b>28.373</b>	<b>29.786</b>	<b>31.271</b>	<b>32.833</b>	<b>34.476</b>
VoP variazione %	39%	7%	5%	5%	5%	5%
Costi della produzione	-20.967	-22.116	-22.303	-22.906	-23.725	-24.521
<b>Valore aggiunto Riclassificato</b>	<b>5.514</b>	<b>6.258</b>	<b>7.483</b>	<b>8.365</b>	<b>9.107</b>	<b>9.955</b>
Costo del lavoro	-4.036	-4.680	-4.850	-4.875	-5.000	-5.020
<b>EBITDA Riclassificato</b>	<b>1.208</b>	<b>1.578</b>	<b>2.633</b>	<b>3.490</b>	<b>4.107</b>	<b>4.935</b>
<b>EBITDA margin Riclassificato (%)</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,6%</b>	<b>8,8%</b>	<b>11,2%</b>	<b>12,5%</b>	<b>14,3%</b>
D&A	-667	-806	-901	-1.207	-1.312	-1.324
<b>EBIT Riclassificato</b>	<b>541</b>	<b>772</b>	<b>1.732</b>	<b>2.283</b>	<b>2.795</b>	<b>3.612</b>
<b>EBIT margin Riclassificato (%)</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>7,3%</b>	<b>8,5%</b>	<b>10,5%</b>
Oneri Finanziari	-292	-388	-439	-422	-403	-355
Gestione Extra-Caratteristica	767	496	-22	0	0	0
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>1.016</b>	<b>880</b>	<b>1.271</b>	<b>1.861</b>	<b>2.392</b>	<b>3.257</b>
Imposte sul reddito d'esercizio	-76	680	-470	-633	-718	-977
Aliquota fiscale (%)	7,4%	nm	37%	34%	30%	30%
<b>Utile dell'esercizio</b>	<b>940</b>	<b>1.560</b>	<b>801</b>	<b>1.228</b>	<b>1.675</b>	<b>2.280</b>

Fonte: Domori SpA, stime Value Track

### Stato Patrimoniale e Cash Flow

Alla luce delle scelte strategiche adottate da Domori nel 2021, abbiamo decisamente rivisto le stime di evoluzione dello Stato Patrimoniale e del Cash Flow nel periodo 2022E-2026E.

Difatti, la decisione di spostare l'impianto produttivo in un nuovo sito logistico è destinata aumentare la componente di attivo immobilizzato, drenando liquidità e peggiorando la posizione debitoria nel triennio 2022E-23E-24E. Solo in seguito saranno apprezzabili gli impatti del forte miglioramento dei margini e della generazione di cassa sulla riduzione dell'indebitamento.

Sempre per effetto degli ingenti investimenti netti realizzati per il nuovo sito logistico-produttivo, per quanto riguarda l'evoluzione annuale del *cash flow*, stimiamo che la generazione di cassa sarà negativa nel biennio 2022E-23E, ma poi tornerà in territorio positivo e alla fine del 2026E supererà le iniziali stime (€2,3mn).

Nel dettaglio, evidenziamo i seguenti aspetti:

- ◆ **Efficiente gestione del capitale circolante**, che continua ad avere un'incidenza contenuta sul fatturato e peraltro è previsto in riduzione negli anni (CCN che passa dal 28,8% del 2021A al 19,3% del 2026E).

A impattare positivamente sono il miglior mix clienti, una riduzione dei tempi medi di incasso e la sempre più efficiente gestione del magazzino;

- ◆ **Forte aumento dell'attivo fisso** per effetto dei consistenti investimenti pianificati. Rispetto alle precedenti stime, abbiamo ricalcolato la componente fissa per riflettere il progetto di investimento della Cittadella del Cioccolato;

- ◆ **Aumento progressivo della componente debitoria**. I maggiori investimenti, sulla base delle analisi aggiornate, peggioreranno la posizione finanziaria netta della società.

Rispetto a quanto precedentemente stimato (PFN 2026E azzerata) al 2026 la PFN sarà pari a ca. €10mn.

