HIGH QUALITY FOOD

Sector: Consumers

L'estero spinge la marginalità

BUY (unchanged)

Target: €1.50 (from €1.40)

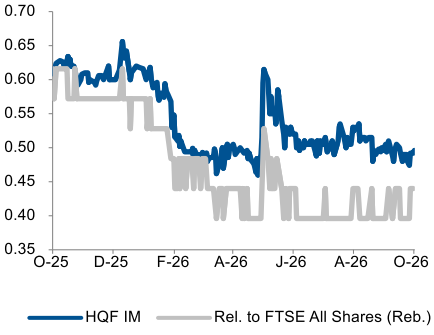
ANALYST(s)

Francesco Maiocchi +39-02-77115.260
francesco.maiocchi@intermonte.it

Change (%)	2026E	2027E	2028E
Eps Adj.	n.m.	n.m.	n.m.

Key Data	October 27, 2026
Price (€)	0.50
Upside/(Downside)	202.4%
Sector	Consumers
Reuters Code	HQF.MI
Bloomberg Code	HQF IM

Performance (%)	1M	3M	12M
Absolute	0.0%	-1.8%	-19.5%
Relative	4.3%	2.8%	-29.7%
12M (H/L)			0.66/0.46
3M Average Volume (th):			14.72



Shareholder data	
Total no. of Shares (mn):	11.2
Mkt Cap (€ mn):	5.6
Mkt Float (€ mn):	1.7
Mkt Float (in %):	30.0%
Main Shareholder:	
Simone Cozzi/Adriana Panico	30.0%

Balance Sheet Data	
Book Value (€ mn)	9.1
BVPS (€)	0.80
P/BV	0.6
Net Financial Position (€ mn)	-14.2
Enterprise Value (€ mn)	19.7

Nel 1H26 i ricavi salgono a €10.2mn (+8.8% YoY), con una crescita interamente estera: l'Italia è stabile a €5.9mn, mentre l'Europa sale a €3.8mn. L'EBITDA cresce a €1.7mn, con il margine al 17.1% dal 14.3%, grazie alla diluizione dei costi fissi. L'assorbimento di circolante legato alle filiali estere (€3.0mn) porta la PFN a €12.6mn, da €10.0mn a fine 2025. Sul fronte strategico, il gruppo rafforza il presidio del Nord Italia con il punto vendita a Milano e prepara il closing della nuova sede di Roma, previsto a novembre. Per lo slittamento del V Bando di Filiera riduciamo i ricavi 2026 a €20.3mn e l'EBITDA 2027 a €4.5mn, mentre alziamo l'EBITDA 2028 a €6.5mn (17.8% di margine). Confermiamo il BUY e alziamo il TP a €1.50 (60% DCF, 40% multipli, liquidity discount del 20%).

- **Crescita estera e margini in espansione.** Nel primo semestre 2026 i ricavi salgono a €10.2mn (+8.8% YoY). La crescita è interamente estera: l'Italia è stabile a €5.9mn, l'Europa (UK incluso) sale a €3.8mn (€3.0mn nel 1H25) e il resto del mondo a €0.6mn. L'EBITDA sale a €1.7mn (€1.3mn nel 1H25), con un margine del 17.1% (14.3% nel 1H25), grazie alla diluizione dei costi fissi: servizi (€2.0mn) e personale (€1.1mn) restano stabili in valore assoluto. L'EBIT cresce del 41% a €1.4mn e l'utile netto sale a €0.6mn (+20%). L'assorbimento di circolante (€3.0mn), legato a magazzino (€11.8mn) e crediti (€10.0mn) delle filiali estere, porta il FCF a -€1.8mn e la PFN a €12.6mn (€10.0mn a fine 2025).
- **Focus su Ho.Re.Ca. e Nord Italia, nuova sede a Roma.** Nel semestre il gruppo ha puntato sul canale Ho.Re.Ca., partecipando a fiere come Identità Golose e Butcher Show. Ad aprile ha firmato l'affitto di un ramo d'azienda per un punto vendita B2C al Mercato Comunale Wagner di Milano. L'operazione rientra nella strategia per il Nord Italia, insieme alla struttura logistica di Cernusco sul Naviglio. Il gruppo ha inoltre versato una caparra di €0.5mn per la nuova sede operativa di Roma, con closing previsto a novembre 2026.
- **Ricavi 2026 rivisti per lo slittamento del Bando, alziamo il 2028.** Riduciamo i ricavi 2026 a €20.3mn (€24.3mn in precedenza) per lo slittamento degli investimenti legati al V Bando di Filiera. L'EBITDA resta sostanzialmente confermato a €2.3mn (11.6% di margine). Il 2027 resta l'anno del salto dimensionale, con ricavi a €30.6mn (+51% YoY). Rivediamo però l'EBITDA a €4.5mn (€5.1mn), per il minor contributo degli altri ricavi del Bando e il ramp-up dei nuovi impianti. Alziamo l'EBITDA 2028 a €6.5mn (€6.0mn; 17.8% di margine), primo anno di piena saturazione della nuova capacità. L'utile netto è atteso a €0.2mn, €1.2mn ed €2.5mn nel triennio. Grazie al capex rimodulato (€13.1mn cumulati vs €16.0mn), la PFN tocca il picco nel 2027 a €20.4mn e scende a €19.6mn nel 2028E (3.0x EBITDA).
- **BUY confermato, alziamo il TP a €1.50.** Il target price deriva dalla media ponderata di due metodologie (60% DCF, 40% multipli), applicando a entrambe un liquidity discount del 20%: (i) DCF (WACC ca. 9.5%, g 2.5%), €1.76 per azione, e (ii) multipli dei peer, €1.02 per azione. La valutazione beneficia da revisioni al rialzo del 2028, solo in parte compensate dal taglio delle stime 2026–27 e da un risk-free rate più alto (4.5% da 4.0%). Tra i catalyst vediamo: il closing dell'acquisto della sede di Roma, l'erogazione delle prime quote a fondo perduto del Bando e l'entrata a regime della nuova capacità produttiva.

