

# Centrale del Latte di Torino & C.

**RATING: ADD**  
**28 maggio 2013**

REPORT DI AGGIORNAMENTO SUI  
RISULTATI 1Q 2013 della CENTRALE  
LATTE TORINO & C. redatto da BIM in  
qualità di SPECIALIST

Prezzo: 1.755 euro (27/05/2013)  
n. azioni: 10 mln  
Capitalizzazione.: 17,6 mln euro  
Flottante: 35.96%  
Prezzo min. 52 sett.: 1.388 euro  
(27/07/12)  
Prezzo max 52 sett.: 2.10 euro  
(22/01/13)

Mercato di quotazione: STAR

**Andrea Andreis**  
+39 011 082 8500  
andrea.andreis@bancaintermobiliare.com

## INDEBOLIMENTO DEL TREND DELLA TOP-LINE

FY	Ricavi	EBITDA	Utile netto	EV/SALES	EV/EBITDA	P/E
2011	103.4	6.5	-1.0	0.46	7.3	Neg.
2012	103.2	7.0	-1.1	0.37	5.6	Neg.
2013 E	98.4	7.3	0.1	0.36	4.8	N.s.
2014 E	99.9	7.8	0.6	0.31	4.0	27.0

Centrale del Latte di Torino ha chiuso il 1Q '13 con risultati **leggermente al di sotto delle nostre attese in termini di top-line e di redditività operativa.**

I **ricavi** sono scesi dell'8.1%; questa flessione dipende per ca. 50% da un cambio del perimetro di consolidamento: la partecipata Frasccheri (40%) non verrà più consolidata in maniera proporzionale, ma ad equity. Il **calo organico** dei ricavi è stato pari al **4.3%**, risentendo di un calo superiore al 5% delle categorie core del latte fresco e UHT, che rappresentano ca. 2/3 dei ricavi del gruppo, parzialmente compensato da un leggero progresso della linea Altri prodotti confezionati (+2.4%). Da notare come il calo dei ricavi sia avvenuto nelle regioni Liguria e Veneto, mentre in Piemonte il fatturato è salito di ca. 1%, grazie all'incremento dei prezzi di listino del latte fresco.

Il trend dei ricavi ha risentito non solo del **contesto** particolarmente ostico per i consumi, ma **anche** della **difficile base di comparazione**, in quanto il 1Q '12 era stato l'unico dello scorso anno ad evidenziare una crescita positiva (+3.2%).

L'**EBITDA** si è attestato a **1.6 mln**, evidenziando una marginalità pari al **6.3%**, in calo rispetto al 7.7% del 1Q '12, ma collocandosi sostanzialmente su valori analoghi a quelli del 4Q '12 (6.6%).

L'**utile ante imposte** è risultato **negativo per 0.2 mln**, penalizzato da oneri di attualizzazione TFR per 0.2 mln. Al netto di questa voce, dalla natura non cash, il risultato sarebbe stato analogo al 1Q '12 (0.01 mln).

Il **Free Cash Flow** trimestrale è stato pari a **1 mln**, con una **conversione sull'EBITDA superiore al 60%**, portando l'indebitamento a 24.4 mln. Da evidenziare che gli impieghi in circolante del gruppo non hanno più beneficiato della nuova normativa di pagamento delle merci deteriorabili (nel trimestre, il capitale circolante ha assorbito cassa per 0.2 mln).

Abbiamo riflesso nelle previsioni '13-'14 l'impatto derivante dalla variazione dell'area di consolidamento, con impatto negativo sui ricavi di ca. 5%. Confermiamo la **valutazione DCF** in area **2,2 euro**, che implica un **EV/EBITDA '13-'14** rispettivamente di **5,4x** e di **4.5x** ed un **Unlevered Free Cash Flow normalizzato '13-'14 superiore al 10%**.

Rispetto al nostro precedente report, il titolo si è apprezzato di ca. 11%, riducendo gli spazi di upside rispetto al Fair Value DCF al 25%, su livelli tali da portarci ad abbassare la raccomandazione sul titolo da Buy a **Add**.

