

EQUITY RESEARCH

MISITANO & STRACUZZI S.P.A INITIATION OF COVERAGE

BUY

TP 4.70€
Up/Downside: 93%

Agrumi siciliani, potenziale globale

Forte di un andamento favorevole del mercato e di un tangibile sviluppo industriale, il gruppo italiano Misitano & Stracuzzi (M&S) si posiziona come un player essenziale nel settore degli aromi e delle fragranze. Riteniamo che il mercato continui a sottovalutare questo asset rispetto ai suoi omologhi europei, nonostante l'accelerazione della domanda di ingredienti naturali.

Un partner indispensabile nel settore degli aromi e delle fragranze

Gli oli essenziali di M&S rivestono un ruolo centrale nel settore degli aromi e delle fragranze. Utilizzati in quantità molto ridotte (circa l'1%), forniscono una firma distintiva a prodotti alimentari, cosmetici e farmaceutici. Sfruttando un'esperienza tecnica unica, M&S cattura e preserva con precisione gli autentici aromi di agrumi, soddisfacendo le aspettative dei clienti più esigenti. In qualità di player di riferimento del settore, M&S è leader indiscusso nella nicchia di mercato degli agrumi italiani.

M&S: un punto di riferimento in un mercato con offerta limitata

Nonostante le materie prime siano sensibili ai rischi climatici e di malattia, M&S beneficia di forti dinamiche di mercato. Mentre il prezzo medio al kg delle arance è salito a 2,03 euro nel 2023 (+63% a/a), M&S ha stabilizzato il suo COGS al 59,4% dei ricavi (+190 bps) e ha aumentato i suoi ricavi del +23,4%. Questa crescita è sostenuta da un mix volume-prezzo guidato dalla qualità del prodotto e dall'evoluzione delle preferenze dei consumatori (1 consumatore su 2 considera gli agrumi il loro gusto preferito). Inoltre, l'aspetto naturale degli ingredienti di M&S risuona con un mercato che lo associa a benefici per la sicurezza e la salute.

Una roadmap chiara per la crescita

Consapevole dell'accelerazione della domanda, M&S sta compiendo passi decisivi: nuovi siti produttivi, gestione interna degli acquisti e un consiglio strategico esperto. L'azienda si impegna a rafforzare la propria presenza internazionale massimizzando al contempo l'indispensabilità del settore, concentrandosi su un breve time-to-market e su prodotti su misura per raggiungere i suoi ambiziosi obiettivi di crescita.

Un player resiliente e opportunist

M&S soddisfa tutti i criteri di un asset ad alto potenziale: (1) crescente domanda di prodotti naturali da parte dei consumatori, (2) forte competenza tecnico-industriale e (3) resilienza operativa in un mercato con offerta limitata. Il titolo viene scambiato a **7,5x l'EV/EBITDA 2025e**, con un **discount del 51% rispetto al peer più comparabile Robertet**.

Iniziamo la copertura con un rating **Buy** e un **TP di 4,7 euro**.

TP ICAP Midcap Estimates	12/24	12/25e	12/26e	12/27e	Valuation Ratio	12/25e	12/26e	12/27e
Sales (m €)	72.8	85.6	94.1	101.6	EV/Sales	1.2	1.1	0.9
Current Op Inc (m €)	13.9	11.7	13.3	15.7	EV/EBITDA	7.4	5.9	4.7
Current op. Margin (%)	19.1	13.7	14.1	15.4	EV/EBIT	9.0	7.5	5.9
EPS (€)	0.30	0.23	0.27	0.33	PE	10.4	8.9	7.3
DPS (€)	0.17	0.09	0.11	0.13	Source: TPICAP Midcap			
Yield (%)	7.0	3.9	4.5	5.4				
FCF (m €)	-19.6	-6.4	10.8	13.6				

Key data

Price (€)	2.4
Industry	Beverages
Ticker	MS-IT
Shares Out (m)	30.060
Market Cap (m €)	73.0

Source: FactSet

Ownership (%)

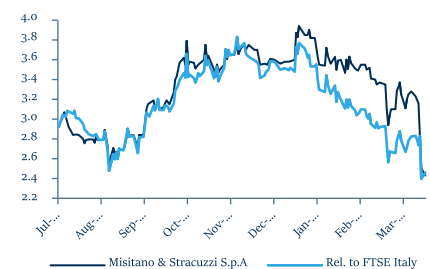
Stracuzzi holding	78.2
Invitalia S.p.A.	7.1
Free float	14.8

Source: TPICAP Midcap estimates

EPS (€)	12/25e	12/26e	12/27e
Estimates	0.23	0.27	0.33
Change vs previous estimates (%)	0.00	0.00	0.00

Source: TPICAP Midcap estimates

Performance (%)	1D	1M	YTD
Price Perf	-2.8	-27.9	-32.1
Rel FTSE Italy	2.6	-15.8	-30.0



Source: FactSet

Analyst

Mathias Paladino
mathias.paladino@tpicap.com



AGRUMI SICILIANI, POTENZIALE GLOBALE	1
DESCRIPTION	3
SWOT ANALYSIS	3
OVERVIEW	4
MISITANO & STRACUZZI: L'ESSENZA DEGLI AGRUMI IN OGNI GOCCIA	5
L'IMPATTO DEL MERCATO DELLE MATERIE PRIME SULLE OPERAZIONI DI M&S	11
AROMI E SUCCHI: I MERCATI TRAINATI DALLA CRESCENTE DOMANDA	13
STRATEGIA DI CRESCITA DI M&S	18
DATI FINANZIARI E PROIEZIONI	20
VALUTAZIONE	24
APPENDICE	27
FINANCIAL DATA	31

Description

Misitano & Stracuzzi è specializzata nello sviluppo, nella produzione e nella vendita di essenze, che rappresentano circa il 90% del suo fatturato, insieme a una quota minore della produzione di succhi. Con sede in Sicilia, l'azienda opera su scala globale, con oltre il 90% delle sue vendite generate all'estero nel 2023. Forte di oltre un secolo di esperienza e di forti capacità di ricerca e sviluppo, eccelle nella creazione di prodotti altamente personalizzati e si è affermata come leader nel mercato di nicchia delle fragranze agrumate e degli oli essenziali in tutto il mondo.

SWOT Analysis

Strengths

- Italian leader on the niche of citrus essential oils with sales distribution in over 40 countries
- Over 100 years of expertise allowing quick understanding of market dynamics, customer needs and capacity to standardize product quality over time
- Highly specialized R&D enabling customized product manufacturing and a circular production process respecting environmental standards
- Diverse supplier base (top 10 representing 50% of COGS) and long-standing loyal partnerships with major international clients

Weaknesses

- Relatively small company size compared to its competitor peers
- Indirect exposure to citrus diseases impacting raw material prices

Opportunities

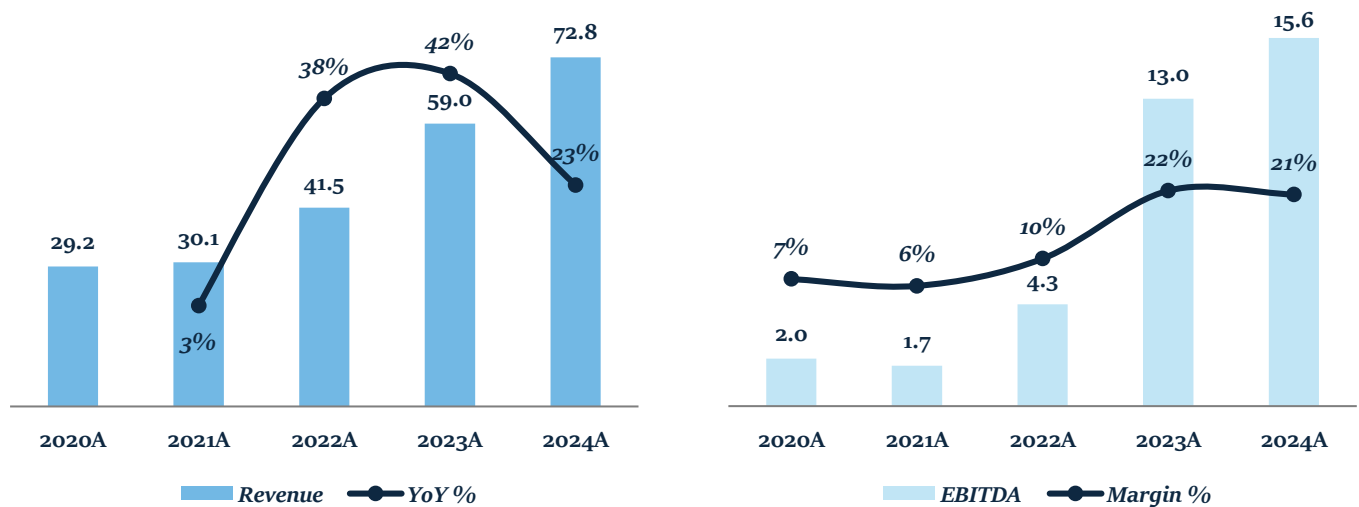
- Market trends oriented towards considering natural products as healthier and beneficial for health
- Regulation of components and client demand favoring natural ingredient-based products
- Significant growth potential in the sodas segment with only 2% containing natural flavours
- New production sites: productivity improvements with an increase in production, cost reductions (process automation, efficient logistics) and more R&D trials

Threats

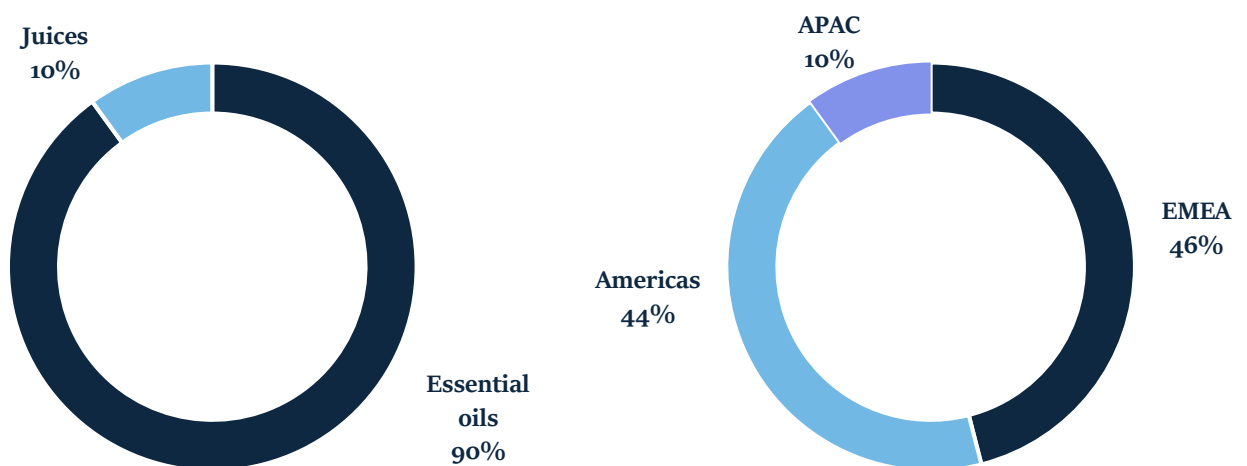
- High exposure to international markets with uncertain geopolitical context and exchange rate volatility
- Significant inflation of raw materials
- Diseases affecting fruits in different parts of the world complicating anticipation and ordering in diverse geographic areas
- Consumer preferences (cyclical nature of preferred flavors) can change over time

Overview

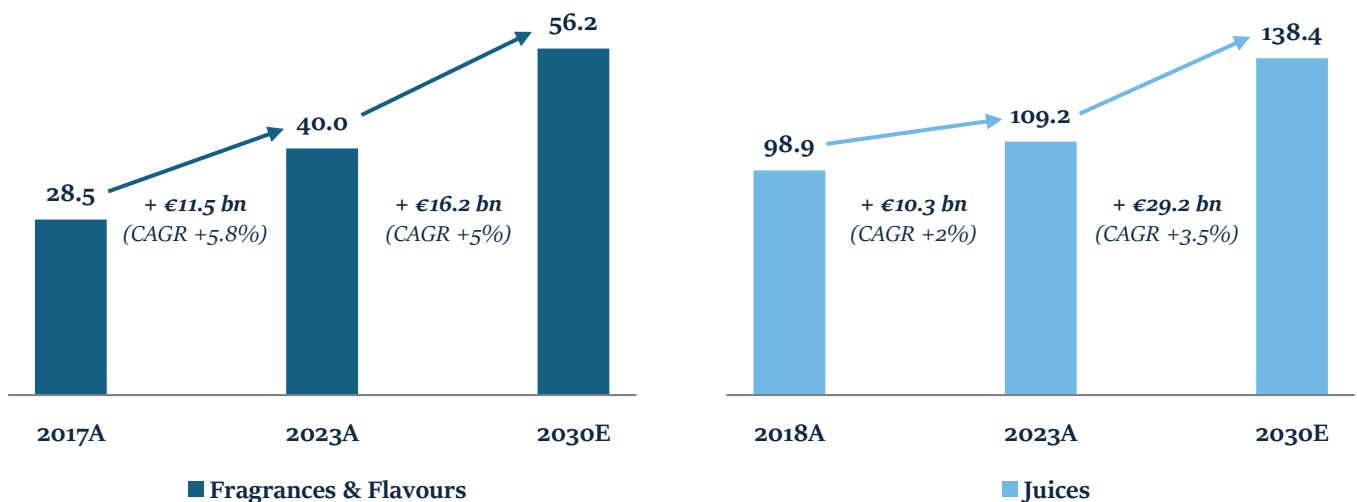
Andamento del fatturato e dell'EBITDA (2020-2024, milioni di euro)



Ripartizione delle vendite per business e area geografica (2024)



Mercato globale di profumi, aromi e succhi (2017-2030, miliardi di euro) e jus (2018-2027, miliardi di euro)



Misitano & Stracuzzi: l'essenza degli agrumi in ogni goccia

Misitano & Stracuzzi (M&S) è un fornitore B2B di aromi e oli essenziali con una presenza globale. Fondata nel 1922, l'azienda nasce dalla collaborazione tra le famiglie Misitano e Stracuzzi. Oggi interamente di proprietà della famiglia Stracuzzi, l'azienda ha sede a Furci Siculo (Messina, Italia) ed è specializzata nel mercato degli agrumi, un settore tradizionale profondamente radicato nella storia siciliana. Il gruppo sviluppa, produce e commercializza sottoprodotti naturali degli agrumi, principalmente al servizio dell'industria alimentare. Con un'esperienza che abbraccia quattro generazioni, M&S si è posizionata come uno dei principali produttori nel mercato di nicchia degli aromi di agrumi e degli oli essenziali in tutto il mondo. Il punto di forza di M&S risiede nella capacità di aggiungere valore alle materie prime trasformandole in prodotti su misura. Un secolo di esperienza, unita a una tecnologia all'avanguardia, permette all'azienda di offrire gusti altamente personalizzati garantendo aromi standardizzati e conformi nel tempo a rigorosi standard qualitativi. M&S intrattiene rapporti di fiducia di lunga data (oltre 25 anni con i suoi tre partner chiave) con i principali player internazionali, principalmente nel settore degli aromi e degli ingredienti. La fedeltà dei clienti si basa sull'impegno di M&S per una consegna affidabile e la sicurezza dei prodotti.

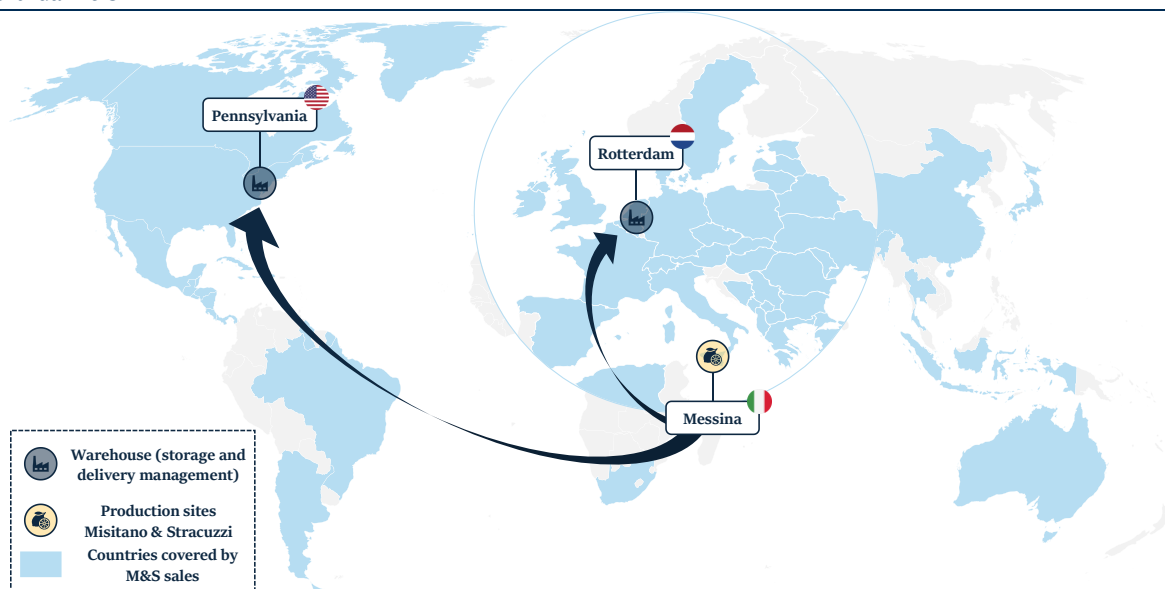
Posizione nella catena del valore



Fonte: M&S

M&S impiega 60 persone, principalmente nei suoi due siti produttivi in provincia di Messina: Santa Teresa di Riva (aromi e oli essenziali) e Furci Siculo (succhi ed estrazione). L'azienda beneficia di una forte presenza internazionale, con circa il 90% del fatturato del 2024 generato all'estero, attraverso relazioni commerciali in oltre 40 paesi. Per servire al meglio la sua clientela globale, M&S ha creato tre centri logistici di distribuzione in Italia, negli Stati Uniti e nei Paesi Bassi. Nel 2023 il gruppo ha annunciato un investimento in due nuovi stabilimenti in provincia di Messina. Con una superficie totale di circa 30.000 m², questi nuovi siti miglioreranno la logistica, aumenteranno la capacità produttiva e miglioreranno l'efficienza per soddisfare la crescente domanda dei suoi prodotti.