Key Figures & Ratios	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Sales (€ mn)	19.0	19.3	20.3	30.6	36.8
EBITDA Adj (€ mn)	1.5	1.6	2.3	4.5	6.5
Net Profit Adj (€ mn)	0.1	0.2	0.2	1.2	2.5
EPS New Adj (€)	0.011	0.014	0.019	0.110	0.227
EPS Old Adj (€)	0.012	0.014	0.074	0.219	0.263
DPS (€)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	10.8	10.4	8.4	5.8	3.8
EV/EBIT Adj	21.6	19.4	22.2	10.1	5.6
P/E Adj	65.0	43.4	26.3	4.5	2.2
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	5.6	6.1	6.0	4.5	3.0

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein, and any of its parts, is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without Company authorization. Please see important disclaimer on the last page of this report. This Note is issued by arrangement with MIT SIM, Issuer's Specialist.

HIGH QUALITY FOOD - Key Figures						
Profit & Loss (€ mn)	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
Sales	20.1	19.0	19.3	20.3	30.6	36.8
EBITDA	2.7	1.5	1.6	2.3	4.5	6.5
EBIT	2.1	0.8	0.9	0.9	2.6	4.5
Financial Income (charges)	-0.3	-0.5	-0.6	-0.6	-0.9	-1.1
Associates & Others	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pre-tax Profit	1.7	0.2	0.3	0.3	1.6	3.4
Taxes	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.4	-0.8
Tax rate	-11.9%	-49.0%	-45.3%	-24.5%	-24.5%	-24.5%
Minorities & Discontinued Operations	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit	0.6	0.2	0.1	0.2	1.2	2.5
EBITDA Adj	2.7	1.5	1.6	2.3	4.5	6.5
EBIT Adj	2.1	0.8	0.9	0.9	2.6	4.5
Net Profit Adj	1.5	0.1	0.2	0.2	1.2	2.5
Per Share Data (€)	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
Total Shares Outstanding (mn) - Average	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2
EPS f.d	0.052	0.014	0.013	0.019	0.109	0.225
EPS Adj f.d	0.137	0.011	0.014	0.019	0.110	0.227
BVPS f.d	0.760	0.745	0.781	0.800	0.909	1.134
Dividend per Share ORD	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash Flow (€ mn)	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
Gross Cash Flow	2.3	0.9	0.9	1.7	3.2	4.6
Change in NWC	-2.5	-2.8	-1.4	1.7	-4.4	-2.7
Capital Expenditure	-0.7	-0.7	-0.7	-7.0	-5.0	-1.1
Other Cash Items	-0.6	0.4	-0.1	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow (FCF)	-1.9	-2.3	-1.4	-3.6	-6.2	0.8
Acquisitions, Divestments & Other Items	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.0
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity Financing/Buy-back	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Net Financial Position	0.3	-2.2	-1.4	-4.2	-6.2	0.8
Balance Sheet (€ mn)	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
Total Fixed Assets	4.2	4.0	4.7	10.8	13.8	12.9
Net Working Capital	10.8	13.6	15.0	13.3	17.7	20.4
Long term Liabilities	-0.5	-0.6	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
Net Capital Employed	14.4	17.0	18.9	23.3	30.8	32.5
Net Cash (Debt)	-6.4	-8.6	-10.0	-14.2	-20.4	-19.6
Group Equity	8.1	8.4	8.8	9.0	10.2	12.7
Minorities	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
Net Equity	8.0	8.4	8.9	9.1	10.4	12.9
Enterprice Value (€ mn)	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
Average Mkt Cap	11.1	8.0	6.9	5.6	5.6	5.6
Adjustments (Associate & Minorities)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Cash (Debt)	-6.4	-8.6	-10.0	-14.2	-20.4	-19.6
Enterprise Value	17.5	16.7	16.9	19.7	26.0	25.2
Ratios (%)	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
EBITDA Adj Margin	13.4%	8.1%	8.4%	11.6%	14.7%	17.8%
EBIT Adj Margin	10.3%	4.1%	4.5%	4.4%	8.4%	12.2%
Gearing - Debt/Equity	79.4%	103.2%	114.0%	157.8%	nm	154.0%
Interest Cover on EBIT	6.5	1.5	1.5	1.5	2.8	4.1
Net Debt/EBITDA Adj	2.4	5.6	6.1	6.0	4.5	3.0
ROACE*	15.8%	4.9%	4.6%	3.8%	9.5%	14.1%
ROE*	19.1%	1.5%	1.8%	2.4%	12.7%	21.9%
EV/CE	1.3	1.1	0.9	0.8	1.0	0.8
EV/Sales	0.9	0.9	0.9	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA Adj	6.5	10.8	10.4	8.4	5.8	3.8
EV/EBIT Adj	8.5	21.6	19.4	22.2	10.1	5.6
Free Cash Flow Yield	-16.6%	-41.8%	-24.1%	-64.8%	-112.0%	15.3%
Growth Rates (%)	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
Sales		-5.4%	1.8%	4.9%	51.2%	20.0%
EBITDA Adj		-42.8%	5.4%	44.2%	92.6%	44.8%
EBIT Adj		-62.6%	12.9%	2.1%	188.2%	74.7%
Net Profit Adj		-92.0%	27.9%	34.1%	485.0%	105.3%
EPS Adj		-91.9%	27.9%	34.1%	485.0%	105.3%
DPS						

*Excluding extraordinary items Source: Intermonte SIM Estimates

Commento ai Risultati

Risultati 1H26

I ricavi salgono a **€10.2mn (+8.8% YoY)** ed il valore della produzione a €11.2 milioni (+7.8%).

