

# Centrale del Latte di Torino & C.

**RATING: BUY**  
**5 aprile 2012**

REPORT DI AGGIORNAMENTO SUI  
**RISULTATI 2012** della CENTRALE LATTE  
TORINO & C. redatto da **BIM in qualità di  
SPECIALIST**

Prezzo: 1.58 euro (05/04/2013)  
n. azioni: 10 mln  
Capitalizzazione.: 15,8 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

## FORTE GENERAZIONE DI CASSA IN UN OSTICO CONTESTO

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	5.5	Neg.
2013 E	103.3	7.8	0.3	0.34	4.5	54.4
2014 E	104.8	8.2	0.6	0.29	3.7	24.3

I risultati del **4Q '12** di Centrale del Latte di Torino sono stati **inferiori** alle nostre attese a causa del peggioramento di un già difficile andamento dei consumi di beni alimentari. Il trimestre si è chiuso con **ricavi** pari a 26.9 mln, in **calo** dello **0.7%** su base annua, condizionati dalla flessione del 17% della linea UHT (Vs. +2.3% 9M), imputabile alla scelta del gruppo di non seguire le politiche promozionali della concorrenza. In termini positivi, invece, da evidenziare la crescita del 2.5% della categoria core del latte fresco (44% dei ricavi totali), dopo cinque cali trimestrali consecutivi. L'**EBITDA** è **sceso del 17%** su base annua a **1.8 mln** (EBITDA margin in calo al 6.6% Vs. 6.8% 9M), mentre la parte bassa del conto economico è stata penalizzata da **oneri non ricorrenti** per ca. 0.8 mln (contenzioso Enasarco), che hanno determinato un utile ante imposte negativo per 0.6 mln.

La **generazione di cassa** è stata particolarmente **sostenuta**, continuando il trend evidenziato nei primi nove mesi. Nel corso del **2012** il gruppo ha generato un Free Cash Flow pari a **6.7 mln** al netto dei dividendi, portando l'**indebitamento** ad attestarsi a **25.4 mln** (31.9 mln a fine 2011). Questo trend risulta imputabile al sostenimento di investimenti di solo mantenimento, alla riduzione dei crediti IVA e ad un miglioramento della dinamica del circolante operativo, grazie alla nuova normativa di pagamento delle merci deteriorabili (impatto positivo sui tempi di pagamento dal canale GDO).

Nel corso di una presentazione alla comunità finanziaria, il management ha fornito **indicazioni negative sul trend del primo bimestre '13**, anche a causa di una difficile base di comparazione. Nonostante il contesto recessivo di mercato, il gruppo ha **alzato i prezzi** di vendita del latte fresco nella regione **Piemonte** (23% dei ricavi consolidati '12), facendo leva sulla leadership di mercato, e ha annunciato un ulteriore rinnovamento della gamma prodotti, con l'introduzione di latte Bio, yogurt alla frutta a tasso ridotto di zuccheri e latte fermentato secondo la tradizione araba, che ci attendiamo possano aiutare a frenare l'andamento negativo della top-line.

Abbiamo aggiornato la **valutazione DCF**, che confermiamo in area **2,2 euro**, in quanto l'abbassamento delle stime di conto economico (ca. -3% a livello di ricavi/EBITDA '13) viene compensato da un miglioramento delle previsioni di cash flow. La nostra valutazione implica un **EV/EBITDA '13-'14** rispettivamente di **5,3x** e di **4,5x** ed un **Unlevered Free Cash Flow '13-'14** di ca. **13%** (>10% incorporando un livello di investimenti in linea con il biennio '10-'11, maggiormente rappresentativi della dinamica di medio-lungo periodo).

Gli spazi di upside vicini al 40% ci portano a **confermare** la raccomandazione il rating **Buy**. Pensiamo che il titolo sconti ampiamente il contesto sfavorevole dei consumi alimentari, senza tener conto dei benefici connessi alla stabilizzazione dei prezzi del latte crudo alla stalla e all'inversione del trend di generazione di cassa, che pensiamo potrà permettere una significativa riduzione della leva finanziaria (Debt/EBITDA in calo da 3.7x '12 a 2.0x '14).

