

## Analisi Parmalat

### Introduzione

Nonostante i multipli contenuti rispetto ai comparables Parmalat sembra quotare leggermente a premio rispetto al fair value, i prezzi sono sostenuti dalla possibilità di una Opa residuale da parte di Lactalis.

### Dati Societari

**Azioni in circolazione:** 1798,711 mln.

**Capitalizzazione:** 4.586,71 mln. EURO

### Pagella

Redditività : ★★★★★

Solidità : ★★★★★

Crescita : ★★★★★

Rischio : ★★★★★

**Rating : HOLD**

### Profilo Societario

Parmalat è una multinazionale del settore alimentare che opera nei cinque continenti attraverso una presenza diretta o delle partnership nel mercato del latte e dei suoi derivati. In particolare il gruppo è uno dei leader globali del settore del latte liquido e vanta primarie posizioni di mercato negli altri settori di attività dello yogurt, del dessert, dei succhi di frutta, derivati del pomodoro e prodotti da forno. Il gruppo Parmalat fattura oltre 3,8 miliardi di euro e impiega oltre 35.000 dipendenti nel mondo. Il portafoglio prodotti comprende marchi globali (come Parmalat e Santà), marchi internazionali (Zymil, Fibresse, Physical, Jeunesse, Omega3, First Growth, Smart Growth, Ice Break/Rush) e altri forti marchi locali.

### Analisi titolo Parmalat



Le azioni Parmalat fanno parte del paniere FTSE Mib e rientrano nel segmento Blue Chips. Parmalat mostra una rischiosità inferiore alla media del mercato (beta minore di 1) che riflette la presenza in un business anticiclico come quello alimentare.

Negli ultimi 3 anni il titolo Parmalat ha registrato una performance positiva (+52,2%) superiore al +47,1% dell'indice FTSE Mib. Il titolo ha inizialmente oscillato in un intervallo compreso tra 1,3 e 1,9 Euro per oltre un anno, in seguito - a partire da marzo 2013 - è iniziata

una ripresa che lo ha portato in un paio di mesi verso quota 2,5 su cui si è stabilizzato nel periodo successivo.

## Dati Finanziari

|                         | 2011      | var %  | 2012     | var %  | 2013      |
|-------------------------|-----------|--------|----------|--------|-----------|
| Totale Ricavi           | 4.538,00  | 16,14  | 5.270,40 | 2,55   | 5.404,90  |
| Margine Operativo Lordo | 342,90    | -24,32 | 259,50   | 68,48  | 437,20    |
| Ebitda margin           | 7,56      | ----   | 4,92     | ----   | 8,09      |
| Risultato Operativo     | 199,40    | -37,41 | 124,80   | 142,31 | 302,40    |
| Ebit Margin             | 4,39      | ----   | 2,37     | ----   | 5,59      |
| Risultato Ante Imposte  | 251,10    | -34,41 | 164,70   | 102,73 | 333,90    |
| Ebt Margin              | 5,53      | ----   | 3,13     | ----   | 6,18      |
| Risultato Netto         | 170,90    | -53,13 | 80,10    | 178,65 | 223,20    |
| E-Margin                | 3,77      | ----   | 1,52     | ----   | 4,13      |
| PFN (Cassa)             | -1.518,40 | -46,67 | -809,80  | 31,59  | -1.065,60 |
| Patrimonio Netto        | 3.711,40  | -17,31 | 3.068,80 | 0,71   | 3.090,50  |
| Capitale Investito      | 2.282,00  | 3,21   | 2.355,20 | -8,69  | 2.150,60  |
| ROE                     | 4,60      | ----   | 2,61     | ----   | 7,22      |
| ROI                     | 9,09      | ----   | 5,53     | ----   | 14,06     |

## Commento ai dati di bilancio

Nel triennio 2011-2013 Parmalat ha registrato una crescita del fatturato del 19,1% mentre il margine operativo lordo è aumentato del 27,5% a 437,2 milioni di Euro, in presenza di margini in crescita di 0,5 punti percentuali; segno positivo anche per il risultato operativo salito a 302,4 milioni di Euro (+51,7%) mentre l'utile netto è passato da 170,9 a 223,2 milioni di Euro (+30,6%). Gli indicatori di redditività vedono il ROE in crescita di oltre 2,5 punti al 7,2% e il ROI in aumento di 5 punti al 14,1%. La posizione finanziaria netta vede una disponibilità di cassa per 1065,6 milioni, in calo di oltre 450 milioni nel periodo anche a seguito delle acquisizioni effettuate nel periodo.

**Ultimi Sviluppi :** Nel primo semestre 2014 i ricavi sono saliti a 2617,9 milioni di Euro (+0,9%) mentre il margine operativo lordo è sceso del 5,1% a 184,4 milioni, in flessione anche l'utile netto passato da 106,9 a 90 milioni di euro (-15,8%); la disponibilità finanziaria netta ha raggiunto quota 975,2 milioni, in calo di circa 90 milioni sul dato di fine 2013.

## Comparables

| Azienda  | P/E   | P/BV | Dividend Yield % |
|----------|-------|------|------------------|
| Parmalat | 20,75 | 1,50 | 1,14%            |
| Danone   | 24,38 | 3,24 | 2,64%            |
| Nestlè   | 22,99 | 3,68 | 3,01%            |

**Commento :** nel confronto internazionale tra le aziende del settore alimentare, Parmalat risulta la più a buon mercato sia sulla base del rapporto Price/Earnings (Prezzo Utili) che del Price/Book Value (Prezzo/Valore Contabile); piuttosto basso il dividend yield, poco sopra quota 1% ed il più basso tra le aziende del campione.

## Plus e Minus

**Opportunità** : ottimizzazione della struttura finanziaria grazie ad acquisizioni mirate, Opa residuale da parte di Lactalis

**Rischi** : aumento del prezzo delle materie prime (latte in primis), effetto cambi negativo