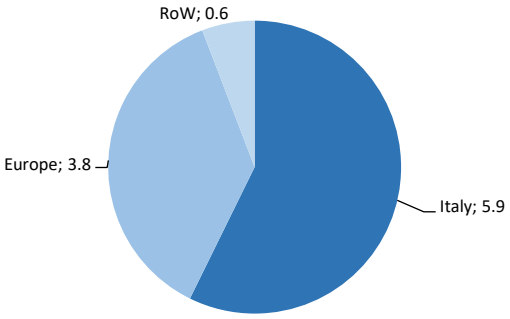
High Quality Food – 1H25-1H26 Condensed Income Statement

€ mn unless otherwise stated	1H 2025	2H 2025	FY 2025	1H 2026
Revenues	**9.4**	**9.9**	**19.3**	**10.2**
YoY Growth (%)	-3.5%	7.3%	1.8%	8.8%
Others	1.0	1.1	2.1	1.0
Value of Production	**10.4**	**11.0**	**21.5**	**11.2**
OpEx	(8.0)	(10.0)	(18.0)	(8.4)
o/w Purchases	(5.7)	(6.7)	(12.4)	(6.0)
o/w Services	(2.0)	(2.6)	(4.7)	(2.0)
Value Added	**2.4**	**1.0**	**3.4**	**2.8**
Value Added Margin (%)	25.8%	10.1%	17.7%	27.8%
Personnel	(1.1)	(0.7)	(1.8)	(1.1)
EBITDA	**1.3**	**0.3**	**1.6**	**1.7**
EBITDA Margin (%)	14.3%	2.9%	8.4%	17.1%
D&A and Provisions	(0.4)	(0.4)	(0.8)	(0.4)
EBIT	**1.0**	**(0.1)**	**0.9**	**1.4**
Financials	(0.3)	(0.3)	(0.6)	(0.4)
Pre-Tax	**0.7**	**(0.4)**	**0.3**	**1.0**
Taxes	(0.2)	0.1	(0.1)	(0.4)
Net Income	**0.5**	**(0.3)**	**0.2**	**0.6**
o/w Parent Net Income	0.5	(0.4)	0.1	0.6
o/w Minorities	(0.0)	0.0	0.0	(0.0)

Source: Websim Corporate on Company data

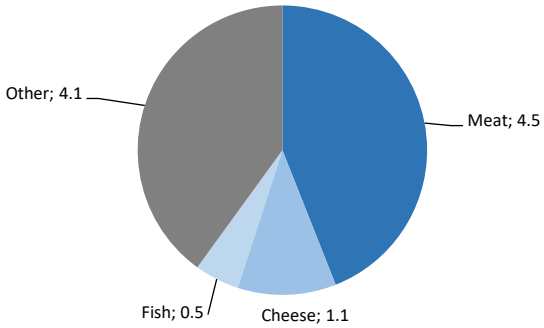
La crescita viene interamente dall'estero: l'Italia è ferma a €5.9mn, **l'Europa (UK incluso) passa da €3.0mn a €3.8mn** e il resto del mondo da €0.5mn a €0.6mn. Il mix per categoria è stabile: la carne vale il 44%, i formaggi crescono all'11%, l'ittico scende dal 7% al 5%.

High Quality Food – 1H26 Revenue Breakdown by Geography



Source: Websim Corporate on Company data

High Quality Food – 1H26 Revenue Breakdown by Product Category



Source: Websim Corporate on Company data

L'EBITDA arriva a €1.7mn, con margine dal 14.3% al 17.1%. Il miglioramento viene da costi fissi più diluiti: i servizi scendono in valore assoluto (a €2.0mn) insieme anche al personale (€1.1mn). L'EBIT sale a €1.4mn (+41% YoY, margine 12.4%), grazie ad ammortamenti in linea con i semestri precedenti. Sotto l'EBIT però l'effetto si diluisce: gli oneri finanziari passano da €0.3mn a €0.4mn e le imposte **salgono da €0.3mn a €0.4mn, portando ad un netto a €0.6mn (+20% YoY)**, quasi interamente di pertinenza del Gruppo.

L'attivo immobilizzato sale a €5.4mn (da €4.7mn a fine 2025), soprattutto per la **caparra di €0.5mn sull'immobile di Roma**, contabilizzata tra le immobilizzazioni finanziarie.

A livello di Il capitale circolante, il **CCN cresce di €2.8mn**, fino a €17.8mn nel primo semestre del 2026. L'assorbimento di cassa è **principalmente attribuibile a cause operative**, ovvero (i) un magazzino in crescita a €11.8mn da €10.6mn, crediti commerciali a €10.0mn da €8.9mn) e debiti verso fornitori a €3.7mn (da €4.4mn). Segnaliamo che il magazzino vale più dei ricavi del semestre e i crediti equivalgono a circa sei mesi di vendite: Il management lo **attribuisce alle filiali estere**, che hanno scorte e incassi più lunghi.

High Quality Food – 1H25-1H26 Condensed Balance Sheet

€ mn unless otherwise stated	1H 2025	FY 2025	1H 2026
Intangbiles	2.3	2.5	2.7
Tangibles	1.3	1.8	1.7
Financial	0.1	0.4	1.0
Fixed Assets	**3.8**	**4.7**	**5.4**
Inventory	9.6	10.6	11.8
Trade receivables	9.4	8.9	10.0
Trade payables	(3.8)	(4.4)	(3.7)
Operating Working Capital	**15.1**	**15.1**	**18.1**
Other current assets (liabilities)	(0.3)	(0.2)	(0.3)
Net Working Capital	**14.9**	**15.0**	**17.8**
Other non-current assets (liabilities)	(0.6)	(0.8)	(0.8)
Net Invested Capital	**18.1**	**18.9**	**22.4**
ST Debt	(5.6)	(5.3)	(5.2)
LT Debt	(5.4)	(6.7)	(9.2)
Cash and Cash Equivalents	1.3	2.0	1.7
Net Cash (Debt)	**(9.6)**	**(10.0)**	**(12.6)**
Group Equity	8.4	8.8	9.7
Minorities	0.1	0.1	0.0
Net Equity	**8.5**	**8.9**	**9.7**
Total Sources	**18.1**	**18.9**	**22.4**

Source: Websim Corporate on Company data

La **PFN sale a €12.6mn di debito netto** (€10.0mn a fine 2025, €9.6mn a giugno 2025). Con una liquidità di €1.7mn. Il patrimonio netto consolidato è di €9.7mn (+€0.8mn, in crescita anche grazie all'utile netto registrato nel periodo).

