

# Centrale del Latte di Torino & C.

**RATING: NEUTRAL**

**30 agosto 2013**

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

Prezzo: 1.57 euro (29/08/2013)  
n. azioni: 10 mln  
Capitalizzazione.: 15,7 mln euro  
Flottante: 35.96%  
Prezzo min. 52 sett.: 1.411 euro  
(13/12/12)  
Prezzo max 52 sett.: 2.10 euro  
(22/01/13)

Mercato di quotazione: STAR

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

## PRESSIONE SUPERIORE ALLE ATTESE SULLA MARGINALITA'

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	97.4	5.3	-0.4	0.36	6.6	Neg.
2014 E	99.2	5.7	-0.1	0.33	5.7	Neg.

Il 2Q '13 di Centrale del Latte di Torino ha evidenziato un **debole trend dei ricavi**, associato ad un **deterioramento del mix** che ha **compressso** i livelli di **redditività operativa**, che sono risultati al di sotto delle attese.

I **ricavi** sono ammontati a 24 mln, in **flessione del 2.1%**, in miglioramento rispetto al -4.3% registrato nel primo trimestre, che si caratterizzava però per una base di comparazione più difficile. Il calo è stato pari al 4.5% per la categoria core del latte fresco (45% dei ricavi totali), a maggiore profittabilità. Le flessioni sono state comprese tra il 3% ed il 4% per le altre linee di business, ad eccezione del segmento "Altri prodotti Confezionati" (+7.7%), che ha beneficiato di un incremento significativo delle vendite di uova.

L'**EBITDA** è ammontato a 1.1 mln, in **flessione del 21%** su base annua, con un'incidenza sui ricavi pari soltanto al **4.6%** (-109 bps rispetto allo stesso periodo dello scorso anno).

Il **Free Cash Flow** trimestrale è stato pari a **1.7 mln**, prima della distribuzione dei dividendi, su livelli superiori alle attese, grazie alla riduzione degli impieghi in capitale circolante. L'**indebitamento netto** si colloca a fine periodo a **22.8 mln**, in miglioramento di 2.8 mln rispetto a inizio anno.

Il primo **semestre** si chiude con vendite pari a 48.7 mln (-3.3%), EBITDA di 2.7 mln (-21.7%) ed un utile ante-imposte positivo per 0.1 mln (-0.1 mln), non confrontabile su base annua per effetto di cambiamenti contabili riguardanti gli ammortamenti sui marchi Centro Latte Rapallo e Tigullio.

Abbiamo abbassato in maniera significativa le previsioni '13 - '14 (ricavi -1% / EBITDA -27% medio), incorporando: a) un **peggiore mix di ricavi** imputabile al clima recessivo domestico; b) l'**incremento del costo** di acquisto della materia prima **latte** atteso nel secondo semestre (ca. +5%), contrariamente alle precedenti attese di stabilizzazione. La nostra stima di EBITDA '13 implica un EBITDA margin del 5.5%, coerente con la chiusura del primo semestre, sui valori minimi della recente storia del gruppo.

Abbassiamo la **valutazione DCF** dal precedente 2.2 euro a **1.8 euro**, che riflette la revisione delle stime, parzialmente attenuata dall'abbassamento del tasso free risk. L'area di prezzo individuata implica un EV/EBITDA '14 rispettivamente di 5.9x ed un Unlevered Free Cash Flow normalizzato '14 prossimo al 9%.

Pensiamo che l'ulteriore pressione sui livelli di profittabilità operativa, che non sembra contrastabile nel breve periodo con nuove azioni su prezzo e costi, associata ad un leverage sostenuto, limitino sensibilmente gli spazi di apprezzamento del titolo di breve termine. Considerati anche i minori spazi di rialzo rispetto alla valutazione DCF, abbassiamo la raccomandazione sul titolo da Add a **Neutral**.

**RISULTATI SECONDO TRIMESTRE: debolezza dei margini – buona generazione di cassa dal circolante**

I dati 2Q '13 di Centrale del Latte di Torino sono stati peggiori delle nostre attese, non tanto in termini di ricavi, quanto di redditività operativa, condizionata da un peggioramento del mix del venduto.

