



BANCA INTERMOBILIARE
DI INVESTIMENTI E GESTIONI S.p.a.

Centrale del Latte di Torino & C.

RATING: NEUTRAL

16 marzo 2010

REPORT di
AGGIORNAMENTO SUI
RISULTATI DEL QUARTO
TRIMESTRE 2009 della
CENTRALE LATTE TORINO &
C. redatto da BIM in qualità di
SPECIALIST

Prezzo 2.58 euro (16/03/2010)
n. azioni: 10 mln
Capitalizzazione: 25,8 mln euro
Flottante: 35.96%
Prezzo min. 52 sett.: 1.560 euro
(16/03/09)
Prezzo max 52 sett.: 2.967 euro
(28/08/09)

Mercato di quotazione: STAR

Andrea Andreis
+39 011 082 86 51
andrea.andreis@gruppbim.it

CONFERMA DI BUONI LIVELLI DI MARGINALITÀ IN UN DIFFICILE SCENARIO

FY	Ricavi	EBITDA	Utile netto	EV/SALES	EV/EBITDA	P/E
2008	104.5	5.9	-1.2	0.46	8.3	Neg.
2009	98.3	9.8	0.8	0.52	5.2	30.2
2010 E	99.1	8.8	0.3	0.49	5.5	76.8
2011 E	101.5	9.1	0.6	0.44	4.9	44.9

Nel corso del quarto trimestre 2009 Centrale del Latte di Torino ha realizzato un **buon set di risultati**, migliori delle nostre attese, con ricavi in netto recupero (-1,4% su base annua Vs. -6% 3Q e -8% 1H) e EBITDA margin ancora su livelli a doppia cifra, prossimi a quelli medi dei primi nove mesi del 2009.

I **ricavi** si sono attestati a **25,7 mln**, superiori del 2,5% alle nostre stime; in termini di mix, le sorprese maggiormente positive sono arrivate dalla linea *core* del latte fresco (-2,4%), grazie ad un forte incremento nella regione Veneto (+6,7%), nonché al buon momento dalla categoria "altri prodotti confezionati" (+15,9%), che comprende una categoria eterogenea di alimenti (uova, dessert, formaggi, ...). Ancora negativo, invece, il trend di yogurt e prodotti di IV gamma (insalate e frutta fresca), in calo rispettivamente del 10,9% e del 18,6%. L'**EBITDA Adj** si è attestato a **2,5 mln**, rispetto a 1,5 mln dello stesso periodo dello scorso esercizio (EBITDA margin **9,9%** Vs. **5,6%**), superiore alle nostre attese di 2,0 mln per effetto principalmente di minor costo del lavoro e più bassi costi promozionali.

Il **2009** si è chiuso con **ricavi in calo del 5,9%** a **98,3 mln**, a fronte di un **EBITDA in crescita del 67%** da 5,9 mln a **9,8 mln**, guidato in larga misura da un minor costo della materia prima, cui si è associato un buon controllo dei costi. L'**utile netto** è ammontato a **0,8 mln** (-1,2 mln), gravato da un elevato tax rate su cui hanno inciso componenti non ricorrenti (svalutazione a livello civilistico della CLV). L'**indebitamento** è rimasto sostanzialmente invariato a 30 mln (28 mln al 30/09/09), peggiore delle nostre attese per via di un allungamento del ciclo di incasso dei crediti, che sospettiamo possa essere attribuito ad una diversa politica di pagamento della GDO.

In termini di **outlook**, la **società non prevede ancora un sostanziale cambiamento del trend dei consumi**, ritenendo che il miglioramento osservato nel quarto trimestre 2009 non possa essere estrapolato come un'inversione di tendenza. A causa "*dell'aumento della pressione concorrenziale*" verranno avviate delle procedure di mobilità nell'ambito della società.

Il peggioramento del quadro competitivo a causa di politiche aggressive da parte dell'industria, in particolar modo nella categoria core del latte fresco (46% ricavi consolidati '09), ci porta ad abbassare le stime di ricavi e EBITDA '10 rispettivamente del 2% e del 6%. Stimiamo ricavi 2010 a 99 mln, in crescita dell'1% grazie al nuovo stabilimento di Vicenza, ed incorporiamo prudenzialmente una flessione dell'EBITDA margin dal 10% al 9%, che sconta la menzionata pressione sulla top line. Continuiamo a incorporare un modesto incremento del costo del latte (recupero parziale dei prezzi dai livelli depressi nel 3Q '09). Ci attendiamo in ogni caso una sostenuta generazione di cassa, dopo gli elevatissimi investimenti degli ultimi anni, con indebitamento in calo da 30 a 25,7 mln (Capex/D&A in calo a 0,3x).