**RISULTATI QUARTO TRIMESTRE: debolezza della top-line e della marginalità**

Centrale del Latte di Torino ha chiuso il 4Q '12 con risultati peggiori delle nostre attese, condizionati dall'ostico andamento dei consumi.

Il trimestre si è chiuso con **ricavi** pari a **26.9 mln**, in **flessione** dello **0.7%** su base annua. Questo andamento è stato condizionato negativamente dalla flessione del 17% della linea UHT (Vs. +2.3% realizzato nei primi nove mesi dell'anno), imputabile alla scelta del gruppo di non seguire le politiche promozionali della concorrenza e di preservare la marginalità. Ha poi pesato anche la continuazione del trend negativo delle insalate di IV gamma (-15%), maggiormente sensibili al contesto depresso dei consumi.

In termini positivi, invece, da evidenziare la categoria core del latte fresco (44% dei ricavi totali) che ha mostrato un progresso del 2.5%, dopo cinque cali trimestrali consecutivi. Positivo anche il trend della linea Altri prodotti confezionati (+11%).

L'**EBITDA** è **sceso del 17%** su base annua a **1.8 mln**, con EBITDA margin in calo dal 7.9% al 6.6% (6.8% nei primi nove mesi '12), condizionato dal calo della top-line e dal calo di ca. 1% del gross margin per via del peggiore mix del venduto.

Al di sotto della linea operativa, i risultati del gruppo sono stati impattati negativamente da **oneri non ricorrenti per ca. 0.8 mln**, che hanno determinato un **utile ante imposte negativo per 0.6 mln**, rispetto al saldo positivo di 0.5 mln del quarto trimestre '11. Le componenti straordinarie hanno riguardato un **contenzioso con l'Enasarco**, riguardante una divergenza interpretativa sull'inquadramento giuridico degli addetti al trasporto e alla consegna dei prodotti.

*Centrale del Latte di Torino – Risultati quarto trimestre 2012*

	4Q 2012	4Q 2011	Var.% YoY	pesi % 4Q '12	pesi % 4Q '11
<b>RICAVI</b>	<b>26.9</b>	<b>27.1</b>	<b>-0.7%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<i>Latte Fresco</i>	<i>11.9</i>	<i>11.6</i>	<i>2.5%</i>	<i>44.3%</i>	<i>42.9%</i>
<i>Latte UHT</i>	<i>5.1</i>	<i>6.2</i>	<i>-17.2%</i>	<i>19.1%</i>	<i>22.9%</i>
<i>Yogurt</i>	<i>1.9</i>	<i>1.9</i>	<i>-2.6%</i>	<i>6.9%</i>	<i>7.1%</i>
<i>Prodotti IV gamma</i>	<i>1.1</i>	<i>1.3</i>	<i>-15.2%</i>	<i>4.0%</i>	<i>4.6%</i>
<i>Latte e panna sfusi</i>	<i>1.1</i>	<i>0.9</i>	<i>30.2%</i>	<i>4.2%</i>	<i>3.2%</i>
<i>Altri prodotti confezionati</i>	<i>5.8</i>	<i>5.2</i>	<i>11.0%</i>	<i>21.6%</i>	<i>19.3%</i>
<b>EBITDA</b>	<b>1.8</b>	<b>2.1</b>	<b>-16.8%</b>		
<b>EBITDA margin (%)</b>	<b>6.6%</b>	<b>7.9%</b>			
Ammortamenti	1.4	1.5	-6.5%		
<b>EBIT</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>N.s.</b>		
<b>EBIT margin (%)</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.3%</b>			
Prov./oneri non ricorrenti	-0.8	0.0			
<b>Risultato operativo</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>N.s.</b>		
Prov./oneri finanziari	-0.2	-0.2			
<b>Utile ante imposte</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>N.s.</b>		

Fonte: Banca Intermobiliare

**RISULTATI 2012: focus sulla forte generazione di cassa**

Il 2012 si è chiuso con **ricavi** sostanzialmente **invariati** a **103.2 mln** ed un **EBITDA** in **progresso** di ca. **6%** a **7 mln**, reso possibile dalla stabilizzazione dei costi del latte, adeguatisi alle mutate condizioni di mercato, e dalla continua azione di razionalizzazione dei costi aziendali.