I **ricavi** sono ammontati a 24 mln, in **flessione del 2.1%**, in miglioramento rispetto al -4.3% registrato nel primo trimestre, che si caratterizzava però per una base di comparazione più difficile. La flessione è stata pari al 4.5% per la categoria core del latte fresco (45% dei ricavi totali), a maggiore profittabilità. I cali sono stati compresi tra il 3% ed il 4% per le altre linee di business, ad eccezione del segmento "Altri prodotti Confezionati" (+7.7%), che ha beneficiato di un incremento significativo delle vendite di uova nella regione Piemonte.

L'**EBITDA** è ammontato a 1.1 mln, in **flessione del 21%** su base annua, con una marginalità pari soltanto al **4.6%** (-109 bps rispetto al 2Q '12; -160 bps rispetto al 1Q '13).

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

	2Q '13	2Q '12	Var.% YoY	pesi % 2Q '13	pesi % 2Q '12
<b>RICAVI</b>	<b>24.0</b>	<b>24.5</b>	<b>-2.1%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<i>Latte Fresco</i>	10.7	11.2	-4.5%	44.5%	45.6%
<i>Latte UHT</i>	4.3	4.5	-4.3%	17.9%	18.3%
<i>Yogurt</i>	2.2	2.2	-3.0%	9.1%	9.2%
<i>Prodotti IV gamma</i>	1.3	1.4	-4.4%	5.6%	5.7%
<i>Latte e panna sfusi</i>	0.8	0.9	-3.1%	3.5%	3.6%
<i>Altri prodotti confezionati</i>	4.6	4.3	7.7%	19.4%	17.6%
<b>EBITDA</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>-20.8%</b>		
<b>EBITDA margin (%)</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.7%</b>			
<b>Indebitamento finanziario netto</b>	<b>22.9</b>	<b>28.7</b>			

Fonte: Banca Intermobiliare

Il **Free Cash Flow** è stato pari a **1.7 mln**, prima della distribuzione dei dividendi per 0.2 mln.

Si è trattato di un trend migliore delle attese, imputabile in larga misura alla riduzione degli impieghi sul fronte clienti (nel 2Q il circolante ha generato cassa per 2 mln, dopo un assorbimento di 0.3 mln nel 1Q).

L'**indebitamento netto** si colloca a fine periodo a **22.8 mln** (24.4 mln al 31/3/13; 25.7 mln al 31/12/12).

**RISULTATI PRIMO SEMESTRE: chiusura ante-imposte positiva grazie a cambiamenti contabili**

Il primo **semestre** si chiude con **ricavi** pari a 48.7 mln (-3.3%), **EBITDA** di 2.7 mln (-21.7%) ed un **utile ante-imposte positivo** per 0.1 mln (-0.1 mln).

Il miglioramento della parte bassa del conto economico dipende da una **riduzione** degli **ammortamenti** immateriali. A seguito dell'incorporazione della Centro Latte Rapallo, infatti, è venuto meno l'ammortamento sui **marchi Centro Latte Rapallo e Tigullio** (impatto positivo sul risultato semestrale di ca. 0.6 mln).

A seguito di un altro cambiamento contabile, da notare come il conto economico del gruppo non risente più degli oneri finanziari da attualizzazione del TFR, una posta dalla natura non-cash che trova ora imputazione diretta a livello di patrimonio netto.