Abbiamo abbassato la **valutazione DCF** del gruppo resta da 2,85 a **2,70 euro** per azione, che implicherebbe un EV/EBITDA '10 di 5,6x ed un Unlevered FCF Yield '10 prossimo al 9%, ipotizzando un incasso di 4,4 mln derivante dalla cessione dei terreni industriali non più utilizzati, in linea con i valori di carico.

In virtù del **limitato potenziale upside** rispetto alla valutazione DCF abbassiamo la raccomandazione su Centrale del Latte di Torino da **ADD a NEUTRAL**.

BANCA INTERMOBILIARE
SPA E' UN INTERMEDIARIO
AUTORIZZATO AI SENSI DI
LEGGE CHE PUO' AVERE UN
PROPRIO SPECIFICO
INTERESSE COLLEGATO AI
SOGETTI, AI VALORI
MOBILIARI O ALLE
OPERAZIONI OGGETTO DI
ANALISI NEL PRESENTE
DOCUMENTO

Gruppo Centrale del Latte – Evoluzione trimestrale break-down ricavi 2009

	1Q '09	2Q '09	3Q '09	4Q '09
LATTE FRESCO	11.5	10.9	10.1	12.3
UHT	4.8	4.5	4.4	5.0
YOGURT	1.9	2.0	1.8	1.6
PRODOTTI IV GAMMA	1.6	1.9	1.7	1.1
LATTE E PANNA SFUSI	1.0	0.4	0.5	1.1
ALTRI PROD. CONFEZIONATI	4.3	5.1	4.3	4.5
Totale Ricavi	25.0	24.7	22.9	25.7
LATTE FRESCO	-7.9%	-7.3%	-5.7%	-2.4%
UHT	-14.3%	-9.0%	-1.7%	-4.5%
YOGURT	-6.9%	-16.8%	-10.8%	-10.9%
PRODOTTI IV GAMMA	-13.0%	-11.8%	-9.0%	-18.6%
LATTE E PANNA SFUSI	21.4%	-42.5%	-2.3%	1.6%
ALTRI PROD. CONFEZIONATI	-9.8%	7.9%	-8.2%	15.9%
Var. YoY	-8.9%	-7.0%	-6.0%	-1.4%

Fonte: elaborazione Banca Intermobiliare su dati Società

Gruppo Centrale del Latte – Risultati quarto trimestre 2009

	4Q 2009	4Q 2008	Var.% YoY	pesi % 4Q '09	pesi % 4Q '08
RICAVI	25.7	26.1	-1.4%	100%	100%
Latte Fresco	12.3	12.7	-2.4%	48.1%	48.5%
Latte UHT	5.0	5.3	-4.5%	19.6%	20.2%
Yogurt	1.6	1.8	-10.9%	6.3%	6.9%
Prodotti IV gamma	1.1	1.4	-18.6%	4.4%	5.4%
Latte e panna sfusi	1.1	1.1	1.6%	4.3%	4.2%
Altri prodotti confezionati	4.5	3.9	15.9%	17.4%	14.8%
Valore aggiunto	6.3	5.1	25.5%	24.3%	19.4%
Costo del lavoro	3.8	3.6	6.6%	14.6%	13.7%
EBITDA	2.5	1.5	70.9%	9.7%	5.7%

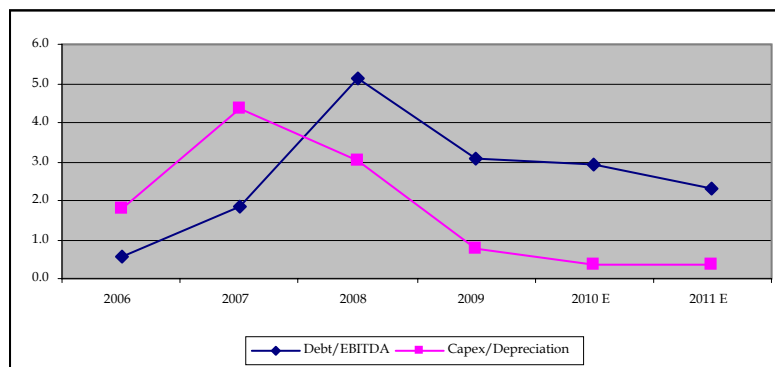
Fonte: elaborazione Banca Intermobiliare su dati Società