Il **risultato netto** è stato **negativo** per **1.1 mln** (-1.0 mln), penalizzato non solo da **componenti straordinarie** per ca. 1 mln (contenzioso Enasarco, minusvalenza su cessione a titolo gratuito di una porzione di terreno a Vicenza), ma anche da un incremento degli oneri finanziari per ca. 0.7 mln di natura non-cash, legati all'attualizzazione del Trattamento di Fine Rapporto.

La **generazione di cassa** è stata particolarmente **sostenuta**, pari a **6.7 mln** al netto dei dividendi, su livelli superiori alle nostre stime, portando l'indebitamento ad attestarsi a 25.4 mln (31.9 mln a fine 2011).

Questo trend risulta imputabile alle seguenti dinamiche:

- il sostenimento di investimenti pari a 0.6 mln, in linea con quelli di mantenimento, rispetto ai valori medi di oltre 2 mln del precedente biennio;
- la riduzione dei crediti IVA da 5.2 a 3.7 mln;
- un miglioramento della dinamica del circolante operativo, grazie alla nuova normativa di pagamento delle merci deperibili che ha comportato un accorciamento dei tempi di incasso da parte della Grande Distribuzione Organizzata (50% ricavi consolidati).

**Centrale del Latte di Torino – Risultati 2012**

	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>Var.% YoY</b>
<b>RICAVI</b>	<b>103.2</b>	<b>103.4</b>	<b>-0.1%</b>
<i>Latte Fresco</i>	45.8	46.2	-0.8%
<i>Latte UHT</i>	19.6	20.3	-3.6%
<i>Yogurt</i>	8.4	8.0	5.8%
<i>Prodotti IV gamma</i>	5.3	5.8	-9.1%
<i>Latte e panna sfusi</i>	3.8	3.4	12.3%
<i>Altri prodotti confezionati</i>	20.4	19.7	3.3%
<b>EBITDA</b>	<b>7.0</b>	<b>6.5</b>	<b>6.3%</b>
<b>EBITDA margin (%)</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.3%</b>	
Ammortamenti	5.5	5.7	-3.4%
<b>EBIT</b>	<b>1.4</b>	<b>0.8</b>	<b>N.s.</b>
<b>EBIT margin (%)</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.8%</b>	
Prov./(oneri) non ricorrenti	-1.0	-0.2	
<b>Risultato operativo</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>N.s.</b>
Prov./(oneri) finanziari	-1.6	-1.0	
<b>Utile ante imposte</b>	<b>-1.2</b>	<b>-0.4</b>	<b>N.s.</b>
<b>Utile netto</b>	<b>-1.1</b>	<b>-1.0</b>	<b>N.s.</b>
<b>Indebitamento finanziario netto</b>	<b>25.4</b>	<b>31.9</b>	

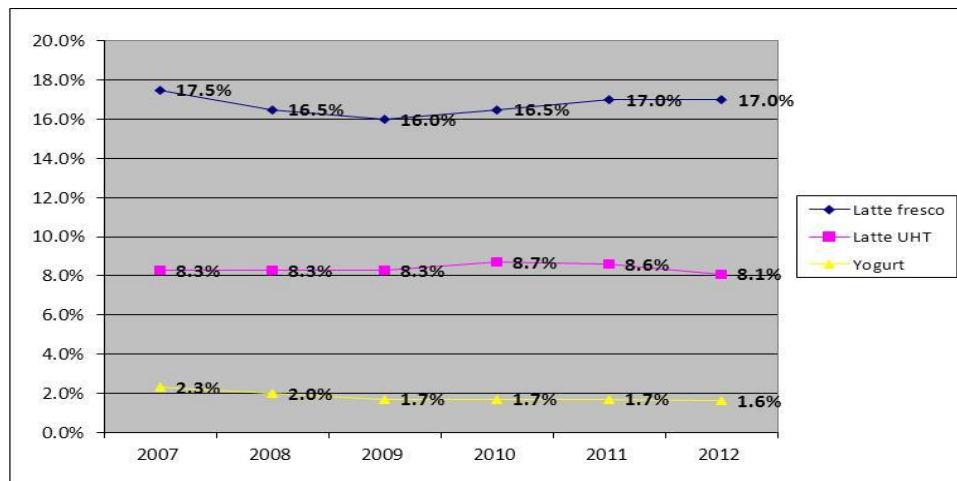
Fonte: Banca Intermobiliare

**OUTLOOK 2013: iniziative per contrastare il difficile contesto di mercato**

Nel corso della presentazione alla comunità finanziaria dello Star Conference, il management del gruppo ha fornito le seguenti indicazioni sul 2013:

- Il **primo bimestre '13** ha evidenziato una **flessione** del mercato di riferimento di **ca. 4%** nel canale Iper+Super, prendendo a riferimento le regioni in cui il gruppo è attivo (Piemonte, Liguria, Veneto). Si tratta di un trend in peggioramento su base annua, ma va detto che la prima parte del 2012 era stata caratterizzata da un trend positivo delle vendite, rendendo quindi **difficile la base di comparazione**.
- Nonostante il contesto recessivo di mercato, il gruppo ha rivisto al **rialzo i prezzi** di vendita del **latte fresco** nella regione **Piemonte** (23% dei ricavi consolidati '12), facendo leva sulla leadership di mercato.  
A conferma della **forza del brand**, da evidenziare come nel corso del 2012, nelle tre regioni di riferimento, il gruppo abbia mantenuto una quota di mercato nel segmento latte fresco del 17%, su livelli superiori al 2008, anno di ingresso sul mercato delle private labels che nel frattempo sono arrivate a conquistare una market share di ca. 20%.
- Il **calo della quota di mercato** nel latte **UHT**, dall'8.6% del 2011 all'8.1% del 2012, è dipeso dalla scelta del gruppo di preservare i livelli reddituali. L'azienda non ha seguito le strategie aggressive da parte dei competitors, che hanno sfruttato il calo del latte spot per abbassare in maniera decisa i prezzi di vendita. Centrale del Latte Torino non ha potuto avvantaggiarsi di questa dinamica dal momento che si approvvigiona di latte principalmente tramite raccolta diretta, a prezzi prefissati. Il management prevede di poter riconquistare quote di mercato nel caso in cui l'andamento del latte spot dovesse limitare i livelli di volatilità.

Centrale del Latte di Torino – Mkt Share nelle regioni di riferimento Piemonte, Liguria e Veneto

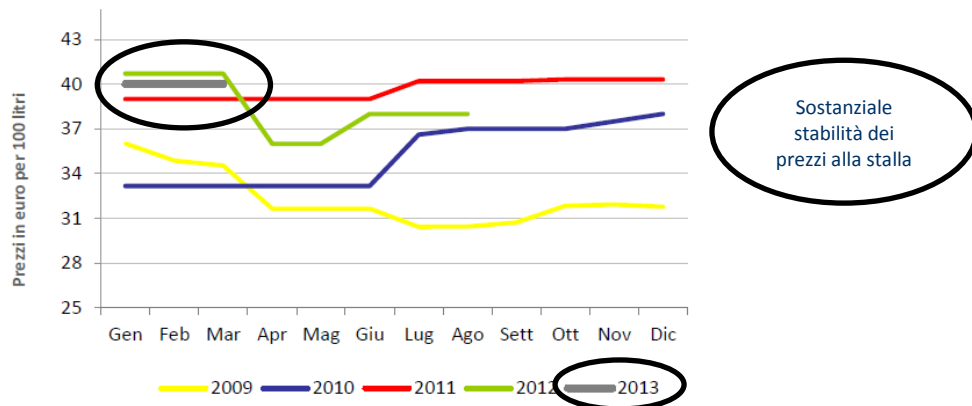


Fonte: Banca Intermobiliare su dati IRI Infoscan – segmento Iper+Super

- Nell'ambito di un **quadro difficile**, il gruppo punta ad un ulteriore **rinnovamento della gamma prodotti**, che si ritiene possa contribuire a sostenere l'andamento dei ricavi. In particolar modo, il gruppo ha annunciato l'ingresso nel biologico, nicchia ad alto valore aggiunto, con l'offerta di un **latte bio** intero ESL (latte fresco con shelf life di 25 giorni). E poi prevista l'introduzione di una linea di **yogurt alla frutta** con base intera a **tasso ridotto di zuccheri**, e di un **latte fermentato** secondo la tradizione araba, volto a presidiare nuovi mercati di nicchia nel segmento delle specialità etniche.