**Gruppo Centrale del Latte – Breakdown ricavi 1H '13 per segmento e regione di riferimento**

	<b>Piemonte</b>	<b>Var. %</b>	<b>Liguria</b>	<b>Var. %</b>	<b>Veneto</b>	<b>Var. %</b>	<b>Totale</b>	<b>Var. %</b>
Latte Fresco	12.4	-3%	5.9	-7%	3.7	-9%	<b>21.9</b>	<b>-5.1%</b>
Latte UHT	6.1	-5%	0.6	-5%	2.5	-3%	<b>9.2</b>	<b>-4.7%</b>
Yogurt	1.1	3%	0.4	-9%	2.7	-3%	<b>4.2</b>	<b>-2.3%</b>
Prodotti IV gamma	1.5	-5%	0.7	-17%	0.2	-5%	<b>2.4</b>	<b>-8.9%</b>
Latte e panna sfusi	1.0	n.s.	0.1	n.s.	0.7	n.s.	<b>1.8</b>	<b>-6.2%</b>
Altri Prod. Confez.	3.2	23%	3.8	-3%	2.1	-3%	<b>9.2</b>	<b>5.0%</b>
<b>Totale</b>	<b>25.3</b>	<b>2.3%</b>	<b>11.5</b>	<b>-6.4%</b>	<b>12.0</b>	<b>-3.9%</b>	<b>48.7</b>	<b>-3.3%</b>

Fonte: Società

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

	<b>1H 2013</b>	<b>1H 2012 PF</b>	<b>Var.% YoY</b>
<b>RICAVI</b>	<b>48.7</b>	<b>50.4</b>	<b>-3.3%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2.7</b>	<b>3.4</b>	<b>-21.7%</b>
<b>EBITDA margin (%)</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.7%</b>	
Ammortamenti	2.2	2.7	-19.3%
<b>EBIT</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>-30.6%</b>
<b>EBIT margin (%)</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.4%</b>	
Prov./(oneri) non ricorrenti	0.0	-0.2	
<b>Risultato operativo</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	
Prov./(oneri) finanziari	-0.3	-0.6	
Altre componenti finanziarie	0.0	0.0	
<b>Utile ante imposte</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>N.s.</b>

Fonte: Banca Intermobiliare

**AGGIORNAMENTO PREVISIONI - VALUTAZIONE**

Abbiamo abbassato in maniera significativa le previsioni '13 - '14 (ricavi -1% / EBITDA -27% medio), incorporando:

- a) un **peggiore mix di ricavi** imputabile al clima recessivo domestico, che sembra stia mutando più significativamente del previsto le abitudini di spesa dei consumatori;
- b) l'**incremento del costo** di acquisto della materia prima **latte** atteso nel secondo semestre (ca. +5%), a seguito del recente accordo raggiunto dai produttori di latte nella regione Lombardia, che rappresenta una guida anche per le regioni in cui è presente il gruppo.

La nostra stima di EBITDA '13 implica un EBITDA margin del 5.5%, sui valori minimi della recente storia del gruppo, coerente con la guidance societaria che prevede per il secondo semestre risultati in linea con quelli fino a qui raggiunti.

Per quanto riguarda il cash flow, abbiamo rivisto la stima di indebitamento da 20.5 mln a 22.1 mln, compensando parzialmente la minore redditività operativa con minori impieghi in circolante.

Abbassiamo la **valutazione DCF** dal precedente 2.2 euro a **1.8 euro**, che riflette la revisione delle stime, parzialmente attenuata dall'abbassamento del tasso free risk.

L'area di prezzo individuata implica un EV/EBITDA '14 rispettivamente di 5.9x ed un Unlevered Free Cash Flow normalizzato '14 prossimo al 9%.

**Gruppo Centrale del Latte – Valutazione DCF (Rolling Wacc '13-'17; TV: Wacc 9.6% - g: 0.5%)**

Somma FCF operativi actual. '13-'17	14.8
Valore terminale	25.7
<b>ENTERPRISE VALUE</b>	<b>40.5</b>
Indebitamento '12	-25.4
Minorities	0.0
Altri assets *	2.9
<b>EQUITY VALUE</b>	<b>17.9</b>
<b>Valore per azione (€)</b>	<b>1.8</b>

*\* partecipazione del 40% in Frascheri @ 4x EBITDA '12, consolidata ad Equity da inizio '13; terreni industriali non più utilizzati, potenzialmente cedibili @ 0.5x BV; potenziale impatto negativo del contenzioso Enasarco*

**ABBASSAMENTO DELLA RACCOMANDAZIONE A NEUTRAL**

Pensiamo che l'ulteriore pressione sui livelli di profittabilità operativa, che non sembra contrastabile nel breve periodo con nuove azioni su prezzo e costi, associata ad un leverage sostenuto, limitino sensibilmente gli spazi di apprezzamento del titolo di breve termine. Considerati anche i minori spazi di rialzo rispetto alla valutazione DCF, abbassiamo la raccomandazione sul titolo da Add a **Neutral**.