High Quality Food – 1H25-1H26 Condensed Cash Flow Statement

€ mn unless otherwise stated	1H 2025	2H 2025	FY 2025	1H 2026
Net Income	0.5	(0.3)	0.2	0.6
Non-cash Items	0.4	0.4	0.8	0.4
Change in NWC	(1.1)	(0.3)	(1.4)	(3.0)
Others	0.1	(0.3)	(0.1)	0.3
Operating Cash Flow	**(0.1)**	**(0.5)**	**(0.6)**	**(1.7)**
CapEx	(0.2)	(0.6)	(0.7)	(0.1)
Free Cash Flow	**(0.2)**	**(1.1)**	**(1.4)**	**(1.8)**
Divestments (Acquisitions)	-	-	-	(0.5)
Capital Increase	-	-	-	-
Share issuance (buyback)	-	-	-	-
Dividends paid	-	-	-	-
Other non-operating items	(0.7)	0.7	(0.0)	(0.3)
Cash Flow	**(1.0)**	**(0.4)**	**(1.4)**	**(2.6)**
Starting Net Debt	(8.6)	(9.6)	(8.6)	(10.0)
Cash Flow	(1.0)	(0.4)	(1.4)	(2.6)
Ending Net Debt	**(9.6)**	**(10.0)**	**(10.0)**	**(12.6)**

Source: Websim Corporate on Company data

Per quanto Il flusso prima delle variazioni del circolante sia positivo (ca. €1.3mn), Il circolante assorbe però €3.0mn, di conseguenza chiudendo il **flusso di cassa operativo a -€1.7mn.**

Il capex lordo è a €0.1mn, ma considerando anche la caparra per l'immobile a €0.5mn, ciò porta il flusso totale degli investimenti a €0.6mn, principalmente attribuibile alle immobilizzazioni immateriali, e la caparra per l'immobile.

Altri eventi rilevanti

Nel semestre il gruppo ha puntato sul **canale Ho.Re.Ca.**, partecipando a fiere come Ho.Re.Ca. Baleares, Identità Golose e Butcher Show. L'8 aprile è stato firmato l'affitto di ramo d'azienda per un punto vendita B2C al Mercato Comunale Wagner di Milano. È inserito nella strategia per il Nord Italia, insieme alla struttura logistica di Cernusco sul Naviglio.

A livello di governance, ricordiamo che L'8 luglio Gianluca Geminiani è stato cooptato come consigliere non esecutivo, al posto del dimissionario Bruno Stirparo.

Outlook del management

Il management non fornisce guidance numerica ma cita l'incertezza macro, con l'inflazione legata alle tensioni nel Mar Rosso e nel Golfo Persico, e dice che al momento non è possibile fare **previsioni concrete nel breve periodo** sui consumi e sul food service italiano. Si dice comunque fiducioso di proseguire la crescita grazie allo sviluppo dei canali B2B e B2C e all'espansione internazionale.

Stime

A valle dei risultati semestrali, rivediamo le stime per **riflettere lo slittamento temporale del piano di investimenti legato al V Bando di Filiera:** riduciamo il 2026 e la marginalità 2027, mentre rivediamo al rialzo il 2028, primo anno di **piena operatività della nuova capacità produttiva.**

High Quality Food – 2026-2028 Estimates

		New			Old			New/Old		
€ mn unless otherwise specified	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
Revenues	**19.3**	**20.3**	**30.6**	**36.8**	**24.3**	**31.2**	**34.0**	**-16.7%**	**-1.7%**	**+8.3%**
YoY growth (%)	+1.8%	+4.9%	+51.2%	+20.0%	+25.9%	+28.1%	+9.0%			
Other revenues	2.1	1.0	1.5	2.0	1.0	2.8	2.0			
Value of Production	**21.5**	**21.3**	**32.1**	**38.8**	**25.3**	**34.0**	**36.0**			
OpEx	(18.0)	(16.9)	(25.1)	(29.2)	(20.6)	(25.7)	(26.9)			
o/w Purchases	(12.4)	(12.1)	(17.8)	(20.4)	(13.5)	(17.5)	(18.7)			
o/w Services	(4.7)	(4.1)	(6.1)	(7.4)	(6.4)	(8.0)	(8.0)			
Value Added	**3.4**	**4.3**	**7.0**	**9.5**	**4.8**	**8.3**	**9.0**			
Value added margin (%)	17.7%	21.4%	22.9%	25.9%	19.5%	26.5%	26.6%			
Personnel	(1.8)	(2.0)	(2.5)	(3.0)	(2.3)	(3.1)	(3.1)			
EBITDA	**1.6**	**2.3**	**4.5**	**6.5**	**2.4**	**5.1**	**6.0**	**-3.4%**	**-12.1%**	**+9.5%**
EBITDA margin (%)	8.4%	11.6%	14.7%	17.8%	10.0%	16.5%	17.6%			
D&A and provisions	(0.8)	(1.5)	(2.0)	(2.1)	(0.8)	(1.1)	(1.3)			
EBIT	**0.9**	**0.9**	**2.6**	**4.5**	**1.6**	**4.1**	**4.7**			
Financials	(0.6)	(0.6)	(0.9)	(1.1)	(0.5)	(0.8)	(0.8)			
Pre-Tax	**0.3**	**0.3**	**1.6**	**3.4**	**1.1**	**3.3**	**3.9**			
Taxes	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.8)	(0.3)	(0.8)	(1.0)			
Net Income	**0.2**	**0.2**	**1.2**	**2.5**	**0.8**	**2.5**	**2.9**			
o/w Parent	0.1	0.2	1.2	2.5	0.7	2.2	2.7			
Net Equity	**8.9**	**9.1**	**10.4**	**12.9**	**9.7**	**12.2**	**15.1**			
o/w Group	8.8	9.0	10.2	12.7	9.5	11.7	14.4			
Net Cash (Debt)	**(10.0)**	**(14.2)**	**(20.4)**	**(19.6)**	**(20.0)**	**(25.8)**	**(25.5)**			
NFP/EBITDA	-6.1x	-6.0x	-4.5x	-3.0x	-8.3x	-5.0x	-4.3x			
CapEx	**(0.7)**	**(7.0)**	**(5.0)**	**(1.1)**	**(7.5)**	**(6.5)**	**(2.0)**			
On sales (%)	-3.9%	-34.5%	-16.3%	-3.0%	-30.8%	-20.9%	-5.9%			

Source: Websim Corporate elaborations

Sul 2026 riduciamo i **ricavi a €20.3mn** (-16.7% vs precedente stima). La crescita del 4.9% YoY sconta il rallentamento del secondo semestre ed un contributo ancora marginale della nuova capacità produttiva, dato che nel primo semestre sono stati realizzati investimenti per meno di €1mn. **L'EBITDA è sostanzialmente confermato a €2.3mn**, con margine in espansione all'11.6% (+3.2pp YoY) grazie alla minore incidenza dei costi fissi già visibile nel 1H26.