- Per quanto riguarda le produzioni a **marchio terzi**, continuerà la **ricerca di partnership** commerciali nel latte fresco, UHT e yogurt da parte di Centrale del Latte di Vicenza, in maniera da saturare ulteriormente la capacità produttiva del nuovo stabilimento. Si punta ad una analoga strategia per le insalate di IV gamma, attraverso la controllata Salads & Fruits.
- Relativamente al fronte **costi**, si prevede una sostanziale **stabilità** del costo della materia prima **latte**. Non verranno tagliati gli investimenti in **marketing** (2.5 mln, 2.4% dei ricavi '12), con focus su attività con ritorno immediato. Si dovrebbero poi cominciare a manifestare i **risparmi costi** derivanti dalla fusione della controllata Centro Latte **Rapallo**.

*Andamento del prezzo medio del Latte Crudo alla stalla nella regione Lombardia (proxy del costo d'approvvigionamento di Centrale del Latte di Torino)*



Fonte: Presentazione Società – Dato CLAL

#### STIME PREVISIONALI 2013-2014

Abbiamo aggiornato le stime **2013**, **abbassando** le previsioni di **ricavi** di ca. **3%**, per effetto della più bassa base di partenza (ricavi '12 inferiori di ca. 0.7% rispetto alle nostre previsioni) e dell'ulteriore peggioramento dell'andamento dei consumi. Stimiamo una dinamica flat dei ricavi, che incorpora il rialzo dei prezzi di listino per la regione Piemonte, parzialmente compensato da una flessione dei volumi, ed un contributo minimo dal lancio delle nuove referenze, che pensiamo potrà impattare in maniera più rilevante sulla top-line '14.

A livello operativo, abbiamo **mantenuto** la previsione di **EBITDA margin al 7.5%** (Vs. 6.7% '12), guidata in larga misura da minori costi per servizi, conseguenza della citata fusione con Centro Latte Rapallo, efficienze operative, minori costi energetici, dopo il balzo di ca. 20% osservato nell'ultimo anno, e un modesto miglioramento della redditività operativa nello stabilimento di Vicenza. Stimiamo che, in assenza di costi non ricorrenti, il gruppo possa tornare in nero a livello di bottom line.

Presentiamo per la prima volta le stime **2014**, che ipotizzano un marginale miglioramento dello scenario (ricavi +1.5%) ed un modesto miglioramento operativo (EBITDA margin +30bps), legato al pieno esplicarsi delle azioni adottate sulla base costi.

#### Centrale del Latte di Torino – Conto Economico 2011-2014E

	2011	2012	2013 E	2014 E
<b>Ricavi netti</b>	<b>103.4</b>	<b>103.2</b>	<b>103.3</b>	<b>104.8</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6.5</b>	<b>7.0</b>	<b>7.8</b>	<b>8.2</b>
<b>EBITDA margin (%)</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.8%</b>
<b>EBIT</b>	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.7</b>
<b>EBIT margin (%)</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.5%</b>
Proventi/(Oneri) non ricorrenti	(0.2)	(1.0)	0.0	0.0
<b>Risultato operativo</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.7</b>
<b>Utile pre-tax</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(1.2)</b>	<b>1.4</b>	<b>2.0</b>
Imposte	(0.6)	0.0	(1.1)	(1.3)
<b>Utile netto</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>

.Fonte: Banca Intermobiliare

In termini di generazione di cassa, stimiamo un **Free Cash Flow** '13 pari a **4.9 mln**, con una conversione sull'EBITDA superiore al 60%.

Tale previsione riflette:

- **investimenti** pari al solo **mantenimento** (0.7 mln Vs. ammortamenti per 5.5 mln);
- un ulteriore **marginale beneficio** in termini di **circolante** dalla nuova normativa sui pagamenti delle merci deperibili. Su quest'ultimo aspetto pensiamo che potrà esserci maggiore chiarezza a seguito della pubblicazione dei dati del primo trimestre '13;
- non abbiamo incorporato una ulteriore discesa dei crediti IVA.