<i>Conto economico (€ mln)</i>	2010	2011	2012	2013 E	2014 E
Ricavi netti	101.4	103.4	103.2	97.4	99.2
EBITDA	7.8	6.5	7.0	5.3	5.7
EBITDA margin (%)	7.7%	6.3%	6.7%	5.5%	5.7%
EBIT	2.2	0.8	1.4	1.0	1.4
EBIT margin (%)	2.2%	0.8%	1.4%	1.0%	1.4%
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>1.0</b>	<b>1.4</b>
Proventi/(Oneri) finanziari	(1.1)	(1.0)	(0.9)	(0.7)	(0.6)
Altre comp. finanziarie	0.0	0.0	(0.7)	0.1	0.1
<b>Utile pre-tax</b>	<b>2.0</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(1.2)</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>
Imposte	(1.0)	(0.6)	0.0	(0.8)	(0.9)
(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>(0.4)</b>	<b>(0.1)</b>

<i>Variazioni su base annua (%)</i>	2010	2011	2012	2013 E	2014 E
Var. Ricavi YoY	3.1%	2.0%	-0.1%	-5.6%	1.9%
Var. EBITDA YoY	-20.3%	-16.2%	6.3%	-23.5%	7.2%
Var. EBIT YoY	-48.4%	-63.1%	75.4%	-29.4%	38.4%
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	64.4	61.0
Capitale circolante	1.1	4.3	2.3	5.2	5.3
Pass. non finanz. a M/L	4.4	4.0	5.1	8.7	8.7
<b>Capitale investito</b>	<b>72.8</b>	<b>72.6</b>	<b>64.8</b>	<b>60.9</b>	<b>57.8</b>
Patrimonio netto	41.7	40.7	39.4	38.8	38.5
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>22.1</b>	<b>19.3</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>3.9</b>	<b>4.1</b>
Investimenti	-2.0	-2.1	-0.6	-1.0	-1.0
Var. Cap. Circolante	-3.5	-3.1	2.0	0.9	-0.1
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>6.4</b>	<b>3.8</b>	<b>3.0</b>
Dividendi	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-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>6.2</b>	<b>3.6</b>	<b>2.8</b>
<i>Debt / Equity</i>	<i>0.7 x</i>	<i>0.8 x</i>	<i>0.6 x</i>	<i>0.6 x</i>	<i>0.5 x</i>
<i>Debt / EBITDA</i>	<i>4.0 x</i>	<i>4.9 x</i>	<i>3.7 x</i>	<i>4.2 x</i>	<i>3.4 x</i>

<i>Dati per azione - Multipli</i>	2010	2011	2012	2013E	2014 E
EPS	0.100	-0.102	-0.113	-0.038	-0.011
BVPS	4.170	4.065	3.937	3.878	3.847
DPS	0.000	0.020	0.020	0.020	0.020
P/BV	0.6 x	0.4 x	0.4 x	0.4 x	0.4 x
P/E	24.1 x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Capitaliz (Mln)	24.1	17.4	14.5	15.7	15.7
Altri assets	1.3	1.3	1.3	2.9	2.9
EV (Mln)	53.8	48.0	38.6	35.0	32.2
EV/SALES	0.53 x	0.46 x	0.37 x	0.36 x	0.32 x
EV/EBITDA	6.9 x	7.3 x	5.6 x	6.6 x	5.6 x
EV/EBIT	24.5 x	59.4 x	27.2 x	34.9 x	23.2 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 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	NEUTRAL	ADD
Prezzo target (Eu)	€1.8	€2.2
Prezzo del titolo (Eu)	€1.57	€1.755
Data del report	29 agosto 2013	27 maggio 2013

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

Il presente documento è prodotto dalla funzione Wealth Management di Banca Intermobiliare SpA 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 Veneto Banca).

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.bancaintermobiliare.com](http://www.bancaintermobiliare.com) (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.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.