

Centrale del Latte di Torino & C.

RATING: NEUTRAL

19 novembre 2013

REPORT DI AGGIORNAMENTO SUI
RISULTATI 3Q 2013 della CENTRALE
LATTE TORINO & C. redatto da BIM in
qualità di SPECIALIST

Prezzo: 1.83 euro (18/11/2013)
n. azioni: 10 mln
Capitalizzazione: 18.3 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

RISULTATI ANCORA PENALIZZATI DALL'OSTICO CONTESTO – CESSIONE DELLA PARTECIPAZIONE IN FRASCHERI

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	1.1	0.38	6.9	N.s.
2014 E	99.2	5.7	-0.1	0.34	5.9	Neg.

Il 3Q '13 di Centrale del Latte di Torino è stato **prossimo alle nostre attese**, ancora **debole** a livello **operativo**, a causa dell'ostico contesto dei consumi che risulta penalizzante in termini di volumi e di mix, nonché della pressione derivante dal maggior costo del latte, non trasferibile sui prezzi di vendita.

I **ricavi** sono ammontati a **22.9 mln**, in aumento del **3.1%** su base annua ed in miglioramento rispetto al trend negativo del primo semestre (1Q -4.3%; 2Q -2.1%). Questo andamento, **però**, risulta imputabile ad una diversa redistribuzione degli sconti alla Grande Distribuzione Organizzata (GDO) e non riflette un effettivo incremento delle vendite. Il trend di ricavi sottostante il 3Q risulta quindi coerente con quello evidenziato nel corso dei mesi precedenti, risentendo del significativo calo dei consumi domestici.

L'**EBITDA** è risultato pari a **1.3 mln**, in **flessione dell'11%**. L'**EBITDA margin del 5.7%**, è prossimo a quello osservato nel corso del primo semestre. Il conto economico si è chiuso con un utile ante-imposte positivo per 0.1 mln, in miglioramento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno (-0.1 mln) grazie soprattutto alla riduzione della linea di ammortamenti sui marchi Centro Latte Rapallo e Tigullio.

La generazione di cassa trimestrale è stata nulla, anche a causa di un leggero incremento del circolante. L'**indebitamento** finanziario netto a fine settembre risulta **pari a 22.9 mln**, rispetto ai 22.8 mln di fine giugno (25.4 mln al 31/12/12).

I primi **nove mesi** del 2013 evidenziano **ricavi** pari a **71.7 mln (-1.3%)**, **EBITDA** di **4.0 mln (-18.5%)** ed un **utile ante-imposte** positivo per **0.3 mln (-0.1 mln)**.

La società ha annunciato la **cessione** della **partecipazione** del 40% detenuta in **Frascheri**, società lattiero-casearia presente nella regione ligure, per **2.6 mln**, corrispondente ad un EV/SALES '12 e ad un EV/EBITDA '12 rispettivamente di 0.46x e di 7.4x. L'operazione comporterà l'iscrizione di una **plusvalenza** lorda pari a **1.6 mln**. A seguito di questa cessione, l'**indebitamento** a fine '13 del gruppo dovrebbe attestarsi a 20 mln, su livelli pari a 3.7x EBITDA.

Il valore di cessione di Frascheri, superiore di 1 mln a quanto incorporato nel nostro modello valutativo, ci porta ad **alzare la valutazione** di Centrale del Latte di Torino **da 1.8 a 1.9 euro** per azione, vicino ai prezzi correnti del titolo.

La debolezza dei livelli di profittabilità operativa, che non sembra contrastabile dal management nel breve periodo, associata al leverage sostenuto, ci sembrano limitare in maniera significativa gli spazi di apprezzamento dai valori correnti (EV/EBITDA '13 – '14 rispettivamente di 6.9x – 5.9x).

Confermiamo pertanto la raccomandazione di **Neutral** sul titolo.

Centrale del Latte di Torino – Risultati secondo trimestre 2013

	2Q '13	2Q '12	Var.% YoY	pesi % 2Q '13	pesi % 2Q '12
RICAVI	22.9	22.3	3.1%	100.0%	100.0%
Latte Fresco	10.3	10.1	2.3%	44.8%	45.2%
Latte UHT	4.3	4.2	3.7%	18.8%	18.6%
Yogurt	2.1	2.1	-2.9%	9.0%	9.6%
Prodotti IV gamma	1.3	1.2	9.5%	5.5%	5.2%
Latte e panna sfusi	0.8	0.6	31.4%	3.6%	2.8%
Altri prodotti confezionati	4.2	4.1	1.3%	18.3%	18.6%
EBITDA	1.3	1.5	-11.2%		
EBITDA margin (%)	5.7%	6.6%			
Ammortamenti	1.1	1.3	-17.6%		
EBIT	0.2	0.2	43.2%		
EBIT margin (%)	1.0%	0.7%			
Prov./(oneri) non ricorrenti	0.0	0.0			
Risultato operativo	0.2	0.2	43.2%		
Prov./(oneri) finanziari	-0.2	-0.2			
Altre componenti finanziarie	0.1	0.0			
Utile ante imposte	0.1	-0.1	N.s.		