Paesi coperti da M&S

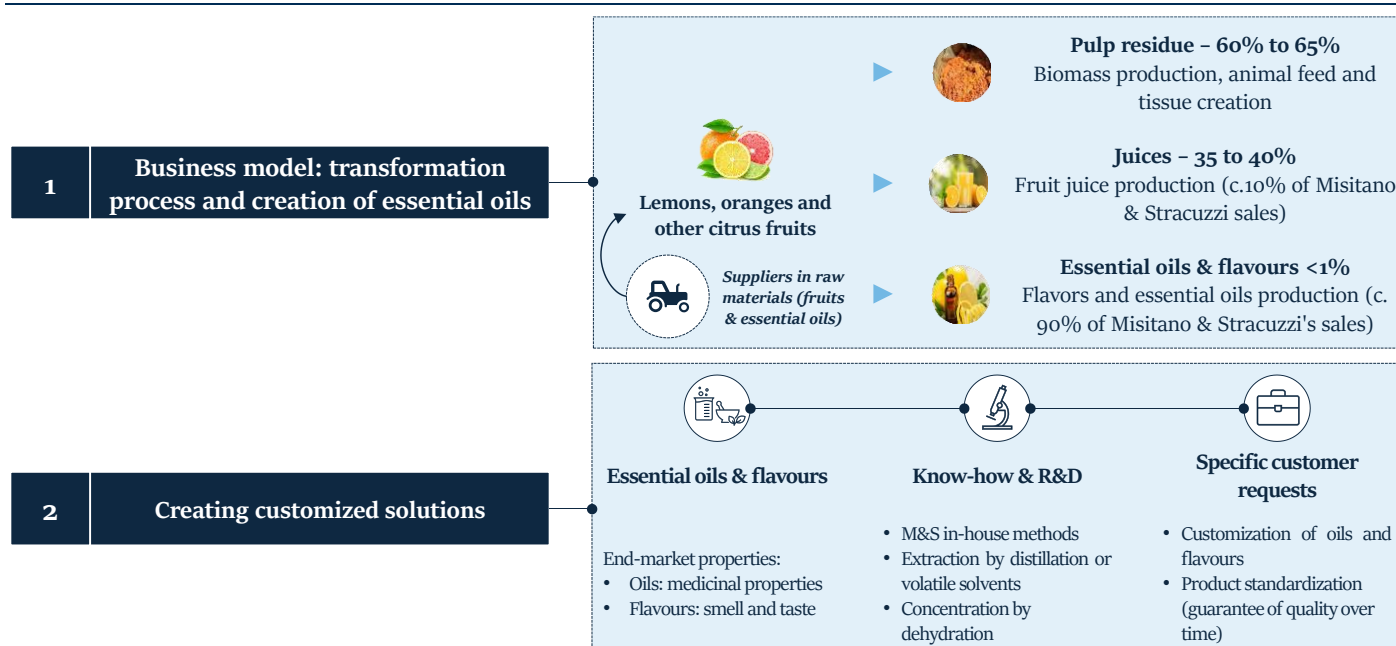


Fonte: M&S

Un core business negli aromi

L'attività principale di M&S è la produzione di oli essenziali, mentre la produzione di succhi gioca un ruolo secondario. Grazie a un'esperienza secolare e a un reparto R&D altamente performante, il gruppo è in grado di creare prodotti su misura che soddisfano le esigenze specifiche dei produttori. Gli aromi e le composizioni degli oli essenziali sono costituiti da componenti di origine naturale (di origine vegetale o animale) e da fonti sintetiche sviluppate in laboratorio. Questi prodotti hanno un'ampia gamma di applicazioni in diversi settori, tra cui cura della persona, prodotti farmaceutici, alimenti e bevande. M&S sviluppa esclusivamente oli essenziali dagli agrumi, il che significa che i suoi prodotti sono al 100% di origine naturale. Questi oli vengono forniti alle aziende che creano composizioni di aromi e fragranze, che vengono poi integrate nei prodotti finali dell'industria alimentare, della profumeria, dei cosmetici e farmaceutica. Sebbene gli aromi costituiscano solo una minima frazione del prodotto finale (in genere meno dell'1%), sono fondamentali per definire il gusto e l'aroma, due caratteristiche essenziali per l'attrattiva del consumatore. Gli oli essenziali, d'altra parte, sono costituiti da uno o più composti aromatici e la loro composizione molecolare può avere benefici medicinali, un fattore chiave di acquisto per i consumatori (vedi allegati). Ciò conferisce a M&S un vantaggio in termini di potere di determinazione dei prezzi: è improbabile che i produttori scendano a compromessi sui costi degli aromi, poiché anche piccoli risparmi sui costi non giustificano i rischi di interruzioni della produzione o danni alla reputazione del marchio.

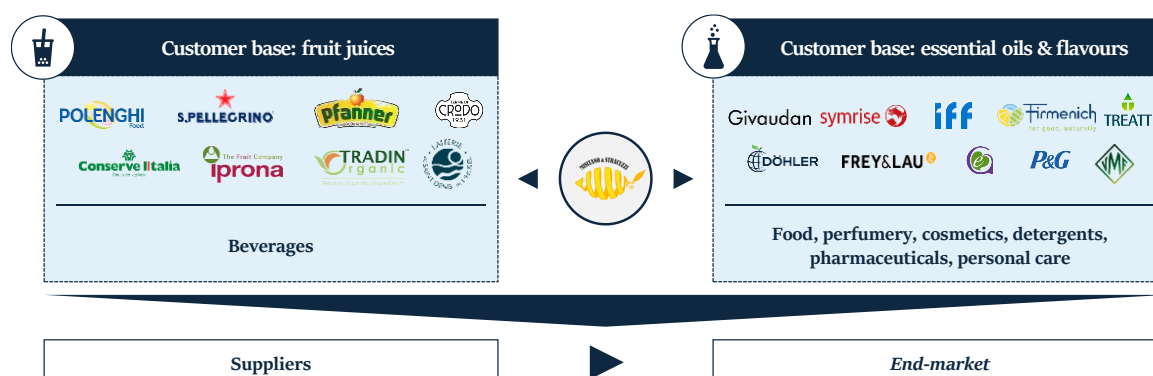
Modello di business: processo di trasformazione e creazione di oli essenziali



Fonte: M&S

Uno dei vantaggi competitivi del gruppo risiede nella capacità di sviluppare prodotti con proprietà organolettiche identiche utilizzando una miscela di materie prime diverse. Acquistando frutta meno esposta alla carenza, M&S mitiga la volatilità dei prezzi fornendo ai clienti aromi che altrimenti non sarebbero disponibili.

Base clienti: oli essenziali e aromi e succhi di frutta



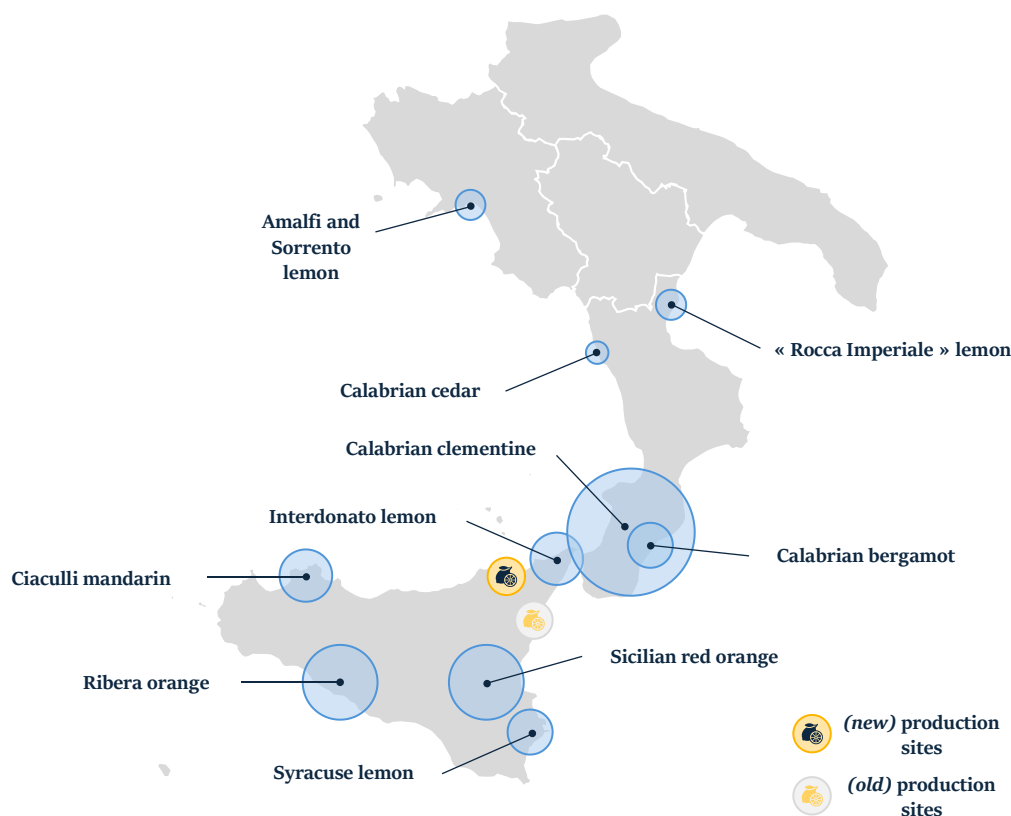
Fonte: M&S

La produzione di succhi di frutta di alta qualità a base di agrumi è la seconda attività principale dell'azienda. L'esperienza centenaria e l'eccellenza dei prodotti locali spiegano perché i clienti continuano a collaborare con M&S.

Il gruppo controlla quasi l'intera catena del valore, dall'approvvigionamento delle materie prime alla distribuzione dei prodotti finiti:

- (i) **Agrumi 100% siciliani.** Le condizioni geografiche e climatiche uniche della Sicilia, della Calabria e della Campania conferiscono agli agrumi della regione vantaggi distinti. Sono ricchi di sostanze nutritive (compresa la vitamina C) e hanno un profilo aromatico unico (un mix equilibrato di acidità, dolcezza e un carattere altamente aromatico). Questi due fattori sono essenziali per la differenziazione di M&S. I nutrienti sono un punto di forza fondamentale per i prodotti per la cura della persona; Il gusto e l'aroma sono fattori decisivi per cibi, bevande e profumi. Oltre alla fiducia e alla personalizzazione del prodotto, queste due caratteristiche sono ciò che spinge i clienti di M&S a scegliere le loro soluzioni.
- (ii) **Tracciabilità e impronta locale.** Gli agrumi italiani di alta qualità sono accuratamente selezionati da fornitori locali. Oltre al controllo di qualità, la vicinanza a questi produttori regionali consente la piena tracciabilità dei frutti certificati con i marchi DOC (denominazione di origine controllata) e IGP (indicazione geografica protetta).
- (iii) **Pieno controllo della catena del valore.** A valle dell'approvvigionamento e dell'analisi della qualità, il succo viene estratto, pastorizzato e infine concentrato utilizzando apparecchiature ad alta capacità.
- (iv) **Processo produttivo circolare.** I residui generati dalla produzione del succo vengono completamente riutilizzati. La polpa viene utilizzata per fare il succo, mentre gli oli essenziali vengono estratti dalla buccia per creare aromi. I sottoprodotti rimanenti, noti come "pastazzo", vengono utilizzati per la produzione di biomassa, incorporati nei mangimi per animali o utilizzati nella produzione tessile.

Principali agrumi siciliani certificati DOC e IGP



Fonte: M&S

M&S occupa una posizione chiave nella catena del valore per i produttori di oli essenziali, aromi e succhi:

- (i) **Approvvigionamento di materie prime naturali.** Gli oli essenziali vengono acquistati dai fornitori o acquistati direttamente dallo stabilimento di produzione di M&S a Furci Siculo. Quasi il 90% delle sue soluzioni è composto esclusivamente da materie prime naturali, mentre la restante parte incorpora componenti sintetici per soddisfare le

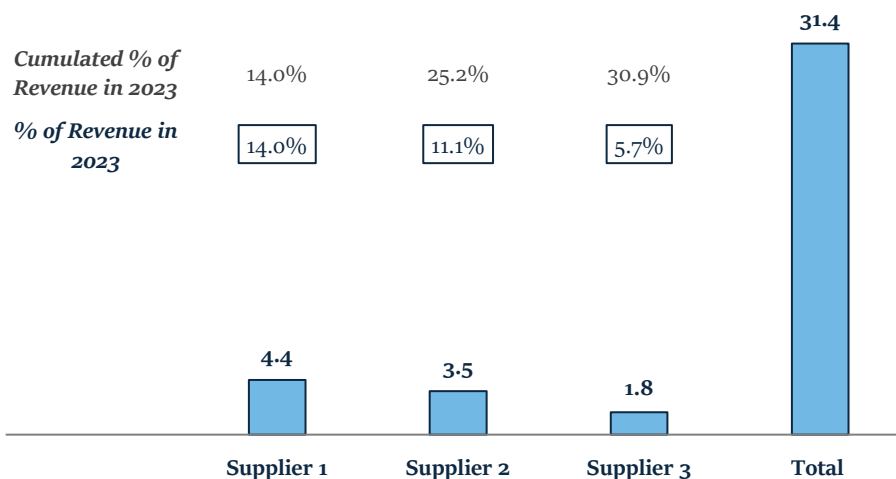
esigenze specifiche dei clienti. Una volta raccolte, le materie prime vengono sottoposte a un processo di controllo qualità per valutarne l'idoneità alla lavorazione e alla trasformazione.

- (ii) **Formulazione di soluzioni personalizzate.** Durante la fase di composizione, M&S analizza il gusto finale dell'essenza e le esigenze qualitative del cliente per selezionare la migliore combinazione per soddisfare tali aspettative. Le formule di M&S sono strettamente confidenziali e deliberatamente non brevettate, il che le rende altamente protette e quasi impossibili da replicare.
- (iii) **Elaborazione e collaudo.** Utilizzando tecniche proprietarie sviluppate internamente dal suo dipartimento di ricerca e sviluppo, M&S trasforma gli oli essenziali in "essenze personalizzate". Durante la lavorazione, gli oli essenziali vengono distillati e miscelati in contenitori di acciaio (da 1 a 20 tonnellate) utilizzando pompe elettriche. Gli aromi finali vengono perfezionati attraverso molteplici controlli di qualità per corrispondere strettamente ai campioni target. Se il risultato soddisfa le aspettative iniziali, viene emesso un certificato di conformità al lotto.
- (iv) **Imballaggio e stoccaggio.** Una volta che i prodotti trasformati sono stati sottoposti ai controlli finali e sono stati ritenuti conformi, vengono versati in fusti o taniche e stoccati per la commercializzazione.
- (v) **Distribuzione client B2B.** Il prodotto finale, correttamente conservato, viene venduto al cliente. I prodotti M&S sono utilizzati principalmente per aromatizzare cibi e bevande, in particolare bevande gassate, e, in misura minore, nei settori dei profumi, della sanità, della cura della persona e della casa.

Fornitori e clienti: partnership solide costruite su relazioni di lungo periodo

M&S si rifornisce di oli essenziali di agrumi da produttori e fornitori in varie regioni, ponendo una forte enfasi sulla qualità delle materie prime. Il team di gestione stabilisce un processo di valutazione specifico per ogni fornitore, che comprende verifiche analitiche e organolettiche per garantire il rispetto degli standard qualitativi di trasformazione dell'azienda. L'azienda opera in modo flessibile con una base di fornitori diversificata. I primi 10 fornitori rappresentano quasi il 50% degli acquisti totali. M&S mantiene stretti rapporti con un gruppo selezionato di fornitori, con alcune partnership che si estendono per oltre 10 anni.

I primi 3 fornitori di materie prime (oli essenziali e agrumi, 2023, in m€)

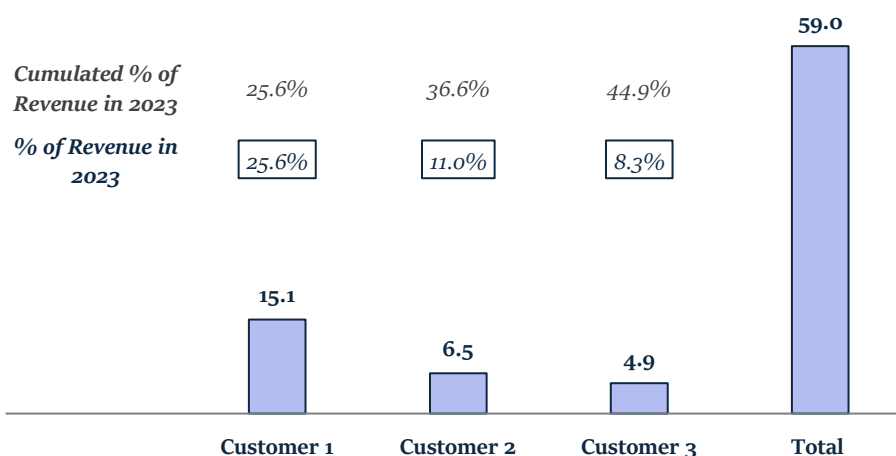


Fonte: M&S

Una solida base di fornitori, basata su partnership a lungo termine, offre a M&S diversi vantaggi: minori costi di acquisizione, visibilità sulle quantità di materie prime e meticoloso controllo della qualità. Gli agrumi, come limoni e arance, sono particolarmente suscettibili alle carenze causate da malattie e condizioni meteorologiche. Gli Stati Uniti, sesto produttore mondiale di agrumi (6,3 milioni di tonnellate nel 2021, secondo la FAO – Organizzazione delle Nazioni Unite per l'alimentazione e l'agricoltura), sono tra i Paesi colpiti da questi fattori. In Florida, il principale produttore di agrumi del paese, la produzione è crollata del 92% tra il 2003 e il 2023 a causa degli uragani, del cancro degli agrumi (una malattia che colpisce la corteccia degli alberi) e dell'inverdimento (un'infezione batterica che fa diventare verdi i frutti). In questo contesto, una rete di fornitori diversificata e stabile offre un importante vantaggio competitivo. M&S può mantenere la produzione ed essere protetta dalla carenza di materie prime. I succhi di frutta prodotti da M&S sono esclusivamente a base di agrumi siciliani, principalmente limoni e arance. Qualità e tracciabilità sono garantite da una rigorosa selezione dei produttori locali. Sia gli oli essenziali che i succhi di frutta sono prodotti altamente durevoli. Con una durata di

conservazione superiore a due anni, offrono un ulteriore vantaggio competitivo. Questa longevità consente a M&S di appianare i costi di produzione adeguandosi alle fluttuazioni dei prezzi di mercato delle materie prime.