Ci aspettiamo pertanto che l'**indebitamento** netto del gruppo possa scendere a **20,5 mln**, attestandosi a **2.6x EBITDA** (Vs. 3.7x '12).

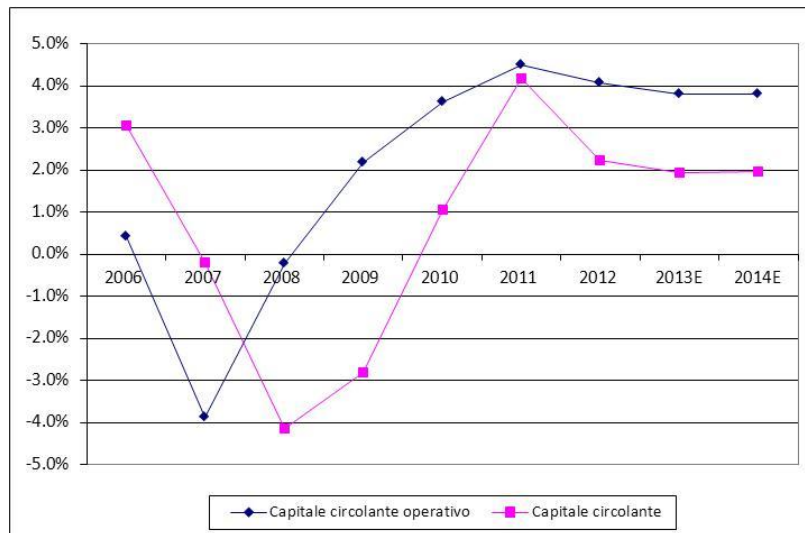
Nel nostro modello previsionale abbiamo ipotizzato un **trend analogo** anche per il **2014** (Free Cash Flow '14 di 4.6 mln). Ci attendiamo che l'azione del management continuerà ad essere incentrata sulla riduzione della leva finanziaria, con un basso livelli di investimenti dopo l'importante sforzo sostenuto negli scorsi anni per la realizzazione dello stabilimento di Vicenza (ca. 30 mln).

Centrale del Latte di Torino – Rendiconto finanziario 2011-2014E

	2011	2012	2013 E	2014 E
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>4.4</b>	<b>5.0</b>	<b>5.3</b>	<b>5.7</b>
Investimenti	-2.1	-0.6	-0.7	-1.0
Var. Cap. Circolante	-3.1	2.4	0.3	-0.1
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-0.9</b>	<b>6.7</b>	<b>4.9</b>	<b>4.6</b>
Dividendi	0.0	-0.2	0.0	-0.2
Altro	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Net Cash Flow</b>	<b>-0.9</b>	<b>6.5</b>	<b>4.9</b>	<b>4.4</b>
<i>Debt / Equity</i>	<i>0.8 x</i>	<i>0.6 x</i>	<i>0.5 x</i>	<i>0.4 x</i>
<i>Debt / EBITDA</i>	<i>4.9 x</i>	<i>3.7 x</i>	<i>2.6 x</i>	<i>2.0 x</i>

Fonte: Banca Intermobiliare

Centrale del Latte di Torino – Evoluzione del circolante 2006-2014E



Fonte: Banca Intermobiliare

**VALUTAZIONE: target DCF invariato a 2.2 euro**

Dal punto di vista valutativo continuiamo a ritenere che il miglior approccio sia la valutazione DCF, che confermiamo in area **2,2 euro**, in quanto la citata riduzione delle stime di conto economico viene compensata da un miglioramento delle previsioni di cassa generata '13-'14.

L'Enterprise Value è rappresentato dal valore terminale per ca. 60%, sulla base di un Wacc del 10%, un tasso di crescita perpetuo dello 0.5% ed un EBITDA margin dell'8%, su un livello di redditività leggermente al di sopra dei valori attesi nel 2013-2014, ma che riteniamo sostenibile nel lungo periodo.