Le nostre stime implicano un secondo semestre con un EBITDA di ca. €0.6mn, in miglioramento rispetto agli €0.3mn del 2H25 ma con una marginalità nettamente inferiore a quella del primo semestre (circa 6% contro 17.1%). Su questo pesa (i) **La stagionalità del business**, scontando storicamente una maggiore incidenza di acquisti e servizi e (ii) Il **minor contributo degli altri ricavi.**

Il 2027 resta l'anno del salto dimensionale, con ricavi a €30.6mn (+51.2% YoY), in linea con la stima precedente. Rivediamo però la marginalità: l'EBITDA scende a €4.5mn (-12.1% vs precedente stima), con margine al 14.7% dal 16.5%. Pesano un minor contributo degli altri ricavi legati al Bando ed una maggiore **incidenza degli acquisti nella fase di ramp-up dei nuovi impianti.**

Rivediamo invece al rialzo il 2028: i ricavi **salgono a €36.8mn (+20.0% YoY, +8.3% vs precedente stima),** riflettendo il primo anno pieno di saturazione della nuova capacità produttiva. **L'EBITDA sale a €6.5mn** (+9.5% vs precedente stima), con margine al 17.8%. In quell'anno dovrebbero esprimersi pienamente le efficienze legate alla nuova sede di proprietà a Roma (con risparmio sugli affitti) e all'efficientamento energetico.

Sotto l'EBITDA incorporiamo ammortamenti più elevati (€1.5–2.1mn da €0.8–1.3mn), per l'entrata in esercizio degli asset del Bando e della nuova sede, e oneri finanziari in crescita a €1.1mn nel 2028. **L'utile netto si attesta così a €0.2/1.2/2.5mn nel triennio**, contro i €0.8/2.5/2.9mn della stima precedente.

Lato cassa il profilo migliora sensibilmente rispetto alle stime precedenti, grazie a (i) **Un piano capex rimodulato**: €13.1mn cumulati nel 2026–28, contro €16.0mn, con un 2028 da €1.1mn che segna la fine del ciclo di investimenti, (ii) **una progressiva normalizzazione del capitale circolante**, oggi gonfiato da un magazzino superiore ai ricavi semestrali e da crediti pari a circa sei mesi di vendite. Ci aspettiamo che la maggiore integrazione verticale della filiera riduca il fabbisogno di scorte acquistate da terzi. Lo stesso effetto dovrebbero avere il consolidamento delle filiali estere, superata la fase di avviamento, ed una gestione più efficiente delle condizioni commerciali con clienti e fornitori.

La PFN è attesa a -€14.2mn a fine 2026, tocca il picco nel 2027 (-€20.4mn) e si riduce nel 2028 (-€19.6mn), contro i -€25.5mn della stima precedente. **Nel 2028 il gruppo torna a generare cassa** e la leva scende a 3.0x l'EBITDA, dai 6.0x del 2026.

Valutazione

Confermiamo il nostro rating BUY e alziamo il target price per High Quality Food a €1.50 per azione. Abbiamo ottenuto questo risultato attraverso (i) un **Discounted Cashflow Model**, e (ii) l'analisi dei **multipli dei player** più vicini al modello operativo della Società.

A livello di DCF, Il modello si basa sulle **nostre stime esplicite per il periodo 2026–2028**, seguite da due anni di convergenza (2029–2030) verso le ipotesi di lungo periodo e da un valore terminale calcolato con un **tasso di crescita perpetua del 2.5% ed un WACC intorno a 9.5%**. Rispetto alla nostra precedente valutazione, la variazione deriva principalmente da una revisione delle stime a rialzo parzialmente danneggiata da un risk-free rate più alto (da 4.0% a 4.5%). La metodologia restituisce un **Equity Value di €24.7mn.**

A livello di multipli, confermiamo il nostro campione di confronto, che ricordiamo includere: **Marr, Bid Corporation, Chefs' Warehouse, Sysco, US Foods Holding, Siligro, Cranswick.** Applicando la mediana dei multipli 2026E e 2027E alle nostre stime, con una media ponderata tra **EV/Sales, EV/EBITDA, EV/EBIT, e P/E**, otteniamo un **Equity Value di €14.3mn.**

High Quality Food – Valuation Summary

€ mn	Equity Value	Liquidity Discount	Fair Equity Value	# Shares	FEqV/Share	Weight (%)
DCF	24.7	(4.9)	19.8	11.2	1.76	60%
Multiples	14.3	(2.9)	11.4	11.2	1.02	40%
Target Price	**1.50**					
Current High Quality Food Price	0.50					

Source: Websim Corporate elaborations

Nella determinazione del target price attribuiamo **un peso maggiore al DCF** (60%) rispetto ai multipli di mercato (40%). Il Gruppo è infatti in una fase di investimento legata al Bando di Filiera, che **comprime la redditività di breve periodo.** Una valutazione per multipli ancorata a questi risultati **rischia quindi di non cogliere il potenziale reddituale** degli anni successivi. Il DCF incorpora invece in modo esplicito il ritorno alla generazione di cassa atteso con l'entrata a regime degli investimenti. Inoltre, la limitata comparabilità di High Quality Food rispetto ai peer quotati, per dimensione, modello di business e liquidità del titolo, **rende i multipli di mercato un riferimento meno rappresentativo.** Ponderando i due metodi e applicando un liquidity discount del 20%, deriviamo un **target price di €1.50 per azione.**

High Quality Food – Group Multiples @ Target Price

	2026E	2027E	2028E
Share Price	1.50	1.50	1.50
Number of Shares	11.2	11.2	11.2
Equity Value	**16.8**	**16.8**	**16.8**
Net Cash (Debt)	(14.2)	(20.4)	(19.6)
Minorities	(0.1)	(0.1)	(0.2)
Enterprise Value	**31.1**	**37.4**	**36.6**
EV/SALES	1.5x	1.2x	1.0x
EV/EBITDA ADJ.	13.3x	8.3x	5.6x
EV/EBIT ADJ.	35.0x	14.6x	8.2x
P/E ADJ.	nm	13.6x	6.6x

Source: Websim Corporate elaborations

A target, il titolo tratterebbe a 13.3x EV/EBITDA 2026. È un multiplo elevato, che riflette una **base reddituale ancora compressa dalla fase di investimento legata al Bando di Filiera.** Con l'entrata a regime degli investimenti i multipli impliciti scendono: l'EV/EBITDA passa a 8.3x nel 2027 e a 5.6x nel 2028. **Sul 2028 la compressione dei multipli beneficia anche della lieve riduzione dell'enterprise value** (da €37.4mn a €36.6mn), grazie al ritorno alla generazione di cassa e al conseguente calo dell'indebitamento netto (da €20.4mn a €19.6mn).