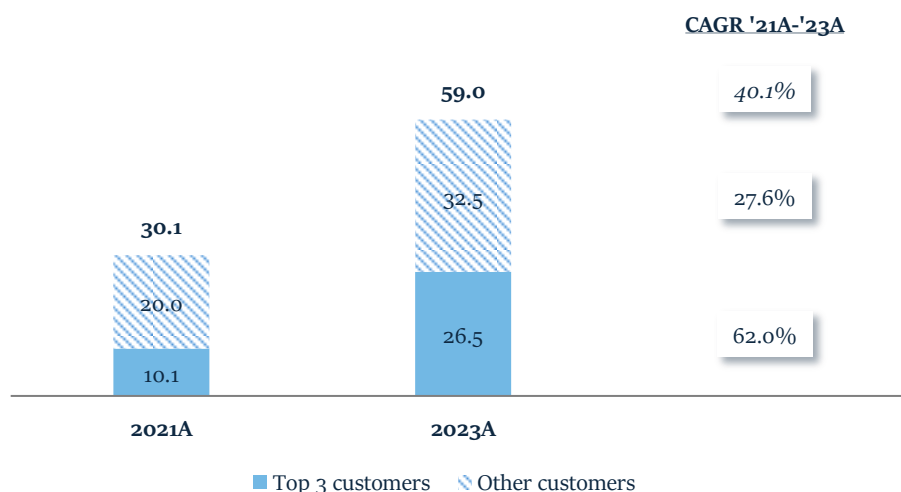
Top 3 clienti (oli essenziali e succhi di frutta, 2023, in milioni di euro)



Fonte: M&S

M&S fornisce le sue essenze alle principali aziende internazionali di aromi e fragranze che operano nel settore alimentare, cosmetico e della detergenza. I suoi succhi di frutta sono venduti principalmente agli specialisti italiani delle bevande. L'azienda amplia la propria base di clienti attraverso la sua rete e partecipando a conferenze di settore incentrate sugli aromi nei prodotti di consumo. I primi tre clienti di M&S hanno rappresentato circa il 45% dei ricavi del 2023. Tra il 2021 e il 2023, la crescita di questi clienti chiave ha superato significativamente quella del resto del portafoglio, superandola di circa 34 punti percentuali (CAGR del 62,0% contro 27,6%). Questo slancio è destinato a continuare, trainato da contratti a lungo termine che garantiscono volumi di ordini crescenti su più anni.

Contributo della crescita dei primi 3 clienti alle vendite totali (2022-2023, in milioni di euro)



Fonte: M&S

Il rischio di concentrazione dei clienti è gestito in modo efficace, in particolare attraverso relazioni di lunga data e una garanzia costante della qualità del prodotto nel tempo. M&S ha mantenuto una relazione di 25 anni con i suoi tre principali clienti, che insieme rappresentano quasi l'intera quota di mercato. M&S si tutela anche attraverso clausole di esclusiva. All'inizio degli anni 2000, le aziende di aromi si sono consolidate e i principali attori si sono impegnati in numerose fusioni e acquisizioni. In settori come quello alimentare e cosmetico, la personalizzazione degli aromi è un passaggio fondamentale nello sviluppo del prodotto. L'impegno di M&S per la qualità, la consegna, la sicurezza, la conformità normativa e la sostenibilità favorisce partnership a lungo termine. Questi fattori sono essenziali per le grandi aziende, in quanto anche queste devono soddisfare le richieste dei loro consumatori finali. Infine, il vantaggio più importante risiede nella capacità di M&S di replicare nel tempo lo stesso sapore richiesto dal cliente, nonostante i vincoli biologici delle materie prime. Il gusto e il sapore della frutta possono variare in base alle condizioni atmosferiche, influenzando potenzialmente l'essenza finale. I clienti di M&S sono vincolati dalle aspettative dei consumatori, che richiedono sempre lo stesso

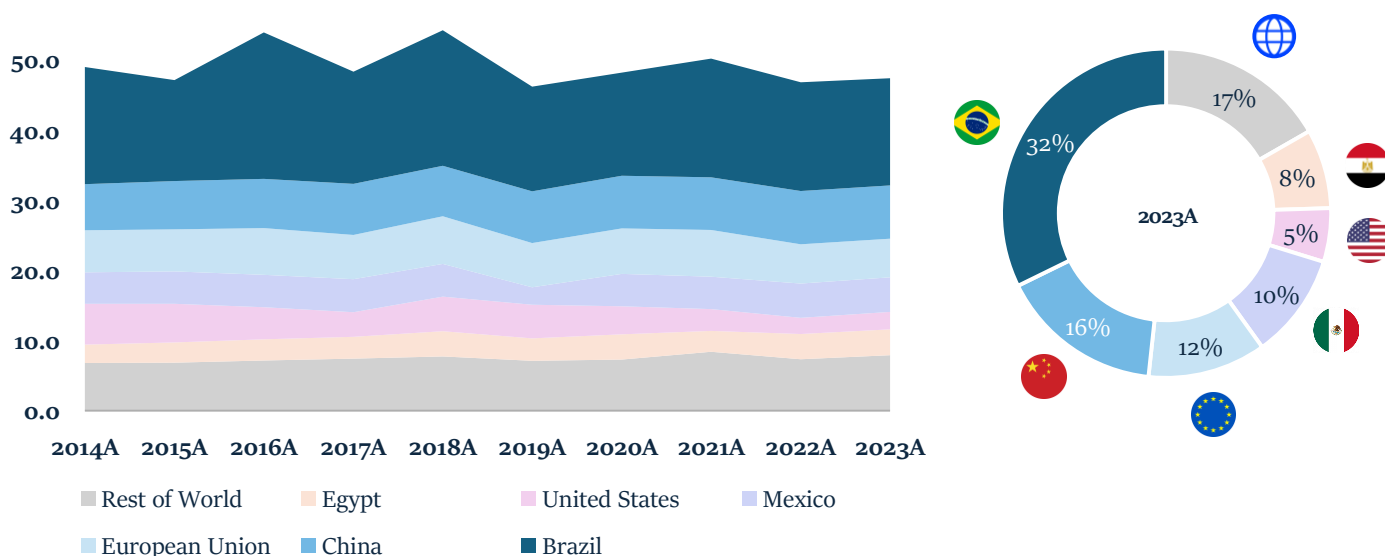


gusto. A questo proposito, la capacità di M&S di standardizzare i propri prodotti la contraddistingue e consolida il rapporto sia con i clienti che con i produttori di prodotti alimentari finiti.

L'impatto del mercato delle materie prime sulle operazioni di M&S

Tre grandi categorie di frutta si distinguono dal mercato globale degli agrumi: arance, mandarini e limoni, compresi i loro derivati (ad esempio, l'arancia rossa). In questi agrumi è stata osservata una tendenza recente: un calo della produzione globale nel 2022, seguito da una ripresa nel 2023. La causa principale è la proliferazione della psillide, un insetto che trasporta un batterio che, una volta trasmesso agli agrumi, innesca una reazione negli alberi che porta alla loro rapida morte (malattia dell'inverdimento o HLB).

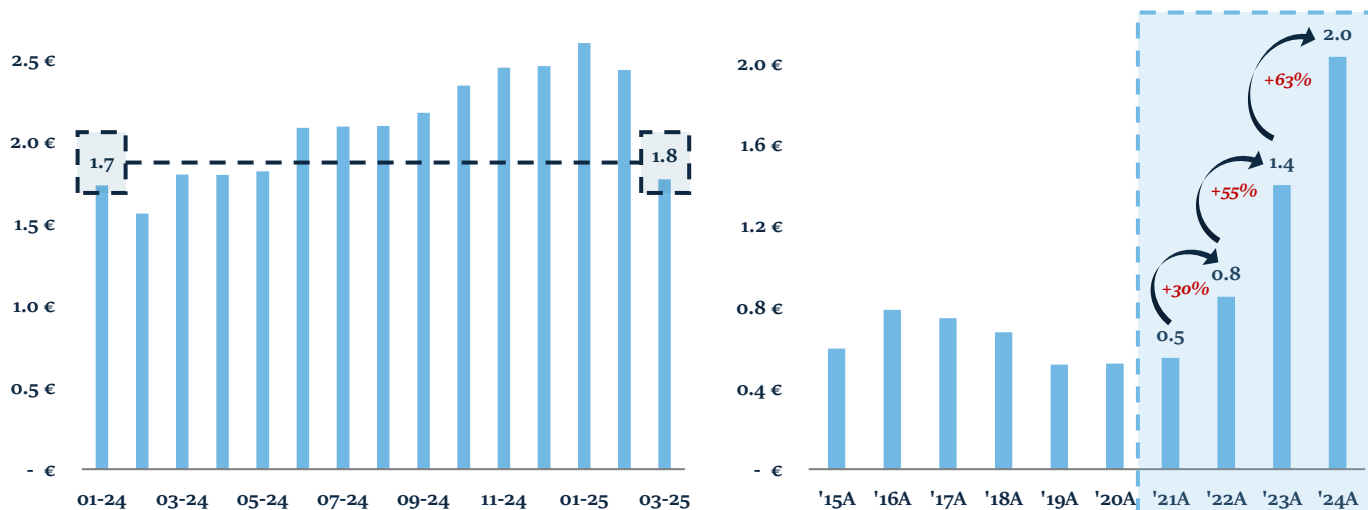
Produzione mondiale di arance per paese (2014-2023, in milioni di tonnellate)



Fonte: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA FAS)

Il mercato delle arance (cfr. allegato per mandarini e limoni) è dominato da produttori brasiliani e cinesi, che rappresentano circa il 50% della produzione mondiale. Nel 2021 il Brasile è stato pesantemente colpito dalla malattia dell'inverdimento. La produzione cinese è rimasta relativamente stabile, raggiungendo i 7,5 milioni di tonnellate nel 2023, senza variazioni significative rispetto al 2021. D'altra parte, la produzione brasiliana ha registrato un calo del 10%, scendendo a 15,3 milioni di tonnellate nel 2023, con un calo di 1,6 milioni di tonnellate rispetto al 2021. Questa tendenza si riflette in altri paesi, come gli Stati Uniti. Nel 2014 la produzione statunitense è stata pari a quella di Europa e Cina, rappresentando circa il 12% del totale. Tuttavia, nell'ultimo decennio, la produzione statunitense si è dimezzata, raggiungendo solo 2,5 milioni di tonnellate nel 2023, con una riduzione di 0,6 milioni di tonnellate rispetto al 2021. Queste perdite sono dovute principalmente a malattie ed eventi climatici, come l'uragano Irma nel 2017 e l'uragano Ian nel 2022. Questi fattori sono critici per l'intera catena del valore, creando una ciclicità difficile da prevedere per gli operatori di mercato.

Prezzo medio delle arance al chilogrammo all'anno (2015-2025, in € al chilogrammo)

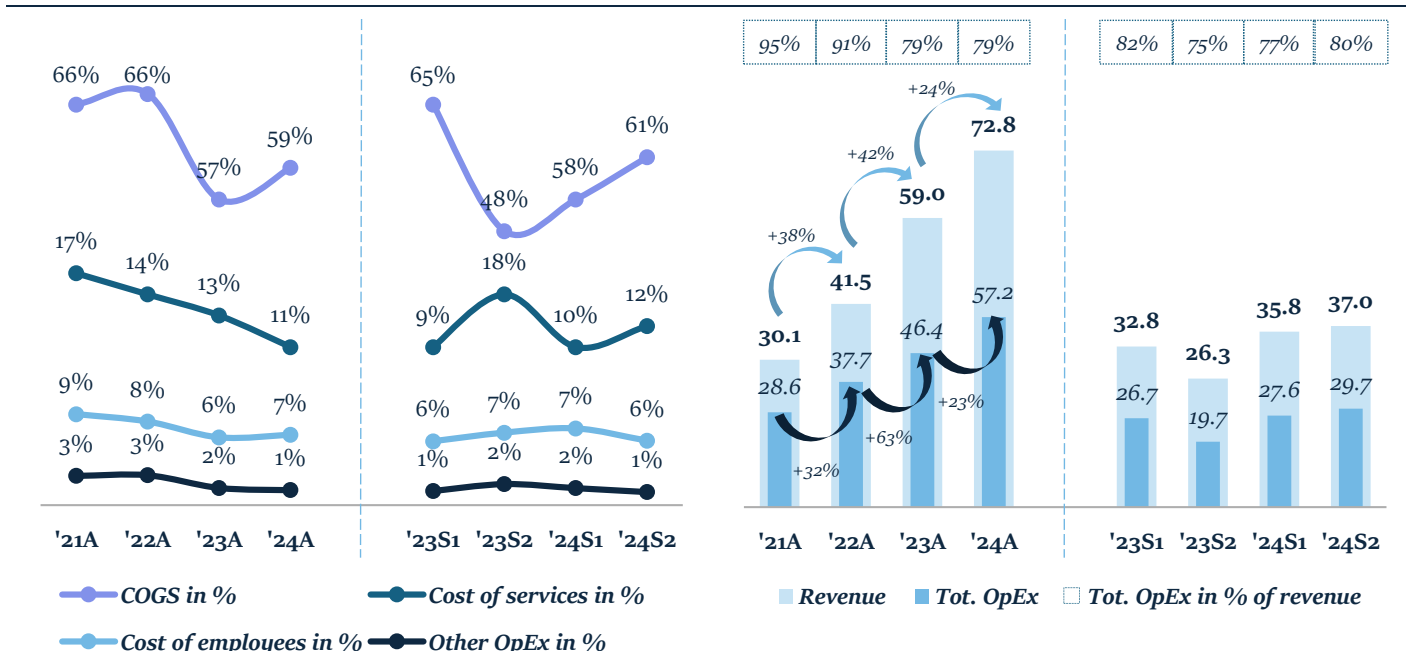


Fonte: Factset

Il prezzo delle arance è triplicato negli ultimi 3 anni, raggiungendo una media di 2,04 euro nel 2024. Tra gennaio e marzo 2025, il prezzo scende a 1,80 euro, vicino al livello di inizio 2024. L'aumento osservato dal 2021 colpisce principalmente i produttori di succo d'arancia di basso livello, che hanno alternative limitate per compensare questo aumento dei prezzi, in particolare in Europa, dove normative impediscono l'aggiunta di altri frutti nelle bottiglie di succo d'arancia. Una soluzione trovata è stata quella di ridurre il volume delle bottiglie (da 1 l a 90 cl), ma questo non compensa il calo marginale dovuto affrontare dai produttori. Questo contesto va a vantaggio dei produttori locali, in particolare di quelli non colpiti da malattie, come quelli siciliani. Grazie ai loro prodotti premium e all'aumento della domanda, possono trasferire gli aumenti di prezzo senza essere penalizzati in termini di volume di produzione.

M&S è esposta a questo rischio, ma rimane ben gestito. In primo luogo, a causa delle relazioni a lungo termine e delle filiere corte e, in secondo luogo, perché la produzione di succhi rappresenta solo il 10% delle sue entrate. Per quanto riguarda l'attività degli oli essenziali, anche il rischio è ben gestito. L'esperienza tecnica di M&S consente di utilizzare diverse varietà di agrumi per creare i prodotti richiesti dai propri clienti, adattando di conseguenza il proprio mix di materie prime. Inoltre, il prezzo può essere trasferito ai clienti di M&S, data la criticità degli aromi nei prodotti alimentari. Un consumatore cercherà sempre la stessa esperienza, caratterizzata da un sapore o un profumo specifico. Pertanto, i produttori di alimenti e bevande sono limitati dalle richieste dei loro consumatori finali. Negoziare il prezzo di un olio essenziale metterebbe a repentaglio l'immagine del loro marchio, un rischio che i clienti di M&S non sono disposti a correre, riducendo così il loro potere di negoziazione del prezzo e pretendendo una qualità impeccabile. Nonostante un sostanziale aumento del costo delle materie prime, il costo del venduto (COGS) di M&S rimane contenuto.

Struttura dei costi M&S (2020-2024, in % del fatturato, in milioni di euro)



Fonti: M&S, TP ICAP Midcap

Nel 2022, all'inizio dell'aumento dei prezzi, il COGS ammontava a 27,5 milioni di euro, con un'incidenza sui ricavi del 66,3% (in aumento di 10 punti base rispetto al 2021). Nel 2023 il COGS è diminuito in termini relativi, rappresentando il 57,5% dei ricavi, pari a 33,9 milioni di euro. Nel 2024, il COGS è salito al 59,4% dei ricavi, pari a 43,3 milioni di euro. Nello stesso periodo, i ricavi di M&S sono cresciuti del 38% nel 2022, del 42% nel 2023 e del 24% nel 2024. Dopo il picco raggiunto nel primo semestre 2023, la situazione si è stabilizzata sia nel S1 che nel S2 2024, con una percentuale di ricavi rispettivamente del 58% e del 61%. Nel complesso, dopo una significativa accelerazione nel 2023, l'EBITDA margin è leggermente diminuito nel 2024, attestandosi al 21,4% (-60 bps YoY).

M&S capitalizza questa situazione di mercato attraverso un mix di effetti volume-prezzo. Il primo, non pienamente sfruttato fino al 2024, è legato all'apertura di due nuovi stabilimenti volti a moltiplicare la produzione. Il secondo è trasferito ai suoi clienti, poiché M&S gode di un forte potere negoziale. Ciò è dovuto (1) al numero limitato di attori come M&S in grado di offrire soluzioni di agrumi su misura con una qualità e una standardizzazione del prodotto elevate (riproduzione identica nel tempo) e (2) alle preferenze dei consumatori finali, che costringono gli operatori dell'industria degli aromi come Robertet a utilizzare gli agrumi nei loro prodotti.

