

# Centrale del Latte di Torino & C.

**RATING: BUY**  
**21 maggio 2012**

REPORT DI AGGIORNAMENTO SUI  
RISULTATI 1Q '12 della CENTRALE LATTE  
TORINO & C. redatto da BIM in qualità di  
SPECIALIST

Prezzo: 1.59 euro (18/05/2012)  
n. azioni: 10 mln  
Capitalizzazione.: 15,9 mln euro  
Flottante: 35.96%  
Prezzo min. 52 sett.: 1.512 euro  
(18/05/12)  
Prezzo max 52 sett.: 2.90 euro  
(23/05/11)

Mercato di quotazione: STAR

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

## CONFERMA DEL RECUPERO DI PROFITABILITA' OPERATIVA

FY	Ricavi	EBITDA	Utile netto	EV/SALES	EV/EBITDA	P/E
2010	101.4	7.8	1.0	0.50	6.5	24.1
2011	103.4	6.5	-1.0	0.43	6.9	Neg.
2012 E	107.6	8.1	-0.2	0.38	5.0	Neg.
2013 E	110.8	9.1	0.8	0.33	4.0	20.4

Nel corso del 1Q '12, il gruppo Centrale del Latte di Torino ha conseguito risultati prossimi alle nostre attese, nel complesso di buona qualità dato il difficile scenario dei consumi domestici, confermando il recupero reddituale osservato nel quarto trimestre.

I **ricavi** si sono attestati a 27 mln, in progresso del **3.2%**. In termini di mix la crescita è stata guidata dai segmenti maggiormente sensibili al contesto macroeconomico. E' cresciuto del 7% il segmento latte UHT, per effetto dello spostamento dei consumi verso un prodotto a minor costo rispetto al latte fresco, oltre che a operazioni promozionali. E' salito del 7% anche il segmento Altri Prodotti Confezionati, trainato da un forte incremento delle vendite di uova, da sempre anticicliche in quanto sostitutive di altri alimenti proteici maggiormente costosi. L'incremento dei ricavi dell'11% nello yogurt, invece, è stato guidato dalle nuove produzioni avviate nello stabilimento di Vicenza. Il segmento core del latte fresco è stato invariato in termini assoluti (le maggiori produzioni nel nuovo stabilimento di Vicenza hanno compensato la debolezza in Piemonte). Il fatturato delle insalate di IV gamma è sceso di ca. 5%.

L'**EBITDA** si è attestato a 2.0 mln, in progresso del 10.9% su base annua, sostenuto dai primi segnali di riduzione della materia prima latte, oltre che da un contenimento dei costi operativi. L'EBITDA margin si è collocato pertanto al 7.5%, su livelli prossimi a quelli conseguiti nel corso del quarto trimestre (7.9%).

La parte bassa del conto economico ha risentito di maggiori oneri finanziari, gravati per ca. 0.3 mln da componenti non cash legate all'attualizzazione del TFR. L'**utile ante imposte** si è attestato a **0.1 mln** (0.2 mln).

L'**indebitamento** finanziario netto è **salito** di 1.7 mln rispetto a fine 2011, attestandosi a **33.7 mln**. Si tratta di un trend guidato dalla crescita del capitale circolante, in misura inconsueta rispetto alla tipica stagionalità che caratterizza il gruppo. Centrale del Latte ha risentito soprattutto di crediti commerciali superiori al previsto, su cui ha inciso la fase finale di messa a punto del nuovo sistema operativo SAP. Ci attendiamo pertanto che il dato di circolante a fine semestre possa tornare su valori maggiormente in linea con quelli caratteristici del gruppo.

In termini di **outlook**, il management prevede che l'effetto combinato di una **ulteriore riduzione del prezzo della materia prima latte** ed il **contenimento** dei **costi** operativi possano permettere una sostanziale conferma dei risultati per il secondo trimestre.

Da notare come il prezzo del latte spot sia sceso ancora in maniera significativa, collocandosi ora sui valori di inizio 2010, rendendo plausibile una ulteriore discesa dei prezzi alla stalla.

In termini previsionali, abbiamo mantenuto le stime 2012 a livello di fatturato (+4% YoY) e di EBITDA (margin 7.5%), apportando modifiche marginali a bottom line (maggiori oneri finanziari, parzialmente compensati da ammortamenti operativi leggermente inferiori). Abbiamo abbassato la **valutazione DCF** in area **2.2 euro** (precedente 2.35 euro), principalmente per un leggero innalzamento del Free Risk. Gli spazi di upside prossimi al 40% ci portano ad alzare la raccomandazione **da Add a Buy**. Pensiamo che il titolo sconti ampiamente il debole momentum, senza tener conto dei benefici derivanti dalla flessione del costo del latte, dall'attesa inversione di tendenza del trend di generazione di cassa, unitamente alla progressiva saturazione del nuovo stabilimento di Vicenza, uno dei più moderni d'Europa, i cui investimenti rappresentano ca. 70% dell'Enterprise Value corrente.