Conclusioni di Investimento

Confermiamo il rating BUY su High Quality Food e alziamo il target price a **€1.50 per azione.** Nel breve periodo, il primo catalyst è il **closing dell'acquisto della nuova sede operativa di Roma**, previsto per novembre 2026, che avvia il risparmio sugli affitti. A questo si aggiunge l'erogazione delle prime quote a **fondo perduto del V Bando di Filiera:** incorporata nelle nostre stime, sosterrebbe la posizione finanziaria nella fase di picco degli investimenti. Un ulteriore elemento da monitorare è la **normalizzazione del capitale circolante.** Una riduzione di magazzino e crediti, oggi gonfiati dalle filiali estere, libererebbe cassa e attenuerebbe la crescita dell'indebitamento. Nel medio periodo, il driver principale è l'entrata a regime della **nuova capacità produttiva**, alla base del salto dei ricavi atteso nel 2027 (+51% YoY), insieme alle efficienze sui costi che dovrebbero esprimersi pienamente nel 2028. Le nostre stime non includono operazioni eventuali operazioni di M&A.

High Quality Food in Brief

Descrizione della Società

Fondata nel 2003 a Roma, High Quality Food si specializza nella produzione, trasformazione, interpretazione, e distribuzione di prodotti alimentari di alta gamma nel mercato dell'alta ristorazione. La gamma dei prodotti offerti spazia in diverse direzioni, e vanta un canale di distribuzione diversificato geograficamente, con diverse località europee ed extra-europee

Management

Chairman & CEO: Simone Cozzi

CFO: Daniel Nahum

Azionisti

Simone Cozzi	30.3%
Adriana Panico	30.0%
Mediolanum SGR	6.0%
Francesco Paltoni	4.0%
Mercato	30.0%

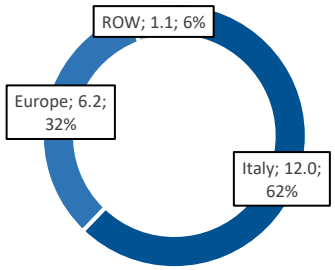
Punti di forza/Opportunità

- Player importante nel mercato di alta gamma di food service, grazie ad un'offerta distintiva rivolta ad una clientela professionale
- Unicità del portafoglio prodotti, caratterizzato da referenze selezionate e produzioni esclusive
- Tracciabilità dei prodotti offerti, assicurate da un presidio costante della filiera
- Importanti capacità di stoccaggio e presidio logistico sul territorio italiano, attraverso i magazzini strategicamente localizzati a Roma e Milano

Rischi/Debolezze

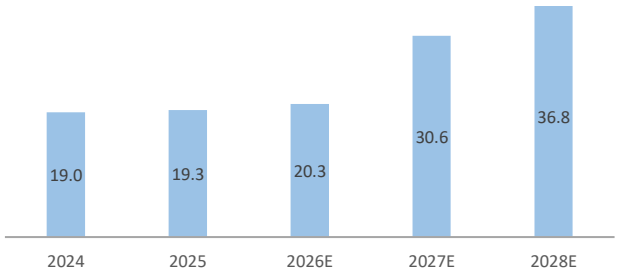
- Elevata esposizione alla ciclicità del turismo e del settore Ho.Re.Ca.
- Ridotta capitalizzazione di mercato, con limitata liquidità sul titolo
- Ambiente altamente competitivo con presenza di grandi catene internazionali ed altri operatori indipendenti

High Quality Food – 2025 Revenue Breakdown by LoB (%)



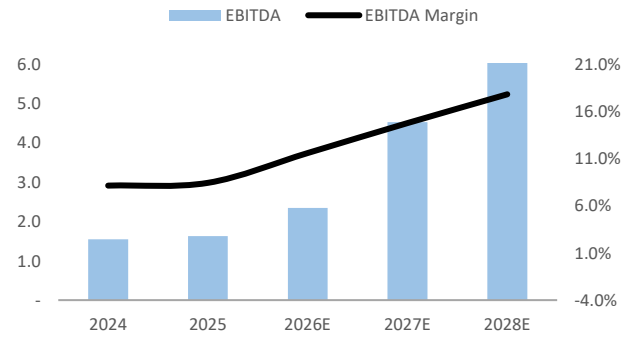
Source: Websim Corporate on Company data

High Quality Food – 2024-2028E Revenue Evolution (€ mn)



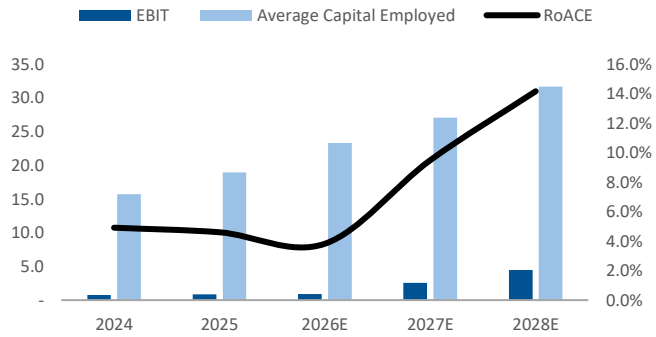
Source: Websim Corporate elaborations

High Quality Food – 2024-2028E EBITDA (€ mn) & EBITDA Margin (%)



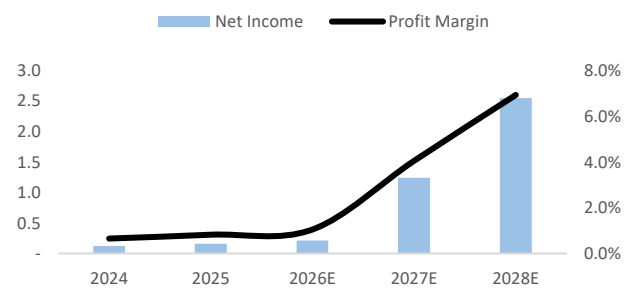
Source: Websim Corporate elaborations

High Quality Food – 2024-2028E RoACE (%)