Guardando al futuro, le promesse dei nuovi stabilimenti includono, tra le altre cose, una maggiore capacità di M&S di essere più reattiva alle esigenze dei consumatori finali trasmesse dai produttori dell'industria degli aromi come Robertet. M&S trarrebbe vantaggio da una gestione interna degli acquisti, riducendo sia i costi (dall'outsourcing alla gestione interna delle scorte) sia i tempi di produzione (disponibilità di magazzino in tempo reale). Ciò aumenterebbe il margine operativo (riduzione dei costi) e migliorerebbe i tempi di consegna ai produttori di aromi, raggiungendo in ultima analisi il mercato finale più velocemente.

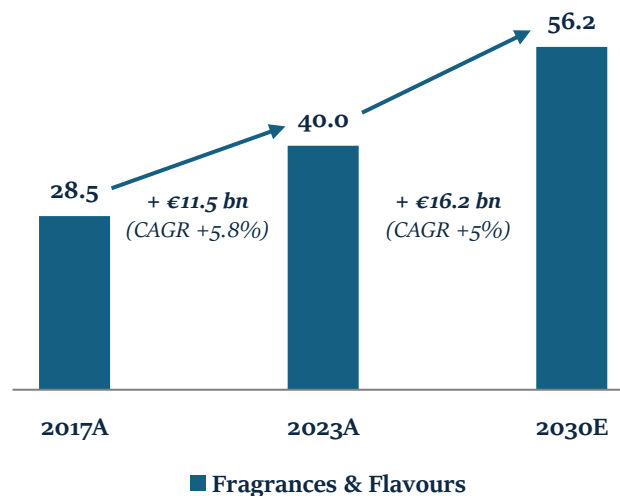
Aromi e succhi: i mercati trainati dalla crescente domanda

Il mercato più significativo per M&S è quello degli oli essenziali e degli aromi, dato il mix di prodotti nel suo fatturato. Attraverso l'influenza sull'olfatto e sul gusto dei clienti, la fragranza e il sapore sono elementi fondamentali. Definiscono un prodotto, consentendo ai clienti di differenziarlo dagli altri. Il sapore è un componente chiave, in particolare nelle bevande, negli alimenti e nei prodotti farmaceutici, in quanto attiva le papille gustative. Per quanto riguarda la fragranza, svolge un ruolo più cruciale nei profumi e nei prodotti per la cura della persona, stimolando l'olfatto. I produttori si concentrano sulla creazione di prodotti sufficientemente bilanciati per fornire una stimolazione sia olfattiva che gustativa, tenendo sotto controllo il costo del prodotto finito.

Tendenze di mercato degli aromi

Secondo Statista, nel 2023 il mercato degli aromi, delle fragranze e degli aromi è stato valutato a 40 miliardi di euro, con un CAGR previsto del +5% dal 2023 al 2030.

Mercato globale degli aromi, dei sapori e delle fragranze (2017-2030, miliardi di euro)



Fonte: Statista

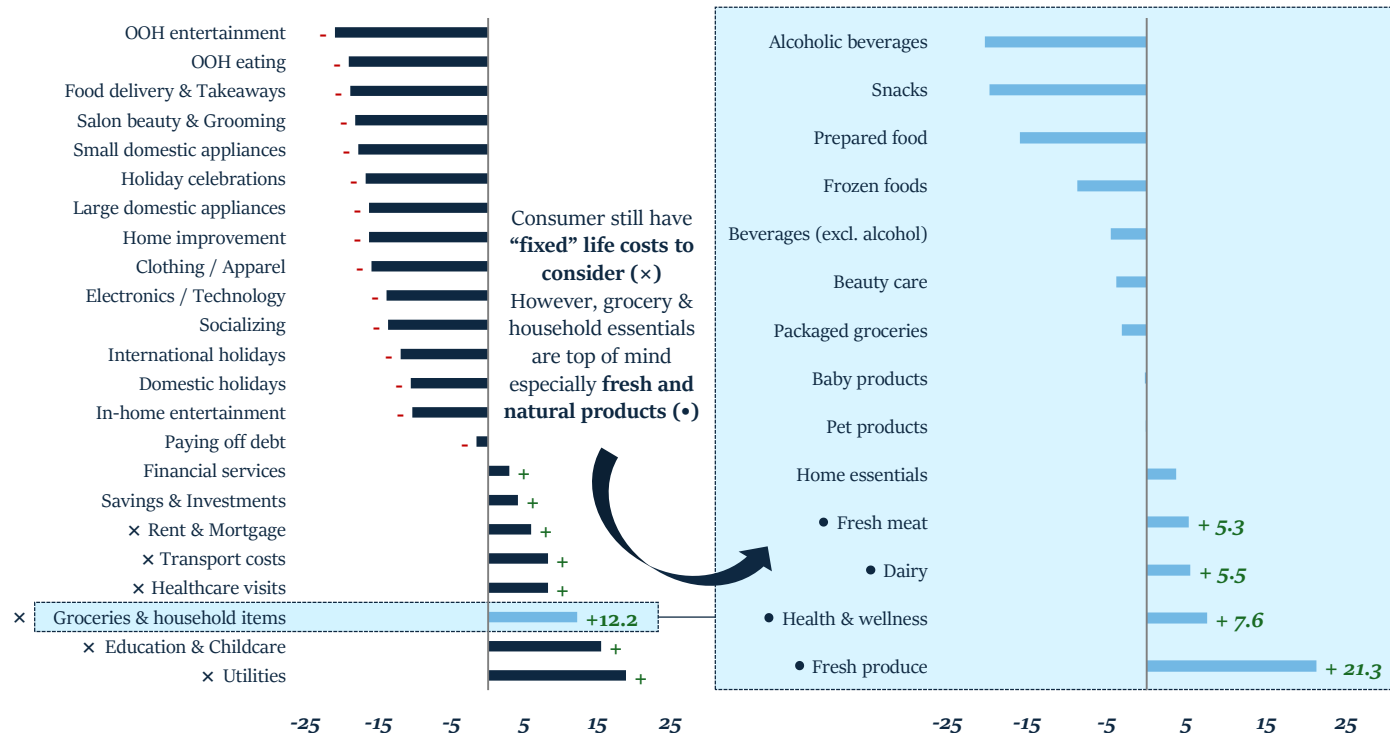
Questa previsione di crescita è supportata dalle tendenze sottostanti:

- (i) **Una popolazione globale in crescita:** questo influenza positivamente il consumo di cibo e, a sua volta, la domanda di aromi. Secondo le Nazioni Unite, la popolazione mondiale potrebbe raggiungere i 9,7 miliardi entro il 2050.
- (ii) **Desiderio di esclusività:** i consumatori sono sempre più alla ricerca di esperienze uniche, soprattutto quando si tratta di sapori. Secondo un rapporto di Kerry, tre consumatori su quattro dicono di essere incuriositi da sapori nuovi e meno comuni. Le preferenze degli agrumi si distinguono per l'esistenza di oltre 1.200 varietà.
- (iii) **Attrazione per gli agrumi:** secondo il rapporto Kerry, il 53% e il 45% dei consumatori considerano rispettivamente il limone e l'arancia i loro gusti preferiti, collocandoli tra i primi 10 gusti.

L'uso di aromi naturali è una strategia promettente che considera:

- (i) **Preoccupazioni sui prodotti sintetici:** i consumatori sono sempre più inclini alle alternative naturali, poiché sono percepite come più sicure e vantaggiose.
- (ii) **I prodotti naturali guadagnano competitività:** le innovazioni hanno reso i prodotti naturali competitivi rispetto alle opzioni sintetiche, dissipando la loro precedente reputazione di essere "meno efficaci".
- (iii) **I consumatori chiedono maggiore trasparenza** per quanto riguarda l'origine, i metodi di produzione e la lavorazione dei prodotti che consumano, privilegiando opzioni naturali minimamente lavorate.
- (iv) **Vincoli legali che incoraggiano i prodotti naturali:** nel 2023, la Commissione europea (CE) ha adottato una direttiva che vieta l'uso di sostanze cancerogene, mutagene e tossiche per la riproduzione nei prodotti cosmetici. Questo fa parte di una serie continua di aggiornamenti apportati dalla CE per garantire prodotti di consumo più sicuri.

Modifica delle intenzioni di spesa (H1 2024 -H1 2025, in bps)

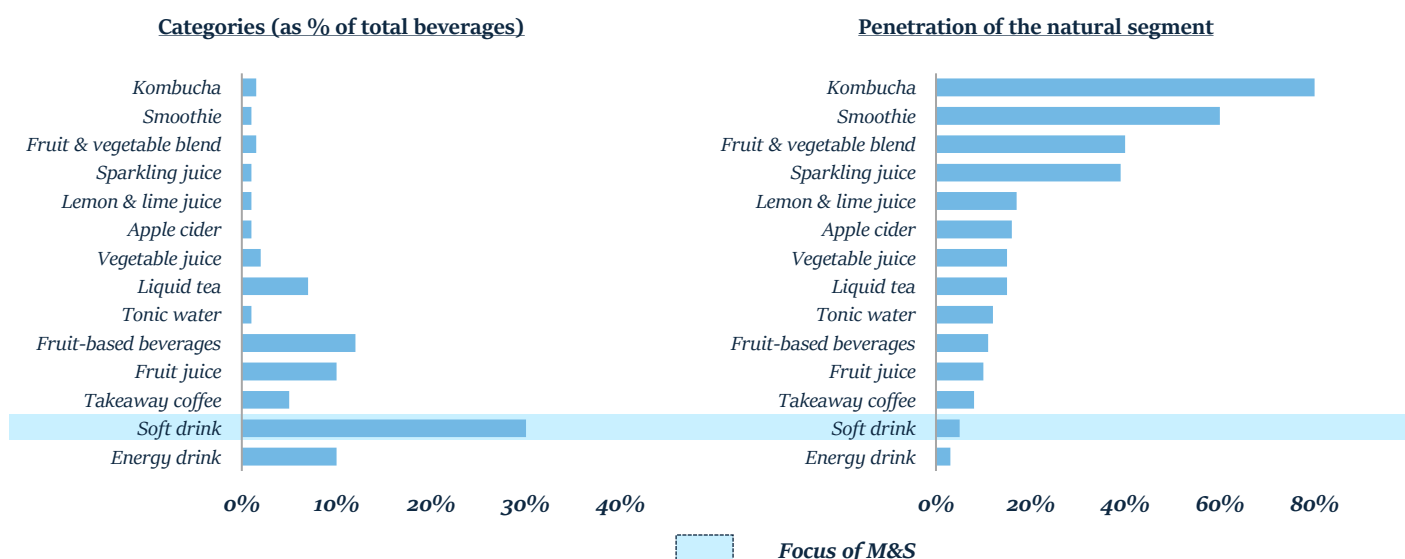


Nota: il Δ nella spesa = % degli intervistati che spende di più - % degli intervistati che spende di meno - Fonte: Nielsen IQ

Secondo Nielsen IQ, la spesa dei consumatori per alimenti e prodotti per la casa è la terza categoria di spesa che i consumatori prevedono di aumentare maggiormente tra giugno 2024 e giugno 2025. Nel complesso, le intenzioni di spesa globale per questa categoria sono attese in crescita del +12,2%. Questo aumento è guidato da quattro sottocategorie chiave: carne fresca, prodotti lattiero-caseari, prodotti per la salute e il benessere e prodotti freschi. Ciò che accomuna queste categorie è l'attenzione alla naturalità e ai benefici per la salute e il benessere che offrono ai consumatori. Si prevede che questa tendenza avrà un impatto positivo sui prodotti minimamente lavorati e composti da ingredienti naturali, come gli oli essenziali di M&S.

Il mercato delle bevande analcoliche rappresenta un'opportunità di crescita per M&S, data la sua significativa esposizione a questo segmento. Sebbene le bevande analcoliche rappresentino il 33% del mercato globale delle bevande, solo il 2% contiene ingredienti naturali. Ciò evidenzia il vasto potenziale delle alternative naturali.

Penetrazione degli ingredienti naturali tra le varie bevande presenti sul mercato



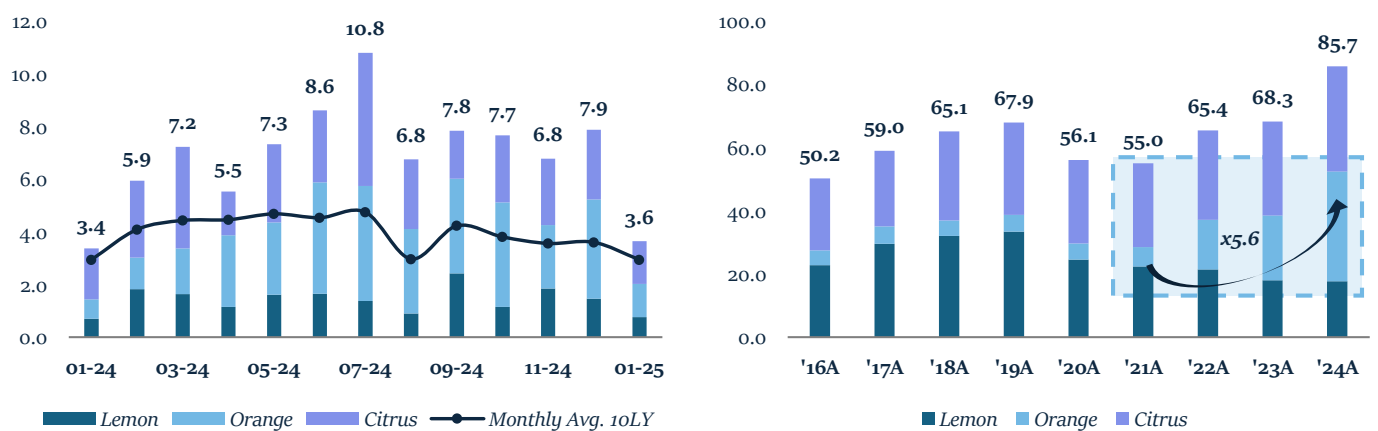
Fonte: Bloomberg

Tra gli aromi naturali, gli oli essenziali a base di agrumi rappresentano una nicchia con una forte domanda. Secondo Fact.MR, dovrebbero crescere a un CAGR del +5,1%, raggiungendo circa 14 miliardi di euro entro il 2033. Entro il 2033, si prevede che gli Stati Uniti consolideranno la loro posizione di primo mercato per le essenze di agrumi, con un CAGR del +5,5% (2022-2033). In Cina, l'impatto dovrebbe essere ancora più significativo, con un CAGR del +6,6% nello stesso periodo.

Gli agrumi hanno il vantaggio di essere ampiamente apprezzati per la loro applicazione come aroma in alimenti e bevande:

- (v) Le essenze di agrumi offrono flessibilità alle case aromatizzatrici, in quanto possono essere utilizzate come aromi, coloranti o additivi.
- (vi) Gli agrumi sono apprezzati per il loro effetto rinfrescante e come esaltatore sensoriale e di gusto.
- (vii) Attirando consumatori attenti alla salute, gli agrumi sono riconosciuti per i loro benefici nutrizionali e il potenziale di aumentare l'immunità.

Sviluppo delle esportazioni e importazioni di oli essenziali di agrumi dall'Italia (2016-2025, in milioni di euro)



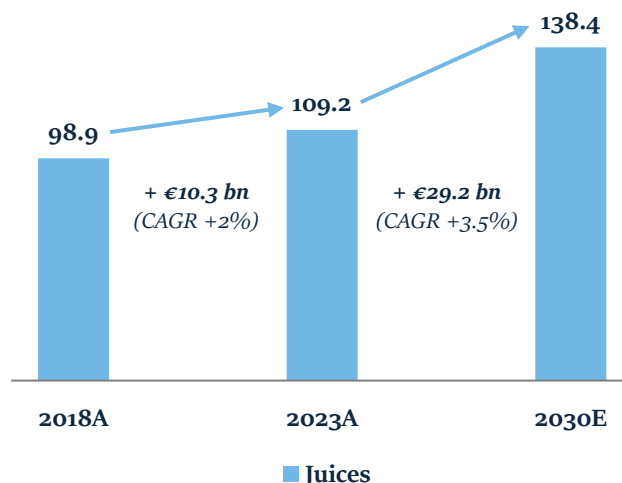
Fonte: EuroStat

In Italia si è registrata una tendenza storicamente al rialzo delle esportazioni e delle importazioni di oli essenziali di agrumi. Tra il 2016 e il 2020, il mercato è rimasto relativamente stabile, oscillando tra i 50 e i 68 milioni di euro all'anno. Tuttavia, tra il 2021 e il 2023, le esportazioni sono aumentate del +55,9%, passando da 55 milioni di euro a 85,7 milioni di euro, con un CAGR del +11,7%. Questa crescita è stata in gran parte trainata da un aumento significativo degli oli essenziali di arancio: nel 2021 rappresentavano l'11,3% delle esportazioni totali, ma nel 2024 questa percentuale era salita al 40%. Con un livello record raggiunto nel 2024, le esportazioni hanno superato la media mensile storica (basata sugli ultimi 10 anni) in ogni singolo mese. A gennaio 2025 la performance è stata replicata con 3,6 milioni di euro di esportazioni, un aumento di +0,2 milioni di euro a/a e +0,7 milioni di euro rispetto alla media mensile a 10 anni. Il mix di prodotti è cambiato, con un rimbalzo della percentuale di oli essenziali di limone, che ora costituiscono il 44% del totale. Questa tendenza si allinea con l'impennata dei prezzi delle arance, che hanno raggiunto il picco nel gennaio 2025, a 2,6 euro al chilogrammo.

Tendenze di mercato per i succhi di frutta

Sebbene meno esposta al mercato dei succhi, M&S beneficia di proiezioni future favorevoli. Secondo Statista, il mercato dovrebbe raggiungere un valore di circa 138,4 miliardi di euro entro il 2029, con un CAGR del +3,5% tra il 2023 e il 2030. L'Europa rappresenta il 27% di questo mercato, con un CAGR del +5,2% tra il 2022 e il 2027.