Ciò rappresenta un elemento di forte attenzione per due motivi: (i) rispetto dei covenants legati al Minibond, (ii) necessità di reperimento di ulteriori linee di credito.

#### Breakdown Capitale Circolante Netto 2021A-2026E

(€'000)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Magazzino	6.323	6.798	6.782	6.758	6.867	6.722
Crediti Commerciali	8.628	8.276	8.161	8.567	8.995	9.446
Debiti Commerciali	-5.433	-7.893	-7.839	-7.865	-7.854	-8.201
<b>Capitale Circolante Commerciale</b>	<b>9.518</b>	<b>7.180</b>	<b>7.103</b>	<b>7.460</b>	<b>8.009</b>	<b>7.966</b>
Altri crediti	779	349	347	347	347	347
Altri debiti	-1.058	-618	-620	-618	-615	-613
Crediti (debiti) netti - Tasse	-1.609	679	418	-38	-591	-1.053
<b>Capitale Circolante Netto</b>	<b>7.631</b>	<b>7.590</b>	<b>7.248</b>	<b>7.151</b>	<b>7.150</b>	<b>6.647</b>

Fonte: Domori SpA, stime Value Track

#### Stato Patrimoniale 2021A-2026E

(€'000)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Capitale Circolante	7.631	7.590	7.248	7.151	7.150	6.647
Attivo Fisso Netto	13.345	17.995	21.850	21.684	20.852	20.003
Fondo rischi e oneri	1.416	1.616	1.816	2.016	2.216	2.416
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>19.560</b>	<b>23.969</b>	<b>27.282</b>	<b>26.819</b>	<b>25.786</b>	<b>24.234</b>
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>6.607</b>	<b>8.167</b>	<b>8.968</b>	<b>10.196</b>	<b>11.870</b>	<b>14.150</b>
<b>Posizione Fin. Netta</b>	<b>-12.953</b>	<b>-15.802</b>	<b>-18.314</b>	<b>-16.623</b>	<b>-13.915</b>	<b>-10.084</b>

Fonte: Domori SpA, stime Value Track

**Cash Flow 2021-2026E**

(€'000)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>EBITDA</b>	2.025	2.074	2.655	3.490	4.107	4.935
Gestione extra-caratteristica / Altro non ricorr.	817	496	-22	0	0	0
<b>EBITDA Riclassificato</b>	<b>1.208</b>	<b>1.578</b>	<b>2.633</b>	<b>3.490</b>	<b>4.107</b>	<b>4.935</b>
Var. Capitale Circolante Netto	-1.705	720	342	97	1	503
Investimenti netti (-)	-2.846	-5.455	-4.756	-1.041	-480	-475
Var. fondi	148	200	200	200	200	200
<b>Flusso cassa operativo pre-tax</b>	<b>-3.195</b>	<b>-2.957</b>	<b>-1.581</b>	<b>2.746</b>	<b>3.828</b>	<b>5.163</b>
Imposte societarie	-76	0	-470	-633	-718	-977
<b>Flusso di cassa operativo</b>	<b>-3.371</b>	<b>-2.957</b>	<b>-2.051</b>	<b>2.113</b>	<b>3.111</b>	<b>4.186</b>
Aumenti di capitale	139	0	0	0	0	0
Gestione extra-caratteristica / Altro non ricorr.	817	496	-22	0	0	0
Gestione finanziaria	-292	-388	-439	-422	-403	-355
Dividendi	0	0	0	0	0	0
<b>Flusso di cassa netto</b>	<b>-2.707</b>	<b>-2.849</b>	<b>-2.512</b>	<b>1.691</b>	<b>2.708</b>	<b>3.831</b>

Fonte: Domori SpA, stime Value Track

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

Il Minibond prevede covenants a partire dall'anno 2021 per il rapporto EBIT su Oneri finanziari che dovrà mantenersi al di sopra di 1,6x (1,8x dal 2023) e per il rapporto PFN (senza crediti Prestat) / Patrimonio Netto che 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.