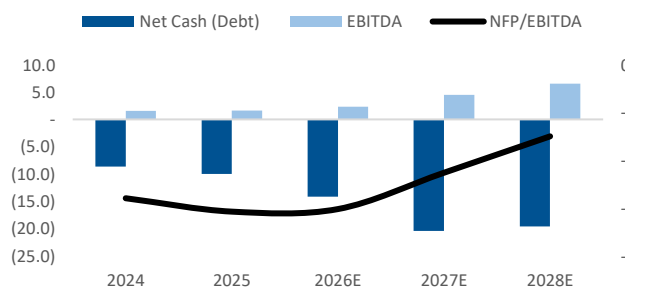
Source: Websim Corporate elaborations

High Quality Food – 2024-2028E Net Income (€ mn) & Profit Margin (%)



Source: Websim Corporate elaborations

High Quality Food – 2024-2028E EBITDA (€ mn), NFP (€ mn), Leverage (x)



Source: Websim Corporate elaborations

DETAILS ON STOCK RECOMMENDATION			
Stock NAME	**HIGH QUALITY FOOD**		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	BUY
Current Target (€):	1.50	Previous Target (€):	1.40
Current Price (€):	0.50	Previous Price (€):	0.54
Date of report:	28/10/2026	Date of last report:	10/6/2026

Intermonte

IMPORTANT DISCLOSURES

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein and of any its parts is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without authorisation from Intermonte.

This report is directed exclusively at market professional and other institutional investors (Institutions) and is not for distribution to person other than "Institution" ("Non-Institution"), who should not rely on this material. Moreover, any investment or service to which this report may relate will not be made available to Non-Institution.

The information and data in this report have been obtained from sources which we believe to be reliable, although the accuracy of these cannot be guaranteed by Intermonte. In the event that there be any doubt as to their reliability, this will be clearly indicated. The main purpose of the report is to offer up-to-date and accurate information in accordance with regulations in force covering "recommendations" and is not intended nor should it be construed as a solicitation to buy or sell securities.

This disclaimer is constantly updated on Intermonte's website www.intermonte.it under LEGAL NOTICES. Valuations and recommendations can be found in the text of the most recent research and/or reports on the companies in question. For a list of all recommendations made by Intermonte on any financial instrument or issuer in the last twelve months consult the web page CUSTOMER AREA.

Intermonte distributes research and engages in other approved activities with respect to Major U.S. Institutional Investors ("Majors") and other Qualified Institutional Buyers ("QIBs"), in the United States, via Plural Securities LLC under SEC 15a-6 guidelines. Intermonte is not registered as a broker dealer in the United States under the Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act"), and is not a member of the Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Plural Securities LLC is registered as a broker-dealer under the Exchange Act and is a member of SIPC.

ANALYST CERTIFICATION

For each company mentioned in this report the respective research analyst hereby certifies that all of the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about any or all of the subject issuer (s) or securities. The analyst (s) also certify that no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation or view in this report.

The analyst (s) responsible for preparing this research report receive(s) compensation that is based upon various factors, including Intermonte's total profits, a portion of which is generated by Intermonte's corporate finance activities, although this is minimal in comparison to that generated by brokerage activities. Intermonte's internal procedures and codes of conduct are aimed to ensure the impartiality of its financial analysts. The exchange of information between the Corporate Finance sector and the Research Department is prohibited, as is the exchange of information between the latter and the proprietary equity desk in order to prevent conflicts of interest when recommendations are made.

The analyst responsible for the report is not a) a resident of US; b) an associated person of a U.S. broker-dealer; c) supervised by a supervisory principal of a U.S. broker-dealer. This Research Report is distributed in the U.S. through Plural Securities LLC, 950 3rd Avenue, Suite 1702, NY 10022, USA.

GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH

The main methods used to evaluate financial instruments and set a target price for 12 months after the investment recommendation are as follows:

- Discounted cash flow (**DCF**) model or similar methods such as a dividend discount model (**DDM**)
- Comparison with market peers, using the most appropriate methods for the individual company analysed: among the main ratios used for industrial sectors are price/ earnings (P/E), EV/EBITDA, EV/EBIT, price /sales
- Return on capital and multiples of adjusted net book value are the main methods used for banking sector stocks, while for insurance sector stocks return on allocated capital and multiples on net book value and embedded portfolio value are used
- For the utilities sector comparisons are made between expected returns and the return on the regulatory asset base (RAB)

Some of the parameters used in evaluations, such as the risk-free rate and risk premium, are the same for all companies covered, and are updated to reflect market conditions. Currently a risk-free rate of 4.0% and a risk premium between 5.5% - 6.0% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the FTSEMIB40 Index, most of those on the MIDEX Index and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newsflow.

A draft copy of each report may be sent to the subject company for its information (without target price and/or recommendations), but unless expressly stated in the text of the report, no changes are made before it is published.

Explanation of our ratings system:

BUY: stock expected to outperform the market by over 25% over a 12 month period;

OUTPERFORM: stock expected to outperform the market by between 10% and 25% over a 12 month period;

NEUTRAL: stock performance expected at between +10% and - 10% compared to the market over a 12 month period;

UNDERPERFORM: stock expected to underperform the market by between -10% and -25% over a 12 month period;

SELL: stock expected to underperform the market by over 25% over a 12 month period.

Prices: The prices reported in the research refer to the price at the close of the previous day of trading

CURRENT INVESTMENT RESEARCH RATING DISTRIBUTIONS

Intermonte SIM is authorised by CONSOB to provide investment services and is listed at n° 246 in the register of brokerage firms.