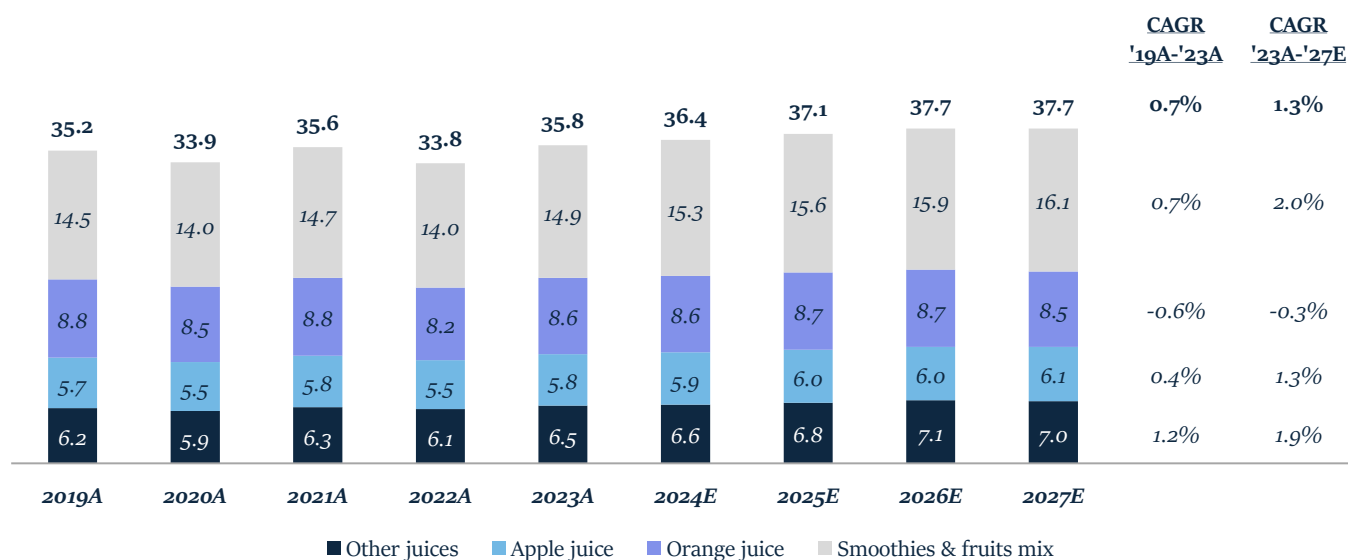
Mercato mondiale dei succhi di frutta (2023-2030, milioni di euro)



Fonte: Statista

Secondo Statista, entro il 2027 i volumi globali venduti dovrebbero raggiungere i 37,7 miliardi di litri. Questa evoluzione sarà altrettanto favorevole a M&S, data l'amplificazione di questa crescita. Mentre tra il 2019 e il 2023 i volumi venduti sono aumentati in media del +0,7% annuo, tra il 2023 e il 2027 si prevede che saliranno al +1,3%.

Volume globale di succhi venduti per frutta (2019-2027, miliardi di litri)



Fonte: Statista

Aromi e succhi: mercati protetti da forti barriere all'ingresso

L'industria degli aromi è un mercato con forti barriere all'ingresso, guidato da richieste molto specifiche dei clienti. Questo crea una dinamica unica tra le aziende specializzate nel settore degli aromi e i loro partner. Il cambio di fornitore comporta una serie complessa di considerazioni:

- (i) **I clienti cercano profili aromatici precisi:** essere in grado di riprodurli costantemente nel tempo è essenziale. Questa capacità consente ai produttori di aromi come M&S di posizionarsi come partner su cui le case di aromi fanno affidamento.
- (ii) **Le normative che favoriscono l'approvvigionamento locale** e le questioni di sostenibilità incoraggiano le aziende a stabilire strette relazioni con i produttori di aromi regionali. Questo approccio geografico favorisce una profonda collaborazione e un impegno condiviso per pratiche responsabili.
- (iii) **Le relazioni di lunga data** tra le case di aromatizzazione e i fornitori come M&S si basano non solo sulla competitività dei prezzi, ma anche sulla fiducia. Stabilire un rapporto di fiducia così solido richiede un investimento significativo.
- (iv) **Le variazioni stagionali influiscono sul volume e sul prezzo degli agrumi.** L'esperienza di un fornitore consente loro di anticipare queste fluttuazioni e garantire la disponibilità dei prodotti per i clienti.
- (v) **Le ricette delle bevande sono proprietà intellettuali** che vengono tenute segrete, complicando l'ingresso di nuovi concorrenti. Dovranno affrontare la sfida di comprendere i sottili profili aromatici ricercati dalle case di aromatizzazione.

La combinazione di questi fattori crea una forte relazione tra gli attori dell'industria degli aromi e complica la penetrazione del mercato. I principali attori sfruttano la loro esperienza e le loro risorse per guadagnare quote di mercato, creando una dinamica favorevole alle opportunità di crescita.

Il mercato italiano delle essenze di agrumi è in continua evoluzione, rappresentando un driver di crescita per il settore degli aromi a livello globale. M&S gioca un ruolo di primo piano in questo senso, in particolare con un margine EBITDA superiore a quello dei suoi concorrenti. Il concorrente più vicino ha un fatturato superiore di circa 6 milioni di euro, ma l'EBITDA margin di M&S è significativamente superiore, con un differenziale di +510 bps.

Analisi competitiva delle M&S nel mercato italiano (oli essenziali e succhi)

Peers	Oils & Juices	Production	Fruits used	Location	# employees	Revenue '24A	EBITDA '24A
		 30 000 m ²	<ul style="list-style-type: none"> Orange Lemon Other citrus fruits 	 <i>Sicile</i>	 60	€ 72.8m	€ 15.6m 21.4% margin
		 11 000 m ²	<ul style="list-style-type: none"> Orange Bergamot Other citrus fruits 	 <i>Calabre</i>	 c. 110	€ 78.9m ⁽¹⁾	€ 12.9m ⁽¹⁾ 16.3% margin
		 20 000 m ²	<ul style="list-style-type: none"> Orange & lemon Other citrus fruits Other fruits 	 <i>Calabre</i>	 80	€ 70.3m ⁽¹⁾	€ 10.4m ⁽¹⁾ 14.8% margin
		 50 000 m ²	<ul style="list-style-type: none"> Orange Lemon Mandarin 	 <i>Sicile</i>	 c. 80	€ 33.9m ⁽¹⁾	€ 3.1m ⁽¹⁾ 9.1% margin
		 11 000 m ²	<ul style="list-style-type: none"> Orange & mandarin Lemon Other citrus fruits 	 <i>Sicile</i>	 c. 65	€ 28.5m ⁽¹⁾	€ 1m ⁽¹⁾ 3.5% margin
		 37 000 m ²	<ul style="list-style-type: none"> Orange & mandarin Lemon Other citrus fruits 	 <i>Sicile</i>	 c. 60	€ 20.9m ⁽¹⁾	€ 2.2m ⁽¹⁾ 10.5% margin
		 n.d.	<ul style="list-style-type: none"> Orange Lemon Other citrus fruits 	 <i>Sicile</i>	 c. 60	€ 18.0m ⁽¹⁾	€ 3.4m ⁽¹⁾ 18.9% margin
		 n.d.	<ul style="list-style-type: none"> Orange Lemon Other citrus fruits 	 <i>Sicile</i>	 n.d.	€ 13.5m ⁽¹⁾	€ 1.6m ⁽¹⁾ 11.9% margin
		 n.d.	<ul style="list-style-type: none"> Orange & mandarin Lemon Other citrus fruits 	 <i>Sicile</i>	 c. 10	€ 13.6m ⁽¹⁾	€ 1.6m ⁽¹⁾ 11.8% margin

⁽¹⁾ Dati dal 2023 - Fonti: Factset, informazione pubblica, Aida Bureau van Dijk, TP ICAP Midcap

Strategia di crescita di M&S

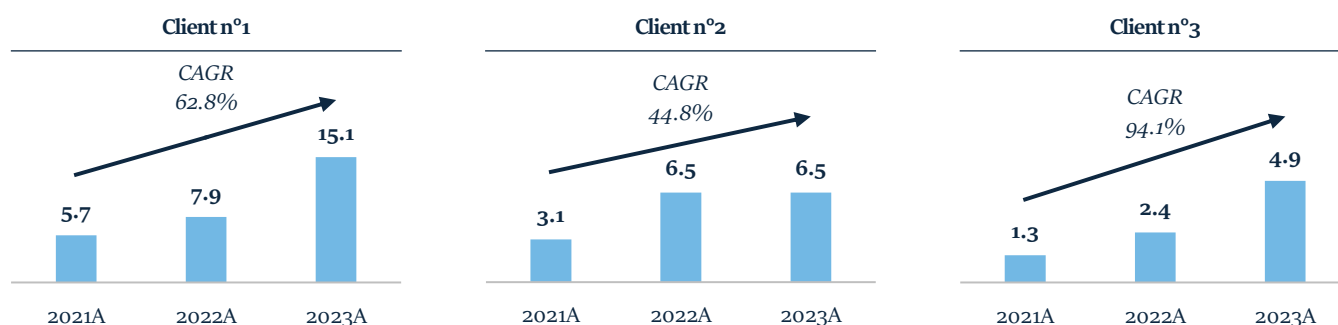
Dalla sua creazione, M&S si è sviluppata attraverso una crescita organica, basata su due pilastri: solide relazioni con i clienti esistenti e ricerca di nuove partnership. L'ammodernamento e l'ampliamento del sito produttivo di Furci Siculo è stato un fattore determinante, che ha migliorato l'immagine dell'azienda presso i partner. Successivamente, la ristrutturazione di M&S, iniziata nel 2021, ha permesso all'azienda di raddoppiare il fatturato nel giro di due anni. Infine, l'investimento effettuato nel 2023 in due nuovi siti produttivi è stato finalizzato ad accelerare la crescita del gruppo ottimizzando e incrementando la produzione.

La strategia futura di M&S ruota attorno a due fattori chiave: (i) Crescita organica (ii) Ottimizzazione logistica e produttiva. Sebbene la crescita esterna sia un'opzione in esame, l'azienda deve ancora stabilire una strategia specifica in tal senso. Due tipi di operatori potrebbero rivelarsi rilevanti: (1) un'azienda posizionata nel mercato degli aromi e degli oli essenziali, esclusi i prodotti a base di agrumi. In questo caso, M&S diversificherebbe il proprio portafoglio prodotti e si rivolgerebbe a un nuovo mercato (integrazione orizzontale). (2) Un'azienda che produce oli essenziali e agrumi. Ciò garantirebbe a M&S una visibilità diretta sulle materie prime e un controllo ancora maggiore sulla catena di produzione degli oli essenziali (integrazione verticale).

(i) Crescita organica

La futura crescita dei ricavi per M&S appare altamente probabile per tre motivi: (1) una base clienti in crescita, (2) una domanda di prodotti diversificata e in crescita, (3) aree geografiche ben mirate con un alto potenziale.

Vendite storiche di M&S ai primi 3 clienti (2021-2023, milioni di euro)



Fonti: M&S, TP ICAP Midcap

Lo sviluppo della propria base clienti in mercati strategici come le Americhe e l'India garantisce una crescita sostenuta degli ordini a medio termine. Questa dinamica è in parte guidata da diversi contratti chiave, che garantiscono un flusso di entrate significativo nei prossimi 5-10 anni. Questo asset rafforza la resilienza di M&S contro le potenziali fluttuazioni della domanda dei consumatori finali. Inoltre, la visibilità che M&S ha sui suoi ordini futuri consente all'azienda di ottimizzare la sua produzione, in particolare attraverso una gestione proattiva dei costi delle materie prime. In un contesto in cui i prezzi degli agrumi sono particolarmente volatili, questo approccio anticipatorio mitiga il rischio per il suo margine operativo.

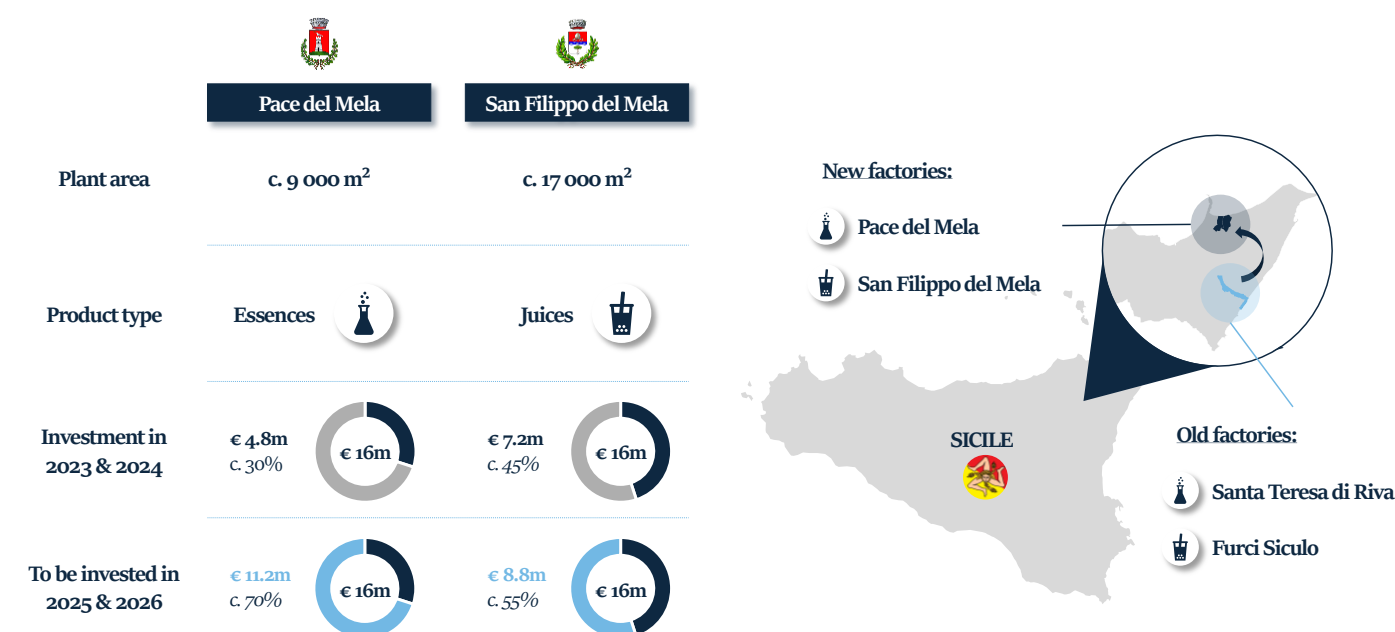
Il mix di prodotti di M&S è fortemente correlato a quello dei suoi clienti, i produttori di prodotti finiti. Pertanto, M&S non ha una visibilità diretta sulla domanda dei consumatori finali. Sebbene M&S anticipi le tendenze future, non ha il potere di proporre direttamente nuovi prodotti, poiché si basa sul processo decisionale dei suoi clienti, i produttori di prodotti finiti. Tuttavia, attraverso la sua ricerca e sviluppo e le sue relazioni di lunga data, M&S è in grado di garantire la disponibilità di prodotti con sapori e aromi innovativi in un contesto di fiducia e lealtà. A nostro avviso, sebbene l'impatto sinergico del mix di prodotti sui ricavi sia difficile da quantificare, l'azienda trarrà vantaggio dall'accelerazione dei mercati dei profumi e della cura della persona. Tra il 2023 e il 2029, Statista prevede per questo mercato un CAGR del +3,2%, particolarmente favorevole per M&S considerando la crescente preferenza dei consumatori per i prodotti naturali, spesso percepiti come più sicuri per la salute.

M&S è esposta principalmente all'Europa e agli Stati Uniti (circa l'80% del fatturato). L'azienda è consapevole del potenziale di crescita nei paesi emergenti, in particolare in India, guidato da fattori macroeconomici (crescita demografica) e dall'attrazione per la nicchia degli oli essenziali di agrumi. M&S si rivolge a questo mercato attraverso un partner che distribuisce i prodotti con il marchio "Misitano & Stracuzzi", un accordo fondamentale che consente all'azienda di diffondere la propria immagine di marca in India. Inoltre, la finalizzazione dello strategic advisory board nel novembre 2024 rafforza la strategia complessiva di M&S, compresa l'espansione internazionale. Questo comitato consultivo è composto da tre ex dirigenti esperti: Daemmon Reeve, ex Presidente e CEO di Treatt plc dal 2012 al 2023, Bhavesh Shah, ex Manager di Procter & Gamble, e Alain Frix, ex Vice Presidente delle Vendite di Symrise (vedi allegati). La combinazione di questi elementi ci offre una prospettiva decisamente positiva sulla capacità di M&S di catturare la crescita del mercato internazionale.

(ii) Ottimizzazione logistica della catena del valore

Per una crescita ottimale, M&S ha scelto di investire nella propria capacità produttiva. L'investimento prevede la realizzazione di due nuovi stabilimenti in provincia di Messina, per una superficie di circa 30.000 m². Il completamento dei due progetti è previsto entro l'inizio del primo semestre del 2025. L'unità di produzione degli oli essenziali sarà trasferita da Santa Teresa di Riva a Pace del Mela, mentre l'unità di estrazione dei succhi e degli oli essenziali si sposterà da Furci Siculo a San Filippo del Mela, in un secondo stabilimento. L'investimento è stato valutato a 32 milioni di euro, di cui M&S ha già rappresentato circa 12 milioni di euro nel 2023 e nel 2024 per l'acquisizione di terreni e gli sviluppi iniziali. I restanti 20 milioni di euro saranno stanziati nel 2025 e nel 2026.

Trasferimento degli impianti di produzione di benzina e succhi di M&S (fine dei progetti H2 2025)



Fonti: M&S, TP ICAP Midcap

Fino al 2023, M&S non è stata in grado di mantenere scorte fisiche nei suoi stabilimenti. L'azienda si è affidata a terzi, che l'hanno esposta alle fluttuazioni della domanda. Senza accesso diretto alle materie prime, sia i tempi che i costi hanno interrotto l'efficienza dei suoi processi industriali. La creazione dei due nuovi siti produttivi affronta questi problemi. In futuro, l'azienda avrà accesso e controllo diretto sulle proprie materie prime, con conseguente riduzione dei costi dei servizi senza la necessità di coinvolgimento di terze parti e una maggiore capacità di stoccaggio. Stimiamo che la transizione non sarà immediata, in quanto richiederà adattamenti, in particolare in termini di numero di dipendenti. Nel breve termine, prevediamo un leggero calo dei margini operativi. Tuttavia, nel medio e lungo termine, M&S sarà in grado di ottimizzare significativamente la propria produzione, con una maggiore agilità per rispondere più rapidamente alle esigenze dei clienti e capitalizzare maggiori opportunità di mercato. Riteniamo che la combinazione di questi fattori avrà un impatto positivo sui margini operativi e sui volumi di produzione.