*Gruppo Centrale del Latte – Risultati primo trimestre 2012*

	1Q 2012	1Q 2011	Var.% YoY *	pesi % 1Q '12	pesi % 1Q '11
<b>RICAVI</b>	<b>27.0</b>	<b>26.2</b>	<b>3.2%</b>	100.0%	100.0%
<i>Latte Fresco</i>	12.2	12.2	-0.3%	45.1%	46.7%
<i>Latte UHT</i>	5.4	5.0	6.7%	19.8%	19.2%
<i>Yogurt</i>	2.1	1.9	11.2%	7.6%	7.1%
<i>Prodotti IV gamma</i>	1.3	1.4	-5.2%	5.0%	5.4%
<i>Latte e panna sfusi</i>	1.1	1.1	4.7%	4.2%	4.2%
<i>Altri prodotti confezionati</i>	4.9	4.6	7.5%	18.1%	17.4%
<b>EBITDA</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>10.9%</b>		
<b>EBITDA margin (%)</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.0%</b>			
Ammortamenti	1.4	1.4	-1.1%		
<b>EBIT</b>	<b>0.7</b>	<b>0.4</b>	<b>49.1%</b>		
<b>EBIT margin (%)</b>	<b>2.4%</b>	<b>1.7%</b>			
Prov./(oneri) non ricorrenti	0.0	0.0			
<b>Risultato operativo</b>	<b>0.7</b>	<b>0.4</b>	<b>49.1%</b>		
Prov./(oneri) finanziari	-0.6	-0.2			
<b>Utile ante imposte</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>-61.4%</b>		

\* variazione ricavi per segmento non omogenea per via di cambiamenti contabili riguardanti il canale GDO

Fonte: Banca Intermobiliare

<i>Conto economico (€ mln)</i>	2009	2010	2011	2012 E	2013 E
Ricavi netti	98.3	101.4	103.4	107.6	110.8
EBITDA	9.8	7.8	6.5	8.1	9.1
EBITDA margin (%)	10.0%	7.7%	6.3%	7.5%	8.2%
EBIT	4.2	2.2	0.8	2.3	3.4
EBIT margin (%)	4.3%	2.2%	0.8%	2.2%	3.1%
Proventi/(Oneri) non ricorrenti	(0.6)	0.9	(0.2)	0.0	0.0
<b>Risultato operativo</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>	<b>0.6</b>	<b>2.3</b>	<b>3.4</b>
Proventi/(Oneri) finanziari	(1.2)	(1.1)	(1.0)	(1.4)	(1.2)
Altre comp. finanziarie	(0.1)	0.0	0.0	(0.3)	0.0
<b>Utile pre-tax</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>	<b>(0.4)</b>	<b>0.7</b>	<b>2.2</b>
Imposte	(1.7)	(1.0)	(0.6)	(0.9)	(1.4)
(Utile)/perdite di terzi	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Utile netto</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(0.2)</b>	<b>0.8</b>
<b>Variazioni su base annua (%)</b>					
Var. Ricavi YoY	-5.9%	3.1%	2.0%	4.1%	3.0%
Var. EBITDA YoY	67.1%	-20.3%	-16.2%	23.2%	12.9%
Var. EBIT YoY	High	-48.4%	-63.1%	190.5%	44.3%
Var. Utile netto YoY	N.s.	24.7%	N.s.	N.s.	N.s.
<b>Stato patrimoniale (€ mln)</b>					
Immobilizzazioni	79.4	76.2	72.2	68.5	64.8
Capitale circolante	-2.8	1.1	4.3	4.5	4.6
Pass. non finanz. a M/L	4.8	4.4	4.0	4.0	4.0
<b>Capitale investito</b>	<b>71.8</b>	<b>72.8</b>	<b>72.6</b>	<b>69.0</b>	<b>65.5</b>
Patrimonio netto	40.2	41.7	40.7	40.0	40.6
Patrimonio di terzi	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Indebitamento netto</b>	<b>30.0</b>	<b>31.1</b>	<b>31.9</b>	<b>29.0</b>	<b>24.9</b>
<b>Rendiconto finanziario (€ mln)</b>					
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>5.9</b>	<b>5.5</b>	<b>4.4</b>	<b>5.3</b>	<b>6.5</b>
Investimenti	-4.3	-2.0	-2.1	-2.0	-2.0
Var. Cap. Circolante	-1.6	-3.5	-3.1	-0.2	-0.1
<b>Free Cash Flow</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>3.1</b>	<b>4.3</b>
Dividendi	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.2
Altro	0.0	-1.1	0.0	0.0	0.0
<b>Net Cash Flow</b>	<b>0.1</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>2.9</b>	<b>4.1</b>
Debt / Equity	0.7 x	0.7 x	0.8 x	0.7 x	0.6 x
Debt / EBITDA	3.1 x	4.0 x	4.9 x	3.6 x	2.7 x
<b>Dati per azione - Multipli</b>					
EPS	0.080	0.100	-0.102	-0.025	0.078
BVPS	4.018	4.170	4.065	4.020	4.078
DPS	0.000	0.000	0.020	0.020	0.020
P/BV	0.6 x	0.6 x	0.4 x	0.4 x	0.4 x
P/E	30.2 x	24.1 x	Neg.	Neg.	20.4 x
Capitaliz (Mln)	24.2	24.1	17.4	15.9	15.9
Altri assets	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
EV (Mln)	51.4	50.7	44.9	40.5	36.4
EV/SALES	0.52 x	0.50 x	0.43 x	0.38 x	0.33 x
EV/EBITDA	5.2 x	6.5 x	6.9 x	5.0 x	4.0 x
EV/EBIT	12.1 x	23.1 x	55.5 x	17.3 x	10.7 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
- Ritardi nel raggiungimento di sufficienti livelli di profittabilità nel segmento delle insalate di IV gamma

<b>Centrale del Latte Torino &amp; C.</b>	<b>Attuale</b>	<b>Precedente</b>
Raccomandazione	BUY	ADD
Prezzo target (Eu)	€2.2	€2.35
Prezzo del titolo (Eu)	€1.59	€1.87
Data del report	21 maggio 2012	22 marzo 2012

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

Il presente documento è prodotto da Banca Intermobiliare SpA (Responsabile Dr. Roberto Contini) 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 contenute 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.