Continuiamo a ritenere che i corsi azionari incorporino ampiamente il pessimo scenario dei consumi alimentari, senza tener conto dell'impatto positivo derivante dalla stabilizzazione dei prezzi del latte crudo alla stalla e dalla significativa riduzione della leva finanziaria (Debt/EBITDA in calo da 3.7x '12 a ca. 2x '14E).

*Centrale del Latte di Torino – Risultati primo trimestre 2013*

	1Q '13	1Q '12	Var.% YoY	pesi % 1Q '13	pesi % 1Q '12 PF *
<b>RICAVI</b>	<b>24.8</b>	<b>25.9 *</b>	<b>-4.3%</b>	100.0%	100.0%
<i>Latte Fresco</i>	11.3	12.0	-5.6%	45.5%	46.1%
<i>Latte UHT</i>	4.9	5.2	-5.1%	19.8%	20.0%
<i>Yogurt</i>	2.0	2.0	-1.4%	8.0%	7.8%
<i>Prodotti IV gamma</i>	1.1	1.3	-14.0%	4.4%	4.9%
<i>Latte e panna sfusi</i>	1.0	1.1	-8.7%	4.0%	4.2%
<i>Altri prodotti confezionati</i>	4.5	4.4	2.4%	18.3%	17.1%
<b>EBITDA</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>	<b>-22.3%</b>		
<b>EBITDA margin (%)</b>	<b>6.3%</b>	<b>7.7%</b>			
Ammortamenti	1.4	1.3	2.6%		
<b>EBIT</b>	<b>0.2</b>	<b>0.7</b>	<b>-71.7%</b>		
<b>EBIT margin (%)</b>	<b>0.8%</b>	<b>2.6%</b>			
Prov./(oneri) non ricorrenti	0.0	0.0			
<b>Risultato operativo</b>	<b>0.2</b>	<b>0.7</b>	<b>-71.7%</b>		
Prov./(oneri) finanziari	-0.4	-0.4			
<b>Utile ante imposte</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>N.s.</b>		
<b>Indebitamento finanziario netto</b>	<b>24.4</b>	<b>33.7</b>			

\* ricavi pro-forma, che tengono conto del venir meno del consolidamento proporzionale della Frasccheri (40%)

Fonte: Banca Intermobiliare

<i>Conto economico (€ mln)</i>	2010	2011	2012	2013 E	2014 E
Ricavi netti	101.4	103.4	103.2	98.4	99.9
EBITDA	7.8	6.5	7.0	7.3	7.8
<i>EBITDA margin (%)</i>	7.7%	6.3%	6.7%	7.5%	7.8%
EBIT	2.2	0.8	1.4	2.1	2.6
<i>EBIT margin (%)</i>	2.2%	0.8%	1.4%	2.2%	2.6%
Proventi/(Oneri) non ricorrenti	0.9	(0.2)	(1.0)	0.0	0.0
<b>Risultato operativo</b>	<b>3.1</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>	<b>2.1</b>	<b>2.6</b>
Proventi/(Oneri) finanziari	(1.1)	(1.0)	(0.9)	(0.7)	(0.6)
Altre comp. finanziarie	0.0	0.0	(0.7)	(0.2)	0.0
<b>Utile pre-tax</b>	<b>2.0</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(1.2)</b>	<b>1.2</b>	<b>1.9</b>
Imposte	(1.0)	(0.6)	0.0	(1.0)	(1.3)
(Utile)/perdite di terzi	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Utile netto</b>	<b>1.0</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>0.1</b>	<b>0.6</b>

<i>Variazioni su base annua (%)</i>	2010	2011	2012	2013 E	2014 E
Var. Ricavi YoY	3.1%	2.0%	-0.1%	-4.7%	1.5%
Var. EBITDA YoY	-20.3%	-16.2%	6.3%	5.5%	5.7%
Var. EBIT YoY	-48.4%	-63.1%	75.4%	51.4%	19.6%
Var. Utile netto YoY	24.7%	N.s.	N.s.	N.s.	N.s.