Per ragioni di congruità rispetto ai dati che i covenants del Minibond prendono come riferimento, risoniamo i dati di conto economico non riclassificati considerando cioè i valori complessivi, inclusivi della gestione extra-caratteristica.

**Conto Economico 2021-2026E (CE)**

(€'000)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Valore Produzione Operativa	26.481	28.868	29.764	31.271	32.833	34.476
Valore aggiunto	6.281	6.753	7.461	8.365	9.107	9.955
EBITDA	2.025	2.073	2.611	3.490	4.107	4.935
EBIT	1.357	1.267	1.710	2.283	2.795	3.612
Utile dell'esercizio	940	1.560	801	1.228	1.675	2.280

Fonte: Domori SpA, stime 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 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”).

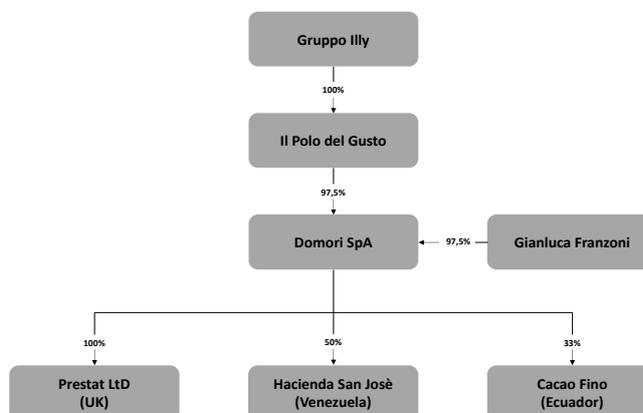
### Allargamento della compagine azionaria: Gianluca Franzoni al fianco del Gruppo Illy

Da settembre 2021 Domori ha ampliato la sua compagine societaria con l'ingresso nel capitale sociale, con una quota minoritaria del 2,5%, di Gianluca Franzoni, fondatore della società nel lontano 1993. Possiamo quindi dire che Domori apparterrà realmente, e non solo metaforicamente, a “due mori”, due figure che personificano nel miglior modo possibile i due semi, il cacao e il caffè: da un lato la tradizione e la passione di Gianluca Franzoni che rappresenta l'anima del cacao e le radici di questa società e dall'altro le spalle grandi del gruppo Illy che, tramite il Polo Del Gusto, proietta nel futuro quest'eccellenza del settore del cioccolato.

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, rispettivamente in Venezuela e in Ecuador.

### 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**;
- ◆ **Fave di cacao ricoperte** e **gocce di cioccolato**;
- ◆ **Creme spalmabili** al pistacchio e alla gianduja;
- ◆ **Preparati in polvere** per preparare dolci a casa e cioccolate calde

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;
- ◆ **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!).

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

- ◆ **Taittinger:** maison produttrice di champagne;
- ◆ **Vermouth Bottega:** azienda produttrice di vini e liquori;
- ◆ **Birrificio San Gimignano:** specializzata nella produzione di birre artigianali e biologiche;
- ◆ **Gambrinus:** azienda produttrice di liquore ottenuto dall'invecchiamento del vino raboso e custode delle antiche tradizioni delle "Terre del Piave";
- ◆ **Cantine Benvenuti:** una cantina di vini da uva Malvasia in Istria.