Gruppo Centrale del Latte – Risultati 2009

	2009	2008	Var.% YoY	% '09	% '08
RICAVI	98.3	104.5	-5.9%	100%	100%
Latte Fresco	44.8	47.6	-5.8%	42.9%	47.7%
Latte UHT	18.8	20.4	-7.7%	18.0%	20.4%
Yogurt	7.2	8.2	-11.6%	6.9%	8.2%
Prodotti IV gamma	6.3	7.2	-12.7%	6.0%	7.2%
Latte e panna sfusi	3.0	3.1	-3.2%	2.9%	3.1%
Altri prodotti confezionati	18.2	18.1	0.7%	17.4%	18.1%
Valore aggiunto	23.5	20.1	16.9%	22.5%	20.2%
Costo del personale	13.7	14.3	-3.7%	13.2%	14.3%
EBITDA	9.8	5.9	67.1%	9.4%	5.9%
Ammortamenti & Sval.	5.5	5.1	8.0%	5.3%	5.1%
EBIT	4.2	0.7	481.4%	4.1%	0.7%
Prov./ (oneri) non ricorrenti *	-0.6	0.0	N.s.	-0.6%	0.0%
Risultato operativo	3.6	0.7	402.3%	3.5%	0.7%
UTILE PRE TAX	2.4	-0.7	N.s.	2.2%	-0.7%
UTILE NETTO	0.8	-1.2	N.s.	0.8%	-1.2%

* oneri di riorganizzazione del personale per 0,4 mln; minusvalenza su cessione impianto per 0,2 mln causa aggiornamento tecnologico
Fonte: elaborazione Banca Intermobiliare su dati Società

Gruppo Centrale del Latte – Evoluzione attesa Capex/D&A e Debt/EBITDA post completamento ciclo di investimenti nel nuovo stabilimento di Vicenza



Fonte: Banca Intermobiliare

Gruppo Centrale del Latte – Sintesi valutazione DCF (Rolling Wacc '09-'15; TV: Wacc 9% - g: 0,5%)

Somma FCF operativi attual. '10-'15	25,9
Valore terminale *	28,3
ENTERPRISE VALUE	54,2
Net Debt '09	-30,0
Minorities @ BV	-1,6
Altri assets @ BV **	4,4
Valore azienda	27,0
Valore per azione (€)	2,70

*riflette EBITDA margin dell'8% (-200 bps '09A) volto a incorporare incertezza su marginalità sostenibile di lungo termine (impatto private labels, crescita GDO Vs. canale tradizionale).

** terreni industriali non più utilizzati, potenzialmente cedibili

Fonte: Banca Intermobiliare

<i>Conto economico (€ mln)</i>	2007	2008	2009	2010 E	2011 E
Ricavi netti	99.7	104.5	98.3	99.1	101.5
EBITDA	8.8	5.9	9.8	8.8	9.1
<i>EBITDA margin (%)</i>	8.8%	5.6%	10.0%	8.9%	9.0%
EBIT	4.3	0.7	4.2	2.8	3.1
<i>EBIT margin (%)</i>	4.3%	0.7%	4.3%	2.9%	3.1%
Proventi/(Oneri) non ricorrenti	(0.2)	0.0	(0.6)	0.0	0.0
Risultato operativo	4.1	0.7	3.6	2.8	3.1
Proventi/(Oneri) finanziari	(0.3)	(1.6)	(1.2)	(1.1)	(1.0)
Altre comp. finanziarie	(0.3)	0.2	(0.1)	0.0	0.0
Utile pre-tax	3.4	(0.7)	2.4	1.7	2.1
Imposte	(3.1)	(0.7)	(1.7)	(1.4)	(1.5)
(Utile)/perdite di terzi	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0
Utile netto	0.8	(1.2)	0.8	0.3	0.6

<i>Variazioni su base annua (%)</i>	2007	2008	2009	2010 E	2011 E
Var. Ricavi YoY	3.2%	4.8%	-5.9%	0.8%	2.4%
Var. EBITDA YoY	-15.2%	-33.3%	67.1%	-9.8%	3.0%
Var. EBIT YoY	-27.6%	-83.1%	481.4%	-33.1%	9.3%
Var. Utile netto YoY	-68.5%	N.s.	N.s.	-58.1%	71.2%