<i>Stato patrimoniale (€ mln)</i>	2010	2011	2012	2013 E	2014 E
Immobilizzazioni	76.2	72.2	67.5	62.9	58.7
Capitale circolante	1.1	4.3	2.3	2.0	2.2
Pass. non finanz. a M/L	4.4	4.0	5.1	5.1	5.0
<b>Capitale investito</b>	<b>72.8</b>	<b>72.6</b>	<b>64.8</b>	<b>60.0</b>	<b>56.0</b>
Patrimonio netto	41.7	40.7	39.4	39.5	39.9
Patrimonio di terzi	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Indebitamento netto</b>	<b>31.1</b>	<b>31.9</b>	<b>25.4</b>	<b>20.5</b>	<b>16.0</b>

<i>Rendiconto finanziario (€ mln)</i>	2010	2011	2012	2013 E	2014 E
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>5.5</b>	<b>4.4</b>	<b>5.0</b>	<b>5.3</b>	<b>5.7</b>
Investimenti	-2.0	-2.1	-0.6	-0.7	-1.0
Var. Cap. Circolante	-3.5	-3.1	2.4	0.3	-0.1
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>6.7</b>	<b>4.9</b>	<b>4.6</b>
Dividendi	0.0	0.0	-0.2	0.0	-0.2
Altro	-1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Net Cash Flow</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>6.5</b>	<b>4.9</b>	<b>4.4</b>
<i>Debt / Equity</i>	0.7 x	0.8 x	0.6 x	0.5 x	0.4 x
<i>Debt / EBITDA</i>	4.0 x	4.9 x	3.7 x	2.8 x	2.1 x

<i>Dati per azione - Multipli</i>	2010	2011	2012	2013E	2014 E
EPS	0.100	-0.102	-0.113	0.013	0.065
BVPS	4.170	4.065	3.937	3.950	3.995
DPS	0.000	0.020	0.000	0.020	0.030
P/BV	0.6 x	0.4 x	0.4 x	0.4 x	0.4 x
P/E	24.1 x	Neg.	Neg.	N.s.	27.0 x
Capitaliz (Mln)	24.1	17.4	14.5	17.6	17.6
Altri assets	1.3	1.3	1.3	2.9	2.9
EV (Mln)	53.8	48.0	38.6	35.2	30.7
EV/SALES	0.53 x	0.46 x	0.37 x	0.36 x	0.31 x
EV/EBITDA	6.9 x	7.3 x	5.6 x	4.8 x	4.0 x
EV/EBIT	24.5 x	59.4 x	27.2 x	16.4 x	12.0 x

Fonte: Banca Intermobiliare

**Centrale del Latte di Torino & C.**

Elementi di rischio:

- Riduzione dei volumi attribuibili a fattori esogeni o connessi all'andamento congiunturale o all'evoluzione/modifiche delle norme regolamentari del settore alimentare e di quello più specifico del lattiero-caseario in cui opera la società
- Fattori esogeni d'influenza del prezzo delle materie prime (latte crudo) o dei prodotti venduti
- Concorrenza delle *private labels* nel segmento latte fresco
- Ritardi nella saturazione progressiva della capacità produttiva del nuovo stabilimento produttivo sito in Vicenza, legata anche al raggiungimento di accordi di lavorazione per conto terzi

<b>Centrale del Latte Torino &amp; C.</b>	<b>Attuale</b>	<b>Precedente</b>
Raccomandazione	ADD	BUY
Prezzo target (Eu)	€2.2	€2.2
Prezzo del titolo (Eu)	€1.755	€1.58
Data del report	27 maggio 2013	5 aprile 2013

**D I S C L A I M E R**

Il presente documento è prodotto da Banca Intermobiliare SpA nell'ambito della propria 'attività di operatore specialista prestata da **BIM** in favore dell'Emittente.

Il presente documento può contenere gli dell'Emittente

Banca Intermobiliare SpA ("**BIM**") è una banca di diritto italiano autorizzata da Banca d'Italia alla prestazione dei servizi di investimento. **BIM** è capogruppo del Gruppo Banca Intermobiliare (**Gruppo BIM**).