L'automazione dei processi rappresenta un altro miglioramento con i nuovi siti produttivi. Un esempio è il dosaggio e la pesatura automatizzati di miscele di soluzioni liquide. Il vantaggio risiede in una migliore qualità del prodotto che soddisfa meglio le esigenze dei clienti. Nel settore del microdosaggio, anche piccole variazioni hanno impatti significativi. Inoltre, l'aumento della produttività si ottiene attraverso l'automazione del processo da parte delle macchine. Sebbene la supervisione umana rimanga fondamentale per monitorare il processo, la macchina può eseguire l'attività in modo continuo. A nostro avviso, l'impatto sarà simile a quello del miglioramento della gestione delle scorte: un periodo di aggiustamento a breve termine, seguito da una progressiva crescita dei margini operativi nel medio e lungo periodo.

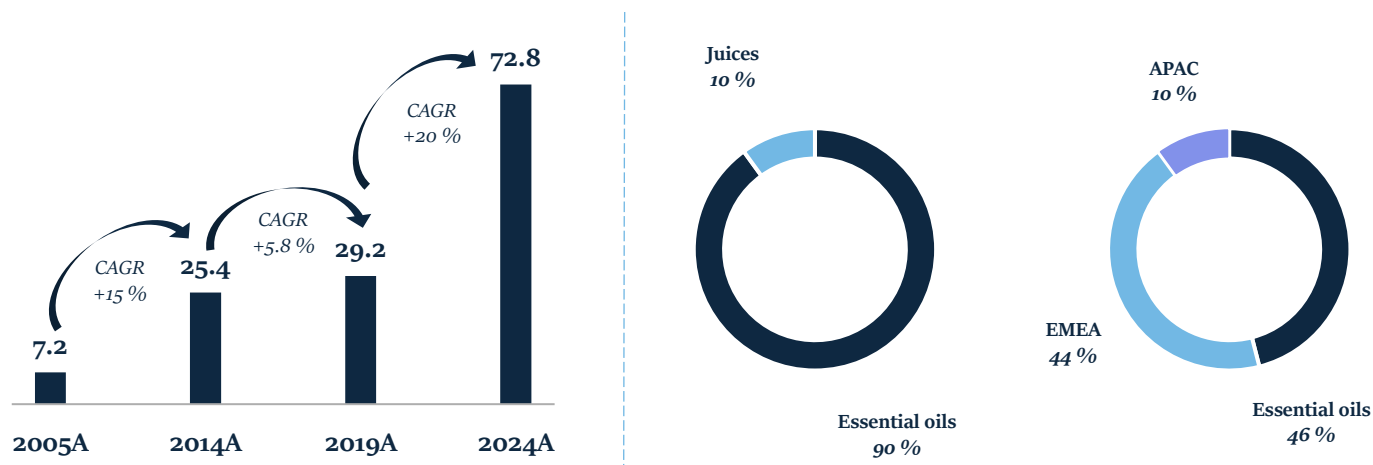
Lo spazio guadagnato nei nuovi siti consente inoltre a M&S di sviluppare un centro di ricerca e sviluppo completo. L'investimento umano e tecnologico rimane una strategia centrale per l'azienda. La diversificazione della sua gamma di prodotti sarà guidata attraverso la ricerca e lo sviluppo, con uno degli obiettivi di M&S che sarà quello di espandere orizzontalmente il proprio portafoglio prodotti oltre i prodotti a base di agrumi. Sebbene l'impatto sui margini operativi sia probabilmente positivo, grazie al mix di prodotti che si adatta alla domanda del mercato finale, riconosciamo che stimare questo impatto è più difficile a causa della limitata visibilità dei risultati della ricerca e sviluppo.

Dati finanziari e proiezioni

Risultati finanziari storici

Dalla modernizzazione dei suoi siti produttivi iniziata nei primi anni 2000, M&S ha registrato una crescita significativa anno dopo anno. Tra il 2005 e il 2014, i ricavi sono cresciuti a un CAGR del +15%. Dopo un periodo relativamente stabile, i ricavi dell'azienda sono aumentati a un CAGR del +20% tra il 2019 e il 2024, grazie a una ristrutturazione della governance e del top management, oltre a un significativo aumento della quota di mercato.

Andamento storico delle vendite (2005-2024, in milioni di euro) e ripartizione delle vendite per business e regione (2024)

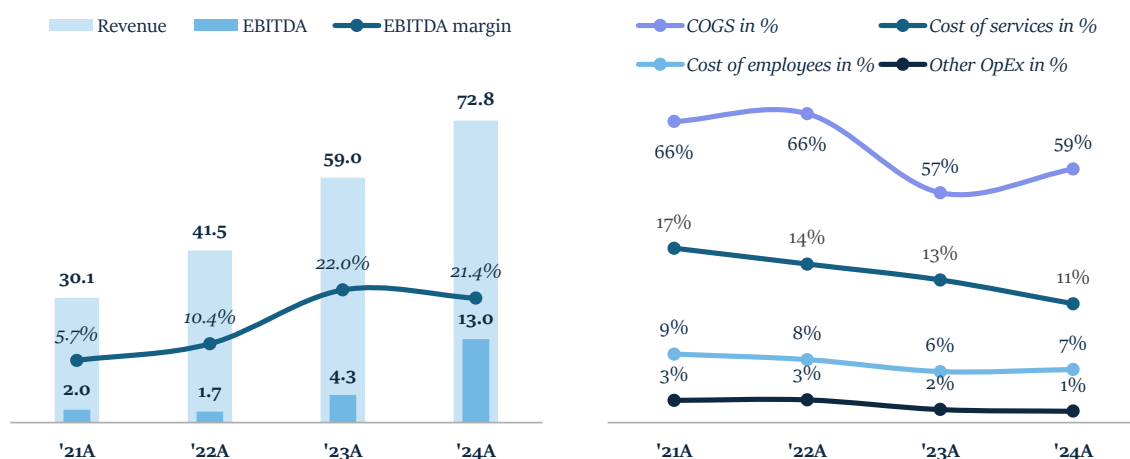


Fonti: M&S, TP ICAP Midcap

Nel 2024, i ricavi hanno raggiunto i 72,8 milioni di euro, trainati principalmente dall'aumento dei volumi di vendita, principalmente dagli oli essenziali e, in misura minore, dai succhi. Stimiamo che il 90% delle entrate del 2024 provenga dagli oli essenziali. Inoltre, dal 2021, le vendite al di fuori dell'Europa sono cresciute, trainate dallo sviluppo di nuovi mercati e dalla domanda sostenuta di quelli consolidati.

I costi operativi di M&S sono costituiti principalmente dall'acquisto di materie prime (59,4% dei ricavi nel 2024) e dai costi dei servizi come il trasporto (11% dei ricavi nel 2023). Nonostante l'aumento del costo delle materie prime, l'azienda è riuscita a controllarne l'impatto sui margini. Dopo una significativa flessione nel 2023 (-880 bps rispetto al 2022), i costi di acquisto delle materie prime hanno visto un lieve aumento nel 2024 (+90 bps), in linea con l'andamento dei prezzi dei materiali (comprese le arance). Nel complesso, l'EBITDA margin è in lieve flessione, attestandosi al 21,4% nel 2024 (-60 bps rispetto al 2023). Dal 2022, l'azienda ha migliorato la propria redditività grazie alla crescita dei volumi, a un migliore mix di prodotti e a un effetto positivo sui prezzi. L'attenzione sugli oli essenziali è stata cruciale, dato l'impatto della malattia dell'inverdimento sui prezzi e sui volumi degli agrumi. Inoltre, la ricerca interna ha contribuito allo sviluppo di soluzioni su misura per il mercato, aumentando così il valore dei loro prodotti.

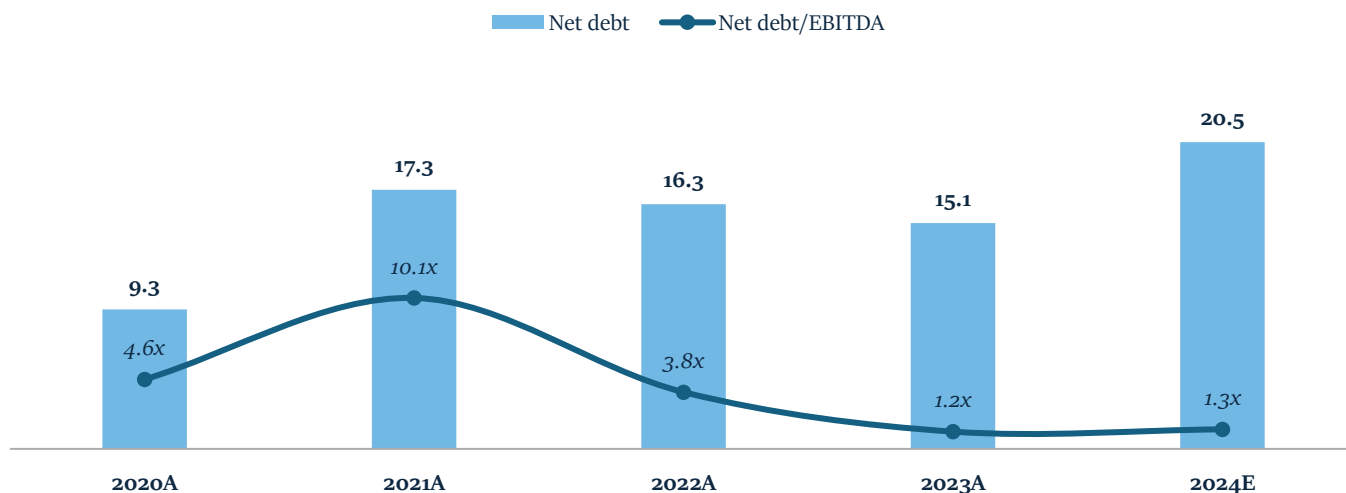
Fatturato ed EBITDA (2020-2024, in milioni di euro) e costi operativi (2021-2024, in % del fatturato)



Fonti: M&S, TP ICAP Midcap

Nel 2024 l'indebitamento finanziario netto ha raggiunto i 20,5 milioni di euro (posizione di cassa netta negativa), segnando un aumento di +5,4 milioni di euro. Tale lieve aumento è dovuto ad una minore generazione di cassa impattata da significativi investimenti (-6,8 milioni di euro), da una sostanziale variazione del capitale circolante (-25,1 milioni di euro) e da un aumento complessivo dell'indebitamento di +10,9 milioni di euro. Queste scelte strategiche sono state fatte, da un lato, per espandere la produzione (con nuovi siti finanziati da proventi e debiti) e, dall'altro, per sostenere la domanda del mercato mantenendo livelli di stock consistenti (attenuando le fluttuazioni dei prezzi di acquisto).

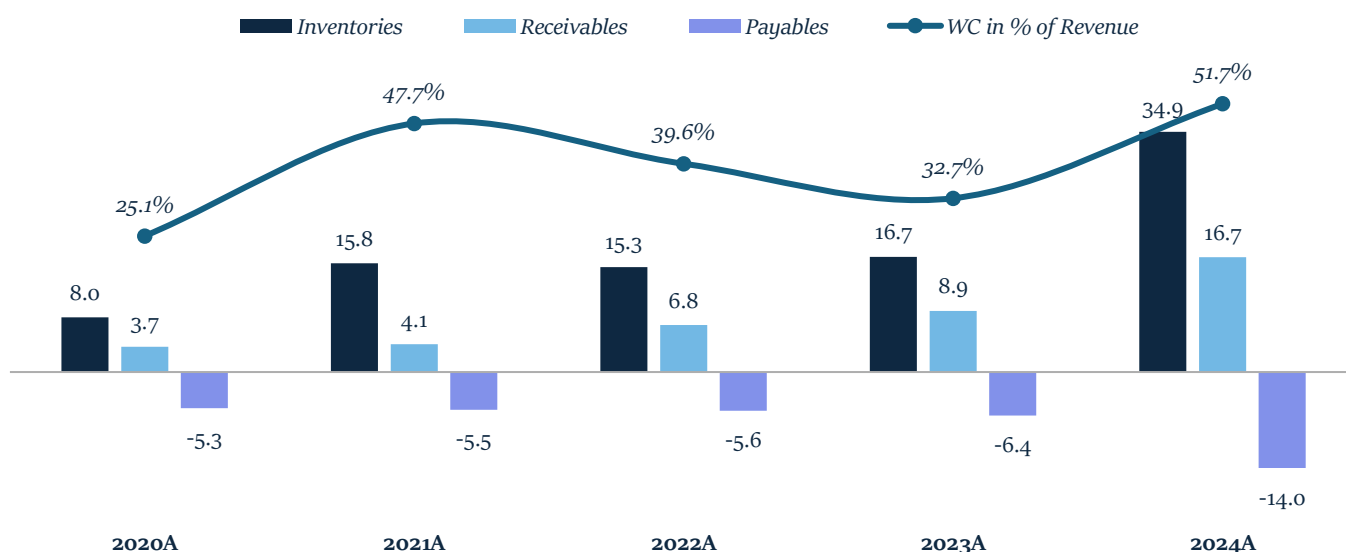
Variazione dell'indebitamento finanziario netto (2020-2024, in m€)



Fonti: M&S, TP ICAP Midcap

Gli oli essenziali hanno una lunga durata di conservazione e iniziano a scadere solo dopo due anni. Dal 2021, M&S ha gradualmente aumentato le proprie scorte per contrastare potenziali interruzioni della catena di approvvigionamento e fluttuazioni dei prezzi delle materie prime, in particolare nel contesto dell'impatto dell'inverdimento sugli agrumi. Lo stock accumulato dal gruppo è costituito principalmente da oli essenziali, che sono attività relativamente liquide e possono quindi essere vendute quasi immediatamente. L'azienda ha bisogno di finanziamenti a breve termine per pagare i suoi fornitori di frutta. Per assicurarsi i migliori agrumi, M&S paga i suoi fornitori in anticipo, il che complica qualsiasi trattativa per i termini di pagamento (rimanendo costanti dal 2019 al 2023). Tuttavia, questa situazione è migliorata nel 2024 con una maggiore capacità negoziale. Di conseguenza, il fabbisogno di capitale circolante (WCR) della società si è progressivamente spostato verso una posizione più negativa, riflettendo un maggiore fabbisogno di finanziamento. Nel 2024, il WCR ha rappresentato circa il 52% delle entrate, rispetto al 33% del 2023.

Variazione dei requisiti di capitale circolante (2019-2024, in milioni di euro)



Fonti: M&S, TP ICAP Midcap

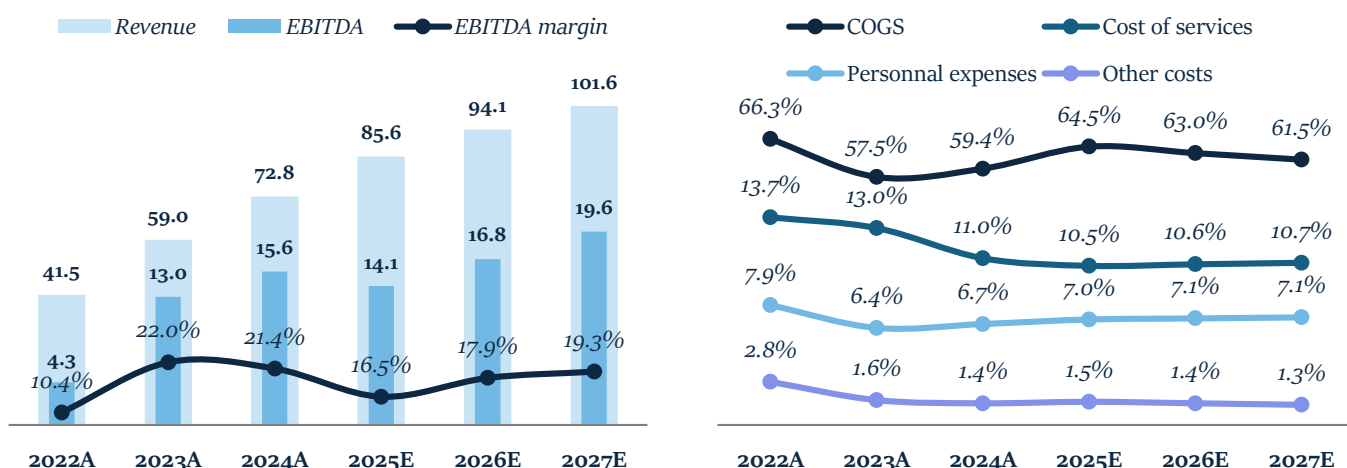
Previsioni decisamente ottimistiche

I risultati dell'esercizio 2024 sono soddisfacenti, con un fatturato di 72,8 milioni di euro (+23,4% a/a) e un EBITDA di 15,6 milioni di euro (+19,7% a/a), con un EBITDA margin del 21,4%.

Alla luce di questi risultati e delle dinamiche macroeconomiche favorevoli, abbiamo adottato una previsione ottimistica che prevede una solida crescita dei ricavi, con un CAGR del +11,7% tra il 2024 e il 2027 (a fronte di un CAGR del +5% sul mercato di riferimento secondo Statista). Questa crescita sarà trainata sia dal segmento degli oli essenziali che da quello dei succhi, con un fatturato previsto di 101,6 milioni di euro nel 2027. Prevediamo che le vendite rimarranno focalizzate sugli oli essenziali, mantenendo un mix di prodotti simile (circa il 90% dei ricavi nel 2028).

L'avvio dei nuovi siti di produzione entro la metà del 2025, che potrebbe almeno quadruplicare l'attuale linea di produzione, insieme all'aumento dei volumi degli ordini, al miglioramento dell'efficienza della catena del valore e alla strutturazione del consiglio strategico, forniscono una solida base per le nostre proiezioni, che superano le stime di mercato.