#### 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.

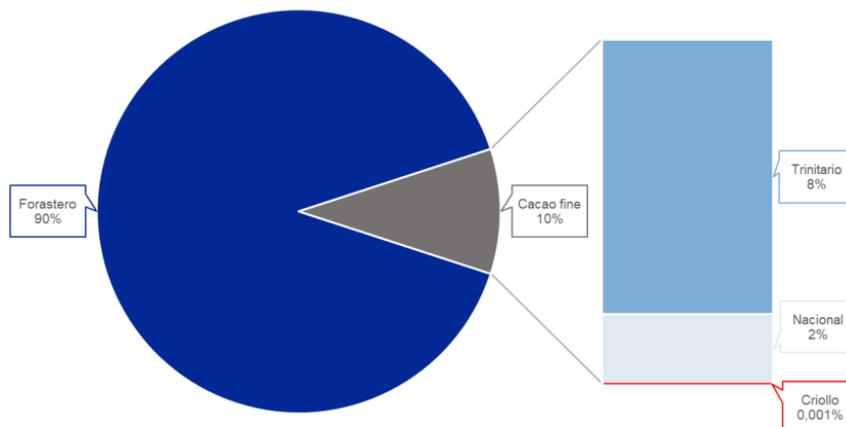
Il restante 10% della produzione globale è rappresentato dal cosiddetto **Cacao Fine**, ovvero una tipologia più rara e pregiata di cacao, caratterizzata da coltivazioni più delicate e meno produttive, originarie del continente sudamericano.

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

### La crescita del segmento premium

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

Laddove venga utilizzato cacao fine e un attento processo di lavorazione si può parlare di **cioccolato premium**. Qualora il cioccolato non dovesse presentare le caratteristiche sopra descritte si potrà parlare di **cioccolato standard**.

Secondo autorevoli studi non è possibile stimare con esattezza la dimensione del segmento premium, poiché la maggior parte delle aziende non pubblica i dati di approvvigionamento e soprattutto perché tutte le fave di cacao vengono importate sotto lo stesso codice.

Tuttavia, emergono diversi segnali che fanno pensare come questo segmento sia in forte crescita.

A tal proposito, secondo i recenti risultati di FCCI (Fine Cacao and Chocolate Institute), il numero di cioccolatieri artigianali che tratta il cacao premium è raddoppiato in circa 4 anni arrivando agli oltre 1.000 cioccolatieri artigianali in tutto il mondo, rispetto ai 500 che si contavano nel 2017.

In secondo luogo, l'attività di M&A di molte grandi aziende lascia intendere come il segmento premium sia notevolmente attenzionato dai produttori mondiali.

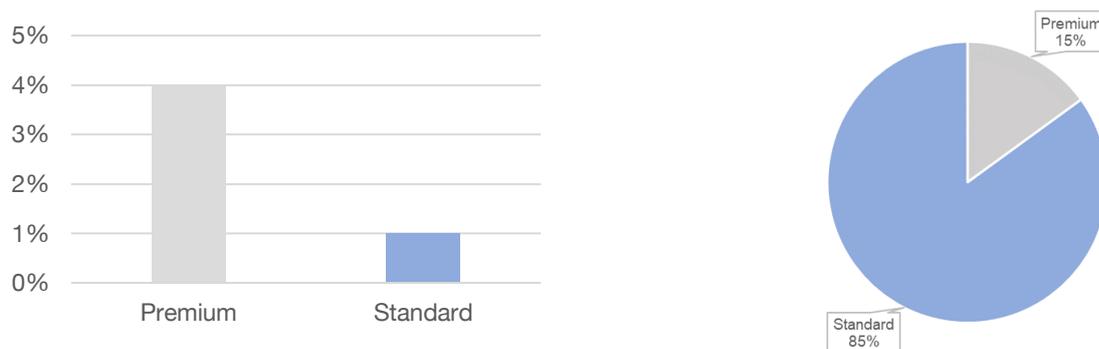
Sono molte le società che stanno acquisendo piccole aziende produttrici di cioccolato premium come l'acquisizione della belga Smet da parte del gruppo Cargill oppure l'acquisizione di Green & Blacks dapprima da Cadbury, poi rilevata da Kraft, a sua volta acquistata da Mondelez.

Da un lato, questo fenomeno potrebbe dare un nuovo impulso di crescita al mercato premium, rendendo il "cioccolato fine" ampiamente disponibile al pubblico e a prezzi inferiori, dall'altro sarà difficile custodire i concetti di qualità e autenticità, così come il collegamento diretto con il produttore che non può essere replicato da aziende su larga scala.

Mantenendo le stime del 2019 il cioccolato premium vale solo il 15% del totale 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.