Il presente studio è destinato all'utilizzo e alla consultazione da parte della clientela (operatori qualificati e non) del **Gruppo BIM** ed è distribuito da **BIM**, a partire dal giorno stesso del suo deposito in Consob, a mezzo posta cartacea, posta elettronica e/o pubblicazione su apposita area del sito Internet [www.bancaintermobiliare.com](http://www.bancaintermobiliare.com). (sezione "Ricerche e raccomandazioni").  
all'Emittente .

I dati e le notizie contenuti nel presente documento sono tratti da informazioni fornite al pubblico dall'Emittente o da notizie altrimenti pubbliche e si riferiscono alla data di pubblicazione del documento stesso.

Le stime e le opinioni espresse possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso.

**BIM** certifica che tutte le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dell'analista incaricato relativamente ai dati, elementi ed informazioni dallo stesso acquisite.

**BIM** assolve, nei confronti dell'Emittente l'obbligo di diffusione degli studi relativi secondo la periodicità stabilita dalle applicabili disposizioni normative e contrattuali e si riserva di aggiornare gli studi in relazione a rilevanti eventi societari e/o significative variazioni del prezzo di mercato degli strumenti finanziari dell'Emittente.

Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede, l'attendibilità, completezza o correttezza delle stesse non può essere in nessun modo garantita.

**BIM**, i dirigenti, i dipendenti ed i collaboratori del **Gruppo BIM** non assumono alcuna responsabilità per eventuali danni – diretti o indiretti, patrimoniali e non – derivanti dall'uso delle informazioni e delle opinioni riportate nel presente documento.

La presente pubblicazione viene divulgata unicamente per fini informativi ed illustrativi e non può in nessun modo costituire una proposta di contratto, una sollecitazione all'acquisto e/o vendita e/o sottoscrizione ovvero un'offerta d'acquisto o di scambio di strumenti finanziari.

Il presente documento non può essere riprodotto, ridistribuito, ovvero pubblicato, direttamente o indirettamente, in tutto o in parte, senza specifica autorizzazione di **BIM**.

La seguente tabella riporta il significato delle raccomandazioni formulate nel presente documento.

BUY – potenziale apprezzamento del titolo > 30%
ADD – potenziale apprezzamento del titolo > 15%
NEUTRAL – potenziale oscillazione prezzo tra -15% e +15%
REDUCE – potenziale deprezzamento titolo > 15%
SELL – potenziale deprezzamento titolo > 30%

Conflitti di interesse

Informazioni di carattere generale inerenti i meccanismi organizzativi e amministrativi, ivi comprese le barriere allo scambio di informazioni, posti in essere all' interno di **BIM** per prevenire ed evitare conflitti di interesse in rapporto alle raccomandazioni sono pubblicate sul sito internet [www.bancaintermobiliare.com](http://www.bancaintermobiliare.com) (sezione "Ricerche e raccomandazioni").

**BIM** non detiene partecipazioni rilevanti nel capitale dell'emittente.

**BIM** ha concesso una linea di credito per l'operatività in strumenti finanziari in capo alla controllante dell'Emittente.

**BIM** svolge per l'emittente la funzione di Operatore Specialista, essendo obbligato a conferire liquidità al titolo.

Oltre all'accordo avente ad oggetto lo svolgimento da parte di **BIM** dell'attività di operatore specialista per conto dell'Emittente ed a quanto sopra esposto, non si segnalano altri rilevanti interessi di **BIM** né situazioni di conflitto di interesse nei confronti dell'Emittente.

In nessun caso il compenso del/degli analista/i incaricato e delle persone che partecipano alla preparazione delle raccomandazioni è stato, è o sarà direttamente od indirettamente correlato alla strategia di investimento raccomandata o proposta ovvero ad operazioni di finanza aziendale effettuate da **BIM**.

Gli analisti e le persone che partecipano alla preparazione delle raccomandazioni non hanno acquistato o ricevuto azioni dell'Emittente prima di un'offerta pubblica di tali azioni.