Nella nostra valutazione abbiamo deciso di imputare il valore dei terreni industriali non più utilizzati a 50% dei valori di carico (ca. 4 mln), dal momento che la tempistica di una potenziale valorizzazione continua ad essere molto incerta nel peggiorato contesto immobiliare domestico. Abbiamo poi tenuto conto dell'effetto cash connesso agli accantonamenti effettuati per la questione Enasarco.

**Gruppo Centrale del Latte – Valutazione DCF (Rolling Wacc '13-'16; TV: Wacc 10% - g: 0,5%)**

Somma FCF operativi attual. '13-'17	19,3
Valore terminale	26,7
<b>ENTERPRISE VALUE</b>	<b>46,0</b>
Indebitamento '12	-25,4
Minorities	0,0
Altri assets *	1,3
<b>EQUITY VALUE</b>	<b>22,0</b>
<b>Valore per azione (€)</b>	<b>2,20</b>

\* terreni industriali non più utilizzati, potenzialmente cedibili @ 0.5x BV al netto dell'impatto negativo Enasarco

		g		
		0.0%	<b>0.5%</b>	1.0%
	7.0%	1.63	1.76	1.90
	7.5%	1.84	1.98	2.13
EBITDA margin TV	<b>8.0%</b>	2.05	<b>2.20</b>	2.37
	8.5%	2.25	2.42	2.60
	9.0%	2.46	2.64	2.83

Fonte: Banca Intermobiliare

La nostra valutazione implica:

- un **EV/EBITDA '13-'14** rispettivamente di **5,3x** e di **4.5x**;
- **Unlevered Free Cash Flow '13-'14** di ca. **13%**, che si attesterebbe comunque su livelli superiori al 10% incorporando un livello di investimenti in linea con il biennio 2010-2011, maggiormente rappresentativi della dinamica di medio-lungo periodo (investimenti pari a ca. 2 mln '10-'11 rispetto a 0.7-1.0 mln stimati '13-'14).

**CONFERMIAMO IL RATING BUY**

Gli spazi di upside vicini al 40% ci portano a raccomandazione il rating Buy sul titolo.

Pensiamo che il titolo sconti ampiamente il contesto sfavorevole dei consumi alimentari, senza tener conto dei benefici connessi a:

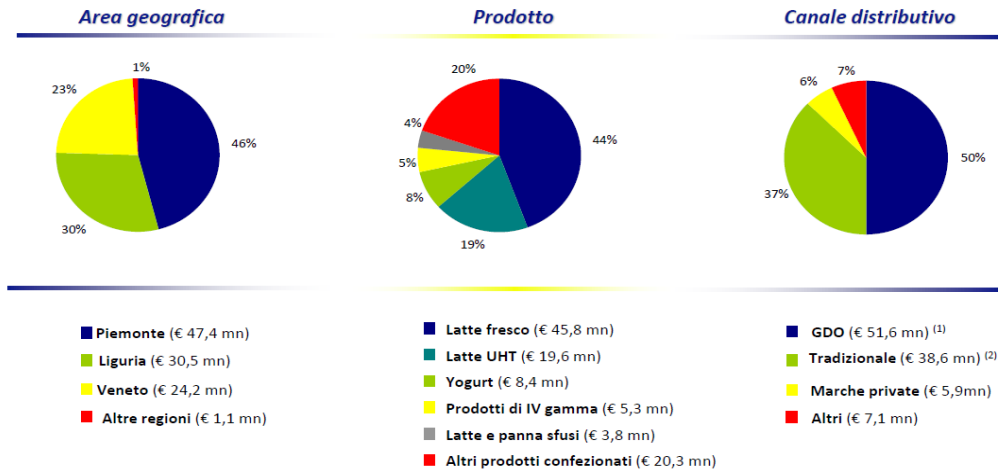
- la stabilizzazione dei prezzi del latte crudo alla stalla;
- l'inversione del trend di generazione di cassa, attesa su livelli particolarmente robusti nel prossimo biennio, dopo il forte risultato conseguito nel corso del 2012.