Fonte: Banca Intermobiliare

Centrale del Latte di Torino – Risultati primi nove mesi 2013

	9M 2013	9M 2012 PF	Var.% YoY
RICAVI	71.7	72.6	-1.3%
EBITDA	4.0	4.9	-18.5%
EBITDA margin (%)	5.5%	6.7%	
Ammortamenti	3.3	4.0	-18.8%
EBIT	0.7	0.9	-17.5%
EBIT margin (%)	1.0%	1.2%	
Prov./(oneri) non ricorrenti	0.0	-0.2	
Risultato operativo	0.7	0.7	2.4%
Prov./(oneri) finanziari	-0.5	-0.8	
Altre componenti finanziarie	0.0	0.0	
Utile ante imposte	0.3	-0.1	N.s.
Indebitamento finanziario netto	22.9	27.7	

Fonte: Banca Intermobiliare

<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
Risultato operativo	3.1	0.6	0.4	1.0	1.4
Proventi/(Oneri) finanziari	(1.1)	(1.0)	(0.9)	(0.7)	(0.6)
Altre comp. finanziarie	0.0	0.0	(0.7)	1.7	0.1
Utile pre-tax	2.0	(0.4)	(1.2)	2.0	0.8
Imposte	(1.0)	(0.6)	0.0	(0.9)	(0.9)
(Utile)/perdite di terzi	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Utile netto	1.0	(1.0)	(1.1)	1.1	(0.1)

<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	61.9	58.4
Capitale circolante	1.1	4.3	2.3	5.2	5.3
Pass. non finanz. a M/L	4.4	4.0	5.1	7.1	7.1
Capitale investito	72.8	72.6	64.8	60.0	56.8
Patrimonio netto	41.7	40.7	39.4	40.3	40.0
Patrimonio di terzi	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Indebitamento netto	31.1	31.9	25.4	19.6	16.8

<i>Rendiconto finanziario (€ mln)</i>	2010	2011	2012	2013 E	2014 E
Gross Cash Flow	5.5	4.4	5.0	3.8	4.1
Investimenti	-2.0	-2.1	-0.6	-1.0	-1.0
Var. Cap. Circolante	-3.5	-3.1	2.0	0.9	-0.1
Free Cash Flow	-0.1	-0.9	6.4	3.7	3.0
Dividendi	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.2
Altro	-1.1	0.0	0.0	2.6	0.0
Net Cash Flow	-1.1	-0.9	6.2	6.1	2.8
<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>3.7 x</i>	<i>2.9 x</i>

<i>Dati per azione - Multipli</i>	2010	2011	2012	2013E	2014 E
EPS	0.100	-0.102	-0.113	0.114	-0.011
BVPS	4.170	4.065	3.937	4.031	4.000
DPS	0.000	0.020	0.020	0.020	0.020
P/BV	0.6 x	0.4 x	0.4 x	0.5 x	0.5 x
P/E	24.1 x	Neg.	Neg.	N.s.	Neg.
Capitaliz (Mln)	24.1	17.4	14.5	18.3	18.3
Altri assets	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
EV (Mln)	53.8	48.0	38.6	36.6	33.8
EV/SALES	0.53 x	0.46 x	0.37 x	0.38 x	0.34 x
EV/EBITDA	6.9 x	7.3 x	5.6 x	6.9 x	5.9 x
EV/EBIT	24.5 x	59.4 x	27.2 x	36.6 x	24.4 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

Centrale del Latte Torino & C.	Attuale	Precedente
Raccomandazione	NEUTRAL	NEUTRAL
Prezzo target (Eu)	€1.9	€1.8
Prezzo del titolo (Eu)	€1.83	€1.57
Data del report	19 novembre 2013	29 agosto 2013

DISCLAIMER

Il presente documento è prodotto dalla funzione Studi e Analisi 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 e vigilata da Banca d'Italia e Consob alla prestazione dei servizi di investimento.

BIM appartiene al Gruppo Bancario Veneto Banca (iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari in data 08/06/1992 cod. n. 5035.1) ed è soggetta ad attività di direzione e coordinamento di Veneto Banca S.c.p.a.

Il presente documento è destinato a canali di divulgazione o al pubblico e - a decorrere dal giorno di redazione del medesimo - viene trasmesso a Consob e contestualmente distribuito da **BIM** a Borsa Italiana su apposita area del sito internet www.borsaitaliana.it.

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 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 (sezione "Mifid").

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, sussistono rapporti d'affari con l'Emittente aventi ad oggetto la prestazione di servizi di Corporate Finance.

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 né possono realizzare operazioni personali relative a strumenti finanziari oggetto di ricerca nell'ambito dell'attività di specialist.