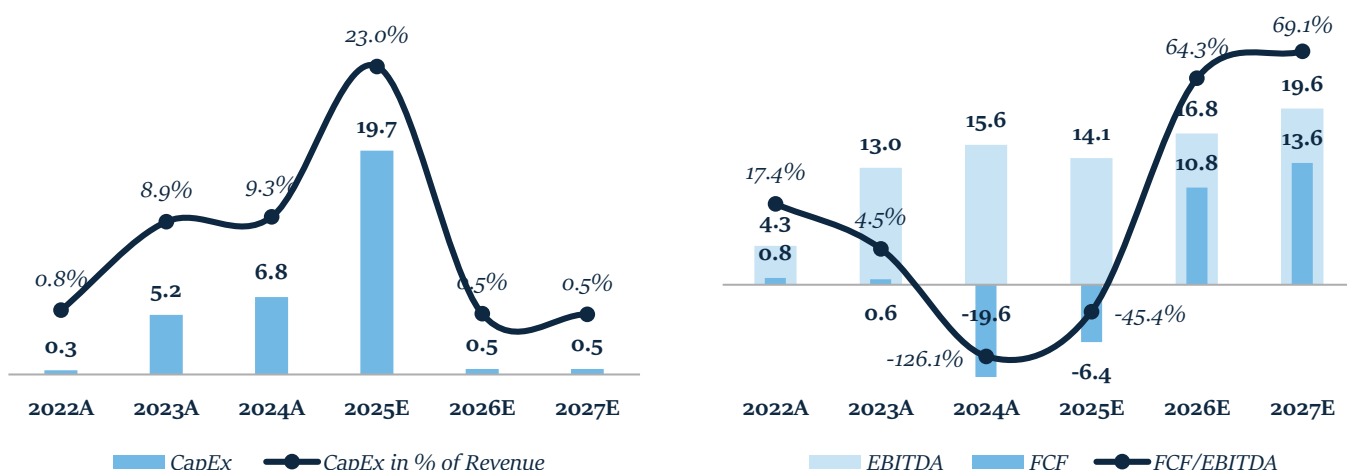
Stima delle vendite, dell'EBITDA e dei costi operativi (2022-2027, in milioni di euro)



Fonti: M&S (storico: A), TP ICAP Midcap (stime: E)

Prevediamo il proseguimento delle dinamiche del mercato delle materie prime, dove M&S manterrà la sua strategia avviata nel 2023, con un lieve aumento del livello di COGS (61,5% dei ricavi nel 2027). Inoltre, si prevede che l'internalizzazione dello stoccaggio delle materie prime ridurrà gradualmente i costi del servizio fino al 10,7% dei ricavi entro il 2027 (rispetto all'11,0% del 2024). Tuttavia, rimaniamo cauti per quanto riguarda la transizione dei siti produttivi e ci aspettiamo un leggero calo dell'efficienza operativa. È probabile che l'aumento dei prezzi delle materie prime si faccia sentire, con un aumento previsto al 64,5% dei ricavi nel 2025. Questi due fattori ci portano a prevedere un leggero calo dell'EBITDA margin al 16,5% nel 2025. Al 2027 stimiamo un EBITDA di 19,6 milioni di euro (+4 milioni di euro), con un'incidenza sui ricavi del 19,3% (rispetto al 21,4% del 2024).

Stime CapEx e generazione FCF (2022-2027, in milioni di euro)

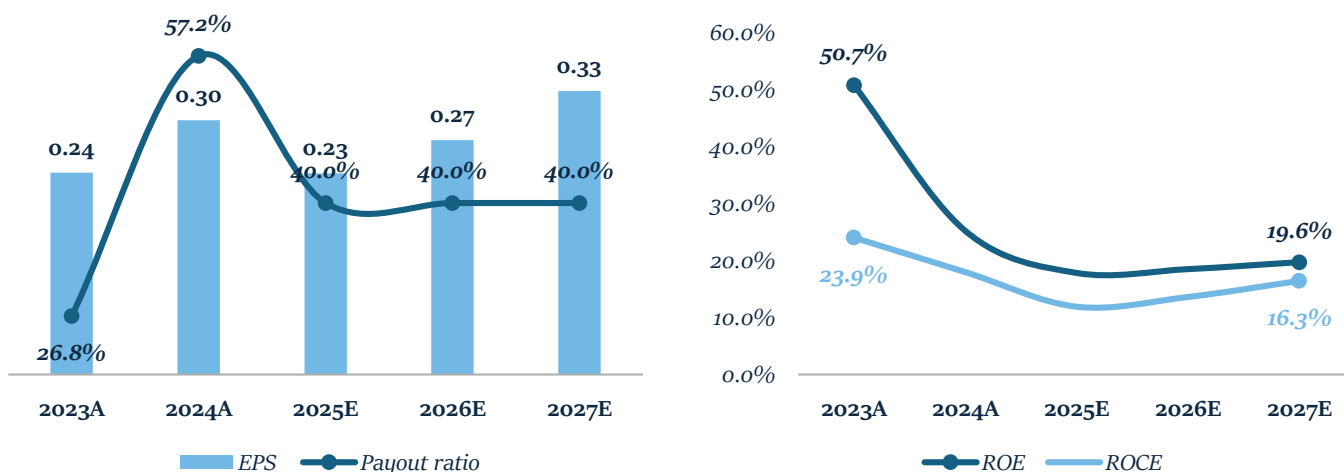


Fonti: M&S, TP ICAP Stime Midcap

Considerando l'investimento nei due nuovi siti per complessivi 32,0 milioni di euro, di cui circa 12 milioni già contabilizzati nel 2024, ci aspettiamo un'importante allocazione delle future spese in conto capitale (CapEx), con i restanti 20 milioni di euro distribuiti quasi interamente nel 2025. A partire dal 2028, prevediamo che gli investimenti torneranno gradualmente al loro livello storico (circa il 2% del fatturato).

Dopo il significativo periodo di investimento in CapEx tra il 2023 e il 2025, prevediamo che la generazione di cassa si stabilizzerà gradualmente al 65% a lungo termine. Con l'impatto del capitale circolante già storicamente contabilizzato a causa del contesto di mercato, prevediamo uno scenario in cui il capitale circolante diminuirà progressivamente fino al 2027 (circa il 30% dei ricavi), anticipando un ritorno ai livelli storici dopo un consistente aumento delle scorte nel 2024 (+18,7 milioni di euro a/a).

Utile per azione e ROCE (2023-2027, in milioni di euro)



Fonti: M&S, TP ICAP Stime Midcap

In conclusione, prevediamo un tasso di crescita annuale composto (CAGR) del 3,7% per l'utile per azione (EPS) tra il 2023 e il 2027. Allo stesso tempo, M&S dovrebbe essere in grado di generare un ritorno sul capitale impiegato (ROCE) del 16,3% nel 2027.

Valutazione

Per valutare M&S, abbiamo scelto di utilizzare il metodo del discounted cash flow (DCF), che coglie il potenziale di crescita nel medio e lungo termine. Vengono presentate aziende comparabili; Tuttavia, non consideriamo l'approccio comparabile al mercato. In effetti, nessuna società quotata in borsa ha un modello di business, un ambito di attività, un mercato o una dimensione come M&S.

Modello DCF (2025-2034, in milioni di euro)

DCF - €m		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Revenue		85.6	94.1	101.6	108.7	115.1	120.5	125.1	128.8	132.0	133.9
	YoY %	17.5%	10.0%	8.0%	7.0%	5.9%	4.7%	3.8%	3.0%	2.4%	1.5%
EBITDA		14.1	16.8	19.6	22.6	23.9	25.0	25.9	26.7	27.4	27.8
	Margin %	16.5%	17.9%	19.3%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%
(+) D&A		(2.4)	(3.6)	(4.0)	(3.5)	(2.5)	(2.6)	(2.7)	(2.8)	(2.9)	(2.9)
	% of Revenues	-2.8%	-3.8%	-3.9%	-3.2%	-2.2%	-2.2%	-2.2%	-2.2%	-2.2%	-2.2%
EBIT		11.7	13.3	15.7	19.0	20.1	21.1	21.9	22.5	23.1	23.4
	Margin %	13.7%	14.1%	15.4%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
(-) Tax		(2.6)	(3.0)	(3.7)	(4.6)	(5.4)	(5.7)	(5.9)	(6.1)	(6.2)	(6.3)
	Rate %	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%
(-) CapEx		(19.7)	(0.5)	(0.5)	(1.5)	(2.5)	(2.6)	(2.7)	(2.8)	(2.9)	(2.9)
	% of Revenues	23.0%	0.5%	0.5%	1.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
(+/-) Changes in WC		1.8	(2.5)	(1.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.1)
	% of Revenues	-2.1%	2.6%	1.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
(=) FCF		(6.4)	10.8	13.6	15.7	13.8	14.5	15.0	15.5	15.8	16.1
Discounted Free Cash-Flow		-6.4	10.8	13.6	15.7	13.8	14.5	15.0	15.5	15.8	16.1
Sum of Discounted FCF	73.4	LT g / WACC									
Discounted TV	90.3	1.2%	5.3	5.1	4.8	4.6	4.4	4.2	4.0		
% TV	55%	1.3%	5.4	5.1	4.9	4.6	4.4	4.2	4.0		
EV	163.7	1.4%	5.4	5.2	4.9	4.7	4.4	4.2	4.0		
Net Debt	(20.5)	1.5%	5.5	5.2	5.0	4.7	4.5	4.3	4.1		
Minorities	0.0	1.6%	5.6	5.3	5.0	4.8	4.5	4.3	4.1		
Provisions / Pensions	(1.2)	1.7%	5.6	5.3	5.1	4.8	4.6	4.4	4.2		
Others	0.0	1.8%	5.7	5.4	5.1	4.9	4.6	4.4	4.2		
EqV	142.1										
NoSh	30.1										
TP	4.7										
Upside	89%										

Fonte: stime TP ICAP Midcap

Il nostro metodo include un tasso privo di rischio del 3,7% (media a 3 mesi dei titoli di Stato italiani a 10 anni), un premio per il rischio di mercato del 9%, un premio per il rischio specifico del 2% (dimensione dell'azienda), un beta di 0,9x, un costo del debito del 3% e un costo del capitale proprio del 10,7%. Queste ipotesi ci portano a un costo medio ponderato del capitale (WACC) del 9,2%. Inoltre, consideriamo un tasso di crescita perpetuo (a lungo termine) dell'1,5%. Il nostro modello stima un enterprise value (EV) di 163,7 milioni di euro. Dopo aver sottratto l'indebitamento finanziario netto di 20,5 milioni di euro e gli accantonamenti per 1,2 milioni di euro, si arriva a un equity value (EqV) di 142,1 milioni di euro. Vale la pena notare che abbiamo applicato una traiettoria del tasso di crescita decrescente per la nostra topline, avvicinandoci al tasso di crescita perpetuo utilizzato, e un beta a leva di 0,8x, calcolato sulla base di un rapporto di gearing comparabile di 0,2x.

Trading comparabile

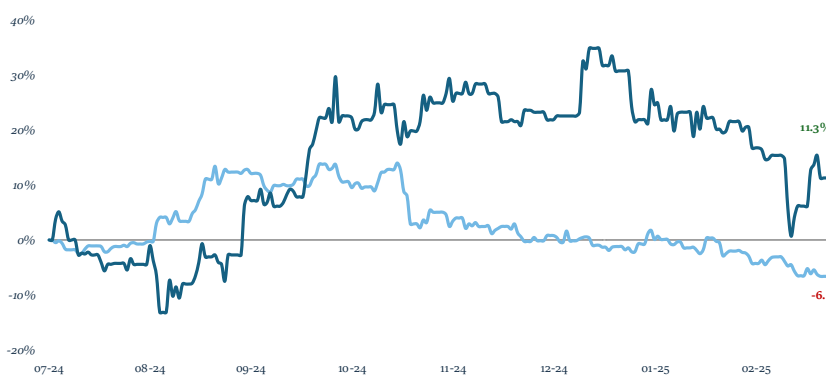
		EV/CA			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
Company	Mcap (m€)	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-25	Dec-26	Dec-27
Treatt plc	231	1.8x	1.2x	1.1x	11.0x	7.0x	6.4x	13.8x	8.8x	8.1x	12.8x	12.5x	11.3x
Robertet, Societe Anonyme	1,635	2.1x	2.0x	2.0x	11.3x	10.7x	9.5x	13.5x	12.7x	11.3x	17.0x	15.8x	13.5x
Symrise AG	13,245	3.2x	2.9x	2.7x	15.7x	13.7x	12.7x	22.5x	18.8x	17.0x	28.2x	24.2x	21.5x
Kerry Group Plc Class A	16,304	2.3x	2.6x	2.5x	14.5x	14.7x	13.6x	19.0x	19.0x	17.4x	21.2x	18.7x	16.8x
McCormick & Company, Incorporated	19,492	3.8x	3.8x	3.7x	20.0x	19.5x	18.1x	23.9x	23.3x	21.8x	27.4x	26.7x	24.5x
International Flavors & Fragrances Inc.	17,584	2.7x	2.6x	2.7x	14.0x	13.6x	13.3x	26.4x	26.3x	24.6x	17.7x	18.0x	17.2x
DSM-Firmenich	24,044	2.2x	2.0x	2.0x	13.5x	11.0x	10.7x	26.3x	19.5x	18.5x	29.3x	21.9x	20.6x
Givaudan SA	37,451	5.5x	5.2x	4.9x	22.8x	21.4x	20.3x	28.6x	26.3x	24.7x	33.2x	29.5x	27.6x
Median peers	16,944	2.5x	2.6x	2.6x	14.3x	13.7x	13.0x	23.2x	19.3x	17.9x	24.3x	20.3x	18.9x
Misitano & Stracuzzi	84	1.2x	1.1x	1.0x	7.5x	6.3x	5.4x	9.0x	7.9x	6.7x	11.9x	10.2x	8.4x
Discount		101%	135%	148%	91%	119%	142%	157%	143%	167%	105%	100%	125%
Misitano & Stracuzzi - estim. TP ICAP	142	1.9x	1.7x	1.6x	11.6x	9.7x	8.3x	14.0x	12.3x	10.4x	20.1x	17.3x	14.3x

Fonti: FactSet, stime TP ICAP Midcap

Anche se non includiamo il metodo comparabile al mercato nella nostra valutazione, rimane rilevante evidenziare lo sconto di M&S rispetto ai suoi concorrenti. Considerando le nostre previsioni per il periodo 2025-2027, l'EV/EBITDA di M&S varia tra 5,4x e 7,5x.

Misitano & Stracuzzi c. Robertet

Robertet - in m€			
	2025C	2026C	2027C
Revenue	851.5	894.0	925.0
% growth	5.4%	5.0%	3.5%
EBITDA	161.2	170.9	191.5
% margin	18.9%	19.1%	20.7%
EBIT	135.4	144.1	161.5
% margin	15.9%	16.1%	17.5%
Net Income	96.2	103.6	121.0
% margin	11.3%	11.6%	13.1%
M&S - in m€			
	2025E	2026E	2027E
Revenue	85.6	94.1	101.6
% growth	17.5%	10.0%	8.0%
EBITDA	14.1	16.8	19.6
% margin	16.5%	17.9%	19.3%
EBIT	11.7	13.3	15.7
% margin	13.7%	14.1%	15.4%
Net Income	7.1	8.2	9.9
% margin	8.2%	8.7%	9.8%



07-24 08-24 09-24 10-24 11-24 12-24 01-25 02-25

RBT-FR MS-MIL

11.3% -6.6%

Company	Mcap (m€)	EV/EBITDA			Growth & margin - 2025A		
		Dec-25	Dec-26	Dec-27	Revenue gwth	EBITDA margin	Net margin
Robertet, Societe Anonyme	1,635	11.3x	10.7x	9.5x	5.4%	18.9%	11.3%
Misitano & Stracuzzi	84	7.5x	6.3x	5.4x	17.5%	16.5%	8.2%
Discount		51%	71%	78%			

Company	Mcap (m€)	EV/EBITDA			Growth & margin - 2025A		
		Dec-25	Dec-26	Dec-27	Revenue gwth	EBITDA margin	Net margin
Robertet, Societe Anonyme	1,635	11.3x	10.7x	9.5x	5.4%	18.9%	11.3%
Misitano & Stracuzzi	84	7.5x	6.3x	5.4x	17.5%	16.5%	8.2%
Discount		51%	71%	78%			

Note: prezzo delle azioni chiuso a fine marzo 2025, (C): consensus - Fonti: FactSet, stime TP ICAP Midcap

Concentrandosi sul suo omologo più rilevante in base a criteri di somiglianza, M&S dovrebbe mostrare una crescita significativamente più elevata nel 2024 rispetto a Robertet (+17,5% contro +5,4%). Le nostre previsioni per M&S indicano un EV/EBITDA di 7,5x (2025e), che rappresenta uno sconto del 51% rispetto a Robertet.

In conclusione, iniziamo la copertura con **una raccomandazione BUY per Misitano & Stracuzzi con un target price di €4,7, offrendo un potenziale di rialzo del 93%.**

Sintesi dei metodi di valutazione

Valuation method	Target price	Weight
DCF	4.7	100.0%
EV/Sales	7.1	0.0%
EV/EBITDA	6.5	0.0%
EV/EBIT	7.1	0.0%
P/E	4.2	0.0%

Target price	4.7
---------------------	------------

Fonti: FactSet, stime TP ICAP Midcap

A scopo informativo, i prezzi target ottenuti con il metodo di società comparabili sono una media delle stime del 2025, 2026 e 2027. Per ogni multiplo (EV & EqV), abbiamo applicato uno sconto del 30% considerando il divario di maturità tra Misitano & Stracuzzi e il suo comparabile quotato.