<i>Stato patrimoniale (€ mln)</i>	2007	2008	2009	2010 E	2011 E
Immobilizzazioni	65.9	80.9	79.4	75.3	71.3
Capitale circolante	-0.2	-4.3	-2.8	-2.7	-2.6
Pass. non finanz. a M/L	6.2	5.5	4.8	4.8	4.8
Capitale investito	59.5	71.1	71.8	67.8	63.9
Patrimonio netto	40.9	39.4	40.2	40.5	41.1
Patrimonio di terzi	2.1	1.7	1.6	1.6	1.6
Indebitamento netto	16.5	30.0	30.0	25.7	21.2

<i>Rendiconto finanziario (€ mln)</i>	2007	2008	2009	2010 E	2011 E
Gross Cash Flow	4.2	3.7	5.9	6.3	6.6
Investimenti	-17.9	-15.6	-4.3	-2.0	-2.0
Var. Cap. Circolante	3.6	-2.2	-1.6	-0.1	-0.1
Free Cash Flow	-10.1	-14.1	0.1	4.3	4.5
Dividendi	-0.5	-0.5	0.0	0.0	0.0
Altro	0.1	1.0	0.0	0.0	0.0
Net Cash Flow	-10.5	-13.6	0.1	4.3	4.5
<i>Debt/Equity</i>	0.4 x	0.7 x	0.7 x	0.6 x	0.5 x
<i>Debt/EBITDA</i>	1.9 x	5.1 x	3.1 x	2.9 x	2.3 x

<i>Dati per azione - Multipli</i>	2007	2008	2009	2010 E	2011 E
EPS	0.075	-0.122	0.080	0.034	0.058
BVPS	4.093	3.939	4.018	4.051	4.109
DPS	0.050	0.000	0.000	0.000	0.000
P/BV	1.0 x	0.5 x	0.6 x	0.6 x	0.6 x
P/E	52.0 x	Neg.	30.2 x	76.8 x	44.9 x
Capitaliz (Mln)	39.1	21.2	24.2	25.8	25.8
Altri assets	0.0	4.4	4.4	4.4	4.4
EV (Mln)	57.6	48.6	51.4	48.7	44.2
EV/SALES	0.58 x	0.46 x	0.52 x	0.49 x	0.44 x
EV/EBITDA	6.6 x	8.3 x	5.2 x	5.5 x	4.9 x
EV/EBIT	13.3 x	66.4 x	12.1 x	17.1 x	14.2 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 la società opera
- 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
- Ritardi nel raggiungimento di sufficienti livelli di profittabilità nel segmento delle insalate di IV gamma e frutta fresca.

Centrale del Latte Torino & C.

Raccomandazione

Attuale

NEUTRAL

Precedente

ADD

Prezzo target (Eu)

€2.70

€2.85

Prezzo del titolo (Eu)

€2.58

€2.44

Data del report

16 marzo 2010

25 novembre 2009

D I S C L A I M E R

Il presente documento è prodotto dalla funzione Wealth Management di Banca Intermobiliare SpA (Responsabile Dr. Roberto Contini), nell'ambito dell'attività di operatore specialista prestata da **BIM** in favore dell'Emittente.

Il presente documento può contenere raccomandazioni e suggerimenti aventi ad oggetto strategie di investimento riguardanti gli strumenti finanziari dell'Emittente compresi pareri sul prezzo di tali strumenti.

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 documento è destinato a canali di divulgazione o al pubblico ed - a decorrere dal giorno di redazione del medesimo - viene trasmesso a Consob e contestualmente distribuito da **BIM** a mezzo posta cartacea, posta elettronica e/o pubblicazione su apposita area del sito Internet www.gruppobim.it (sezione "Ricerche e raccomandazioni").

Il presente documento viene trasmesso all'Emittente prima della diffusione al pubblico.

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, la cui attendibilità, completezza o correttezza non può comunque essere garantita.

BIM non assume 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 costituisce in nessun caso 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.gruppobim.it (sezione "Ricerche e raccomandazioni").

Oltre all'accordo avente ad oggetto lo svolgimento da parte di **BIM** dell'attività di operatore specialista per conto dell'Emittente 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.