As at 29 October 2026 Intermonte's Research Department covered 140 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	28.57%
OUTPERFORM:	42.14%
NEUTRAL:	28.58%
UNDERPERFORM:	00.71%
SELL:	00.00%

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (81 in total) is as follows:

BUY:	49.38%
OUTPERFORM:	30.86%
NEUTRAL:	17.29%
UNDERPERFORM:	02.47%
SELL:	00.00%

CONFLICT OF INTEREST

In order to disclose its possible conflicts of interest Intermonte SIM states that:

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as the person in charge of carrying out the share buyback plan approved by the shareholders' meeting of AZIMUT, ECOSUNTEK, EL.EN., ELICA, FILA, FINCANTIERI, GIOCAMONDO STUDY, INTERCOS, INTRED, PHARMANUTRA, SALVATORE FERRAGAMO, SESA, SG COMPANY, STAR7, SYS-DAT, UNIDATA, VALSOIA, WEBUILD

Intermonte SIM S.p.A. provides or has provided corporate brokerage services to AATECH, ABC COMPANY, AEROPORTO GUGLIELMO MARCONI DI BOLOGNA, ALLCORE, ALMAWAVE, AVIO, CASTA DIVA GROUP, CUBE LABS, CY4GATE, DOMINION HOSTING HOLDING, ELICA, ESPRINET, EVISO, EXECUS, FINE FOODS & PHARMACEUTICALS NTM, GPI, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, LUVE, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, PREATONI GROUP, REDELFI, REDFISH LONGTERM CAPITAL, REVO INSURANCE, REWAY GROUP, SERI INDUSTRIAL, SPINDOX, STAR7, TECNO, ULISSE BIOMED, WIIT, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA **in the last 12 months**

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as Financial Content Provider on the company AATECH, ALLCORE, ALMAWAVE, B&C SPEAKERS, BANCA SISTEMA, BIFIRE, CASTA DIVA GROUP, COFLE, COM.TEL, CUBE LABS, CY4GATE, DOMINION HOSTING HOLDING, ECOSUNTEK, ELES, ELICA, ENERGY, EVISO, EXECUS, FIERA MILANO, FILA, FOPE, G.M. LEATHER, GREEN OLEO, HIGH QUALITY FOOD, IGD, IKONISYS SA, INTERCOS, ISCC FINTECH, LEMON SISTEMI, MAPS, MARE ENGINEERING GROUP, MASI AGRICOLA, MATICA FINTEC, MISITANO & STRACUZZI SPA, NEODECORTECH, NOTORIOUS PICTURES, OLIDATA, PREATONI GROUP, RACING FORCE, REDELFI, REDFISH LONGTERM CAPITAL, SG COMPANY, SIMONE, SPINDOX, TAMBURI, TECNO, TMP GROUP, ULISSE BIOMED, XENIA HOTELLERIE SOLUTION, Zest Group SpA

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of intermediary appointed in the public purchase and/or exchange offer transaction of ANTARES VISION, BANCA SISTEMA, MARE ENGINEERING GROUP, POSTE ITALIANE

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as liquidity provider of BANCA SISTEMA, Zest Group SpA

Intermonte SIM is acting as advisor to Webuild in the voluntary public tender offer promoted on Trevi-Finanziaria Industriale.

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of financial advisor for BANCA GENERALI, BANCO BPM, MARE ENGINEERING GROUP, POSTE ITALIANE, TELECOM ITALIA, WEBUILD

Intermonte SIM S.p.A. operates or has operated in the last 12 months as market maker on financial instruments with underlying shares issued by A2A, AMPLIFON, AZIMUT, BANCA GENERALI, BANCA IFIS, BANCA MEDIOLANUM, BANCO BPM, BCA MPS, BFF BANK, Bper Banca, BREMBO, BUZZI, CAMPARI, DANIELI & C, DIASORIN, ENEL, ENI, ERG, FERRARI, FINECOBANK, INDUSTRIE DE NORA, INTERPUMP GROUP, INTESA SANPAOLO, INWIT, IREN, ITALGAS, LEONARDO, LOTTOMATICA GROUP, MFE B, MONCLER, MONDADORI EDIT., NEXI, OVS, PIRELLI & C, POSTE ITALIANE, PRYSMIAN, SAIPEM, SESA, SNAM S.p.A., STELLANTIS, STMICROELECTRONICS, TECHNOGYM, TECHNOPROBE, TELECOM ITALIA, TELECOM ITALIA R, TENARIS, TERNA, UNICREDIT, UNIPOL, WEBUILD

Intermonte Sim S.p.A. has or had in the last 12 months a marketing contract on instruments issued by BARCLAYS, BNP PARIBAS, GOLDMAN SACHS GROUP INC, LEONTEQ, MAREX FINANCIAL, MEDIOBANCA, MORGAN STANLEY, NATIXIS, SOCIETE GENERALE, UNICREDIT, VONTOBEL N

Intermonte SIM S.p.A. performs or has performed in the last 12 months the role of specialist on financial instruments issued by ABITARE IN, AQUAFIL, BANCA IFIS, BANCA SISTEMA, COFLE, COM.TEL, DIGITOUCH, ECOSUNTEK, EL.EN., EMAK, ENERGY, FNM, GEFRAN, GREEN OLEO, INTRED, MATICA FINTEC, MISITANO & STRACUZZI SPA, MONDADORI EDIT., OLIDATA, OMER, PHARMANUTRA, POWERSOFT, QF ALPHA IMM, REPLY, SESA, SG COMPANY, SOMEC, STAR7, SYS-DAT, TAMBURI, TESMEC, TINEXTA, TMP GROUP, TXT E-SOLUTIONS, UNIDATA **with the obligation to disseminate studies**

Intermonte SIM S.p.A. plays or has played in the last 12 months the role of sponsor for UNIDATA S.p.A.

© Copyright 2026 by Intermonte SIM - All rights reserved

It is a violation of national and international copyright laws to reproduce all or part of this publication by email, xerography, facsimile or any other means. The Copyright laws impose heavy liability for such infringement. The Reports of Intermonte SIM are provided to its clients only. If you are not a client of Intermonte SIM and receive emailed, faxed or copied versions of the reports from a source other than Intermonte SIM you are violating the Copyright Laws. This document is not for attribution in any publication, and you should not disseminate, distribute or copy this e-mail without the explicit written consent of Intermonte SIM.

INTERMONTE will take legal action against anybody transmitting/publishing its Research products without its express authorization.

INTERMONTE Sim strongly believes its research product on Italian equities is a value added product and deserves to be adequately paid.

Intermonte Sim sales representatives can be contacted to discuss terms and conditions to be supplied the INTERMONTE research product.

INTERMONTE SIM is MIFID compliant - for our Best Execution Policy please check our Website https://www.intermonte.it/it/avvertenze-legali/mifid-ii.html

Further information is available.