Appendice

Breve storia

- 1922: Le famiglie Misitano e Stracuzzi iniziano il loro percorso operando nel mercato degli agrumi
- 1974: Costituzione di M&S come società in nome collettivo
- 1981: Trasformazione in società per azioni
- 2003-2005: Creazione e sviluppo di un laboratorio dedicato alla produzione di oli essenziali
- 2016: Lancio di M&S USA Corporation, la filiale statunitense dell'azienda
- 2017: Introduzione della produzione naturale di succo di agrumi
- 2019: Conferimento del "Premio Impresa Eccellente" da parte dell'Osservatorio PMI e inserimento nel *Programma Elite di Borsa Italiana*, pensato per connettere le aziende ad alto potenziale e valorizzarne le competenze e il network
- 2022: La famiglia Stracuzzi acquisisce le quote della famiglia Misitano, segnando la completa uscita di quest'ultima dall'azienda. Ciò ha portato a una riorganizzazione con una nuova governance e un team di top management strutturato
- 2023: Avvio di due nuovi siti produttivi per ampliare la capacità in risposta alla crescente domanda
- 2024: Offerta Pubblica Iniziale (IPO) a luglio, con azioni al prezzo di 2,92 euro

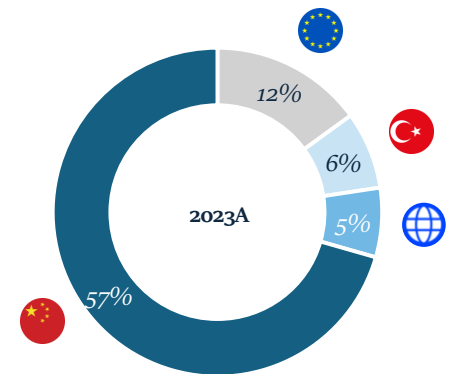
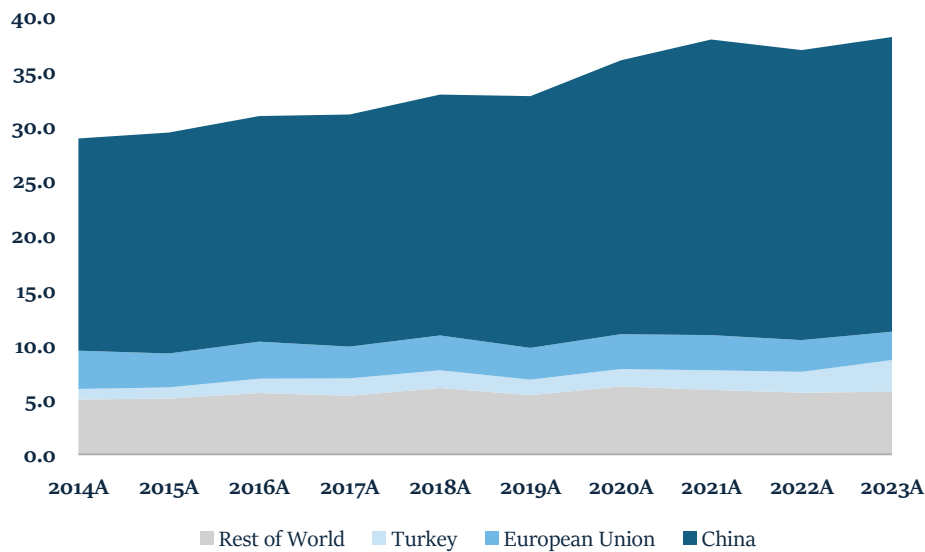
Fonte: M&S

Definizione e specificità degli oli essenziali e degli aromi

	 Essenza	 Aroma
Definizione	<ul style="list-style-type: none"> Sostanza aromatica oleosa Costituito da una o più sostanze Le molecole che contiene possono avere proprietà medicinali 	<ul style="list-style-type: none"> Fornire sapore e odore, soprattutto negli alimenti ma anche in altri prodotti (dentifrici) Utilizzato in piccole quantità o anche in tracce Non hanno qualità nutrizionale
Materie	<ul style="list-style-type: none"> La maggior parte delle piante può essere utilizzata La qualità della materia prima determina le caratteristiche finali degli oli 	<ul style="list-style-type: none"> Ottenuto per estrazione di origine vegetale o animale o ottenuti chimicamente in laboratorio (aroma sintetico) Aroma sintetico: meno costoso e molto utilizzato nell'industria alimentare
Estrazione	<ul style="list-style-type: none"> Fase preliminare alla produzione 4 principali metodi di estrazione: <ul style="list-style-type: none"> Per espressione Per distillazione Per grassi o enfleurage Con solventi volatili 	<ul style="list-style-type: none"> Come gli oli essenziali Due metodi specifici: <ul style="list-style-type: none"> Distillazione a secco Concentrazione per disidratazione
Categoria di prodotto	<ul style="list-style-type: none"> Venduto puro o miscelato Quelli miscelati sono destinati principalmente alla profumeria 	<ul style="list-style-type: none"> 6 categorie di sostanze aromatizzanti: <ul style="list-style-type: none"> Naturale Quelli identici a quelli naturali Artificiale Preparazioni aromatiche Lavorazione e aromi di affumicatura
Mercati	<ul style="list-style-type: none"> Profumeria, cosmetica e igiene Detergenza Cibo Uso personale (aromaterapia) 	<ul style="list-style-type: none"> Principalmente cibo (comprese anche le bevande)

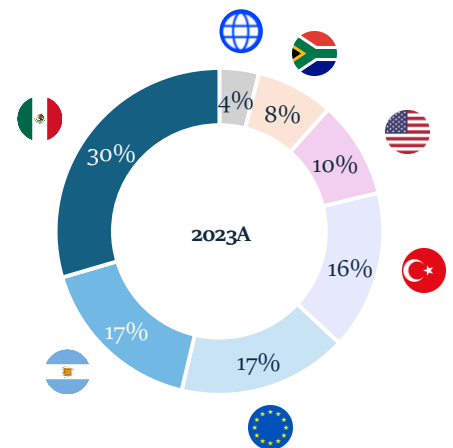
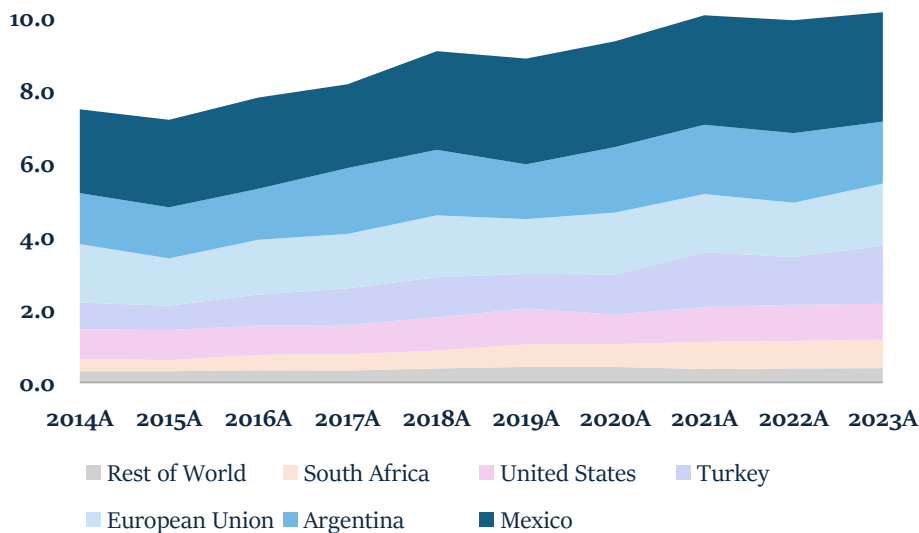
Fonte: Xerfi

Produzione mondiale di mandarini per paese (2014-2023, in milioni di tonnellate)



Fonte: USDA FAS

Produzione mondiale di limoni per paese (2014-2023, in milioni di tonnellate)



Fonte: USDA FAS

Management

CEO & Chairman

Antonio Stracuzzi



- Antonio has been the Director of Misitano & Stracuzzi since January 2001
- Head of the Department of Safety and Health at Work and Head of the Sales Department of Essential oils & Aromatic solutions
- Antonio actively participates in sales events. He also maintains business relationships with the company's Italian and foreign customers

Logistics Director

Emanuela Stracuzzi



- Emanuela has been the Director of Misitano & Stracuzzi since January 1995 and is responsible for the Essences Logistics Department and the Juices Logistics Department
- Emanuela stands out as a manager for her continuous relationship with shippers, customs agencies and Italian and foreign customers

Juices Director

Diego Stracuzzi



- Diego has been the Director of Misitano & Stracuzzi since January 2002 and is responsible for the Juice Sales Department. Diego has extensive experience in the marketing industry thanks to the many trade fairs he has attended and his long-standing relationships with Italian and foreign customers.

CFO

Giuseppe Trusso



- Giuseppe graduated from the University of Palermo in Economics and Business Administration. He began his career in 2004 at KPMG, where he held the position of Manager
- In 2015 he joined Sipafer S.p.A, where he headed the AFC department for 5 years
- Since January 2020 he has been Chief Financial Officer

Vice President
Sales USA

Melanie Cooksey-Stott



- Recent arrival at M&S (March 2025)
- Melanie Cooksey-Stott spent more than 20 years with Treatt, a global independent ingredients manufacturer listed on the London Stock Exchange

Fonte: M&S

Advisory board

Member of the
Strategic Advisory
Board

Daemmon Reeve



- Former CEO of Treatt plc Group, position held from 2012 to end of 2023
- Currently member of several international boards of directors
- Transformed Treatt under his leadership, marked by a significant improvement in the company's performance
- Major achievements: expansion of the US site and recent creation of a subsidiary in China

Member of the
Strategic Advisory
Board

Bhavesh Shah



- Over 30 years of experience in leadership, operations and purchasing
- Held key positions at Procter & Gamble and Firmenich
- Multicultural profile with experience working in London, Geneva, Brussels, Guangzhou and Singapore
- Extensive business exposure in North and South America
- Brings to Misitano & Stracuzzi (M&S) a wealth of international experience

Member of the
Strategic Advisory
Board







Alain Frix



- Former Vice President Sales at Symrise
- Expertise in financial markets, sustainability and M&A
- Active member of several committees and boards, providing high-level strategic support
- Extensive international network to support M&S development
- Ability to drive growth through strategic and operational expertise

Fonte: M&S

Peers

Peers	Countries	Description	Revenue '23A (EBITDA %)	Product exposure		Geographical exposure		
				Food	Fragrances	US & Canada	UE	Asia
		Manufacturer and supplier of flavours with a focus on beverages and lemon (53% of its 2023 sales)	€ 147.4m (EBITDA 15.9%)	n.a.	n.a.	42%	23%	7% (China)
		Manufacturer and supplier of natural flavours for the perfume and food industry	€ 721.1m (EBITDA 16.7%)	36%	38%	35%	38%	16%
		Manufacturer and supplier of flavours with a focus on food (c. 60% of its turnover in 2023)	€ 4 752.8m (EBITDA 16.7%)	63%	37%	26%	40% (EMEA)	21%
		Manufacturer of sustainable solutions for the food and pharmaceutical industry	€ 8 020.3m (EBITDA 14.4%)	90%	10%	54%	22%	n.a.
		Producer of spices, condiments, sauces (c. 57% of its 2023 turnover) and food flavourings	c. € 6 300m (EBITDA 18.4%)	100%	0%	70%	20% (EMEA)	10% (APAC)
		Manufacturer and supplier of solutions for food, perfumes and care	c. € 10 800m (EBITDA 17.2%)	53%	21%	30%	34% (EMEA)	23% (APAC)
		Producers of food components (c. 1/4 of its 2023 turnover) including flavourings	€ 10 627.0m (EBITDA 15.9%)	25%	30%	25%	35%	19% (APAC)
		Manufacturers of perfumes and aromas with a strong innovative process	c. € 7 400m (EBITDA 19.7%)	52%	48%	24%	39% (EMEA)	25% (APAC)

Fonte: dati societari

FINANCIAL DATA

Income Statement	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
Sales	41.5	59.0	72.8	85.6	94.1	101.6
Changes (%)	38.0	42.2	23.4	17.5	10.0	8.0
Gross profit	14.0	25.1	29.6	30.4	34.8	39.1
% of Sales	33.7	42.5	40.6	35.5	37.0	38.5
EBITDA	4.3	13.0	15.6	14.1	16.8	19.6
% of Sales	10.4	22.0	21.4	16.5	17.9	19.3
Current operating profit	3.1	11.4	13.9	11.7	13.3	15.7
% of Sales	7.5	19.3	19.1	13.7	14.1	15.4
Non-recurring items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	3.1	11.4	13.9	11.7	13.3	15.7
Net financial result	-0.1	-1.2	-1.7	-2.0	-2.0	-2.1
Income Tax	-0.9	-3.1	-3.3	-2.6	-3.0	-3.7
Tax rate (%)	30.5	30.3	27.0	27.0	27.0	27.0
Net profit, group share	2.1	7.1	8.9	7.1	8.2	9.9
EPS	na	0.24	0.30	0.23	0.27	0.33
Financial Statement	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
Goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tangible and intangible assets	10.2	13.9	19.1	36.4	33.3	29.8
Right of Use	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Financial assets	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Working capital	16.6	17.3	37.2	35.4	37.9	39.8
Other Assets	0.1	0.1	0.6	0.6	0.6	0.6
Assets	26.9	31.3	57.9	73.3	72.7	71.2
Shareholders equity group	8.5	14.0	35.5	39.7	44.7	50.6
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT & ST provisions and others	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Net debt	16.3	15.1	20.5	31.7	26.2	18.7
Other liabilities	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
Liabilities	26.9	31.3	57.9	73.3	72.7	71.2
Net debt excl. IFRS 16	16.3	15.1	20.5	31.7	26.2	18.7
Gearing net	1.9	1.1	0.6	0.8	0.6	0.4
Leverage	3.8	1.2	1.3	2.3	1.6	1.0
Cash flow statement	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
CF after elimination of net borrowing costs and taxes	4.0	11.9	13.9	9.4	11.8	13.9
ΔWCR	-2.3	-4.1	-25.1	1.8	-2.5	-1.9
Operating cash flow	1.7	7.8	-11.2	11.3	9.3	12.0
Net capex	-0.3	-5.2	-6.8	-19.7	-0.5	-0.5
FCF	0.8	0.6	-19.6	-6.4	10.8	13.6
Acquisitions/Disposals of subsidiaries	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in borrowings	1.2	1.5	21.0	0.0	0.0	0.0
Dividends paid	-0.4	-1.9	-5.1	-2.8	-3.3	-4.0
Repayment of leasing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity Transaction	0.1	0.3	17.7	0.0	0.0	0.0
Others	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in net cash over the year	2.3	2.5	15.6	-11.2	5.5	7.5
ROA (%)	1.3%	5.2%	14.4%	9.2%	6.7%	7.3%
ROE (%)	7.1%	24.5%	50.7%	25.1%	17.7%	18.4%
ROCE (%)	2.0%	8.1%	23.9%	17.9%	11.8%	13.5%

DISCLAIMER

Analyst certifications

This research report (the "Report") has been approved by Midcap, a business division of TP ICAP (Europe) SA ("Midcap"), an Investment Services Provider authorised and regulated by the Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ("ACPR"). By issuing this Report, each Midcap analyst and associate whose name appears within this Report hereby certifies that (i) the recommendations and opinions expressed in the Report accurately reflect the research analyst's and associate's personal views about any and all of the subject securities or issuers discussed herein and (ii) no part of the research analyst's or associate's compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed by the research analyst or associate in the Report.

Methodology

This Report may mention evaluation methods defined as follows:

1. DCF method: discounting of future cash flows generated by the company's operations. Cash flows are determined by the analyst's financial forecasts and models. The discount rate used corresponds to the weighted average cost of capital, which is defined as the weighted average cost of the company's debt and the theoretical cost of its equity as estimated by the analyst.
2. Comparable method: application of market valuation multiples or those observed in recent transactions. These multiples can be used as references and applied to the company's financial aggregates to deduce its valuation. The sample is selected by the analyst based on the characteristics of the company (size, growth, profitability, etc.). The analyst may also apply a premium/discount depending on his perception of the company's characteristics.
3. Assets and liabilities method: estimate of the value of equity capital based on revalued assets adjusted for the value of the debt.
4. Discounted dividend method: discounting of estimated future dividend flows. The discount rate used is generally the cost of capital.
5. Sum of the parts: this method consists of estimating the various activities of a company using the most appropriate valuation method for each of them, then realizing the sum of the parts.

Conflict of Interests between TP ICAP Midcap and Issuer

G. Midcap and the Issuer have agreed to the provision by the former to the latter of a service for the production and distribution of the investment recommendation on the said Issuer: Misitano & Stracuzzi S.p.A

History of investment rating and target price – Misitano & Stracuzzi S.p.A

Historical recommendations and target price (-1Y)

Date	Analyst	Old Target Price	New Target Price	Closing Price	Old Recommendation	New Recommendation
08 Apr 25 - 08:16:49	Mathias Paladino	NA	€ 4.70	€ 2.43	NA	Buy

Distribution of Investment Ratings

Rating	Recommendation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Buy	78%	60%
Hold	16%	68%
Sell	4%	17%
Under review	2%	100%

Midcap employs a rating system based on the following:

Buy: Expected to outperform the markets by 10% or more over a 6 to 12 months horizon.

Hold: expected performance between -10% and +10% compared to the market over a 6 to 12 months horizon.

Sell: Stock is expected underperform the markets by 10% or more over a 6 to 12 months horizon.

The history of ratings and target prices for the Issuers covered in this report are available on request at <https://researchtpicap.midcapp.com/en/disclaimer>.

General Disclaimer

This Report is confidential and is for the benefit and internal use of the selected recipients only. No part of it may be reproduced, distributed, or transmitted without the prior written consent of Midcap

This Report is published for information purposes only and does not constitute a solicitation or an offer to buy or sell any of the securities mentioned herein. The information contained in this Report has been obtained from sources believed to be reliable and public, Midcap makes no representation as to its accuracy or completeness. The reference prices used in this Report are closing prices of the day before the publication unless otherwise stated. All opinions expressed in this Report reflect our judgement at the date of the documents and are subject to change without notice. The securities discussed in this Report may not be suitable for all investors and are not intended to recommend specific securities, financial instruments, or strategies to particular clients. Investors should make their own investment decisions based on their financial situation and investment objectives. The value of the income from your investment may vary due to changes in interest rates, changes in the financial and operating conditions of companies and other factors. Investors should be aware that the market price of the securities discussed in this Report may be volatile. Due to the risk and volatility of the industry, the company, and the market in general, at the current price of the securities, our investment rating may not correspond to the stated price target. Additional information regarding the securities mentioned in this Report is available on request.

This Report is not intended for distribution or use by any entity who is a citizen or resident of, or an entity located in any locality, territory, state, country, or other jurisdiction where such distribution, publication, availability, or use would be contrary to or limited by law or regulation. Entity or entities in possession of this Report must inform themselves about and comply with any such restrictions, including MIFID II. This Report is only intended for persons who are Eligible Counterparties or Professional Clients within the meaning of MIFID II regulation. It is not intended to be distributed or passed on, directly or indirectly, to any other class of persons. The Report is subject to restricted circulation. The research was conducted in accordance with the provisions of the Charter of good practices for sponsored research. Midcap has adopted effective administrative and organizational arrangements, including "information barriers", to prevent and avoid conflicts of interest regarding investment recommendations. The remuneration of financial analysts who participate in the preparation of the recommendation is not linked to the corporate finance activity.