Da un punto di vista patrimoniale, le valutazioni sono sacrificate se si considera che il nuovo stabilimento di Vicenza, uno dei più moderni d'Europa, ha comportato investimenti per ca. 30 mln, rispetto ad un Enterprise Value '13 corrente pari a 35 mln. La capacità produttiva di questo stabilimento risulta essere solo parzialmente saturata (1 turno produttivo rispetto ai due potenziali), creando presupposti per revisioni al rialzo delle stime di crescita di medio-lungo periodo.



**APPENDICE**

Gruppo Centrale del Latte – Breakdown ricavi '12 per regione di riferimento, prodotto e canale distributivo



Gruppo Centrale del Latte – trend del mercato 2012 e primo bimestre 2013

	Tot. Italia		Tot. Piemonte & VdA, Liguria e Veneto	
	Tot. 2012	Gen-Feb '13	Tot. 2012	Gen-Feb '13
Tot. Latte Fresco + Esl	-1,0%	-4,5%	+1,4%	-3,4%
Tot. Latte UHT	+1,3%	-6,1%	+2,7%	-2,2%
Tot. Yogurt	+0,2%	-6,4%	+1,4%	-5,8%
Totale Iper + Super	+0,3%	-5,8%	+1,8%	-4,1%

Fonte: Presentazione Società 27/03/13

<i>Conto economico (€ mln)</i>	2010	2011	2012	2013 E	2014 E
<b>Ricavi netti</b>	<b>101.4</b>	<b>103.4</b>	<b>103.2</b>	<b>103.3</b>	<b>104.8</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7.8</b>	<b>6.5</b>	<b>7.0</b>	<b>7.8</b>	<b>8.2</b>
<b>EBITDA margin (%)</b>	<b>7.7%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.8%</b>
<b>EBIT</b>	<b>2.2</b>	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.7</b>
<b>EBIT margin (%)</b>	<b>2.2%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.5%</b>
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>2.2</b>	<b>2.7</b>
Proventi/(Oneri) finanziari	(1.1)	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(0.7)
Altre comp. finanziarie	0.0	0.0	(0.7)	0.0	0.0
<b>Utile pre-tax</b>	<b>2.0</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(1.2)</b>	<b>1.4</b>	<b>2.0</b>
Imposte	(1.0)	(0.6)	0.0	(1.1)	(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>0.3</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%	0.1%	1.5%
Var. EBITDA YoY	-20.3%	-16.2%	6.3%	11.7%	5.6%
Var. EBIT YoY	-48.4%	-63.1%	75.4%	57.2%	19.5%
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	62.6	58.1
Capitale circolante	1.1	4.3	2.3	2.0	2.1
Pass. non finanz. a M/L	4.4	4.0	5.1	4.6	4.1
<b>Capitale investito</b>	<b>72.8</b>	<b>72.6</b>	<b>64.8</b>	<b>60.1</b>	<b>56.1</b>
Patrimonio netto	41.7	40.7	39.4	39.7	40.1
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>	<i>0.7 x</i>	<i>0.8 x</i>	<i>0.6 x</i>	<i>0.5 x</i>	<i>0.4 x</i>
<i>Debt / EBITDA</i>	<i>4.0 x</i>	<i>4.9 x</i>	<i>3.7 x</i>	<i>2.6 x</i>	<i>2.0 x</i>

<i>Dati per azione - Multipli</i>	2010	2011	2012	2013E	2014 E
EPS	0.100	-0.102	-0.113	0.029	0.065
BVPS	4.170	4.065	3.937	3.966	4.011
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.	54.3 x	24.3 x
Capitaliz (Mln)	24.1	17.4	14.5	15.8	15.8
Altri assets	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
EV (Mln)	53.7	47.9	38.6	34.9	30.5
EV/SALES	0.53 x	0.46 x	0.37 x	0.34 x	0.29 x
EV/EBITDA	6.9 x	7.3 x	5.5 x	4.5 x	3.7 x
EV/EBIT	24.5 x	59.3 x	27.2 x	15.7 x	11.5 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	BUY	BUY
Prezzo target (Eu)	€2.2	€2.2
Prezzo del titolo (Eu)	€1.58	€1.539
Data del report	5 aprile 2013	27 novembre 2012

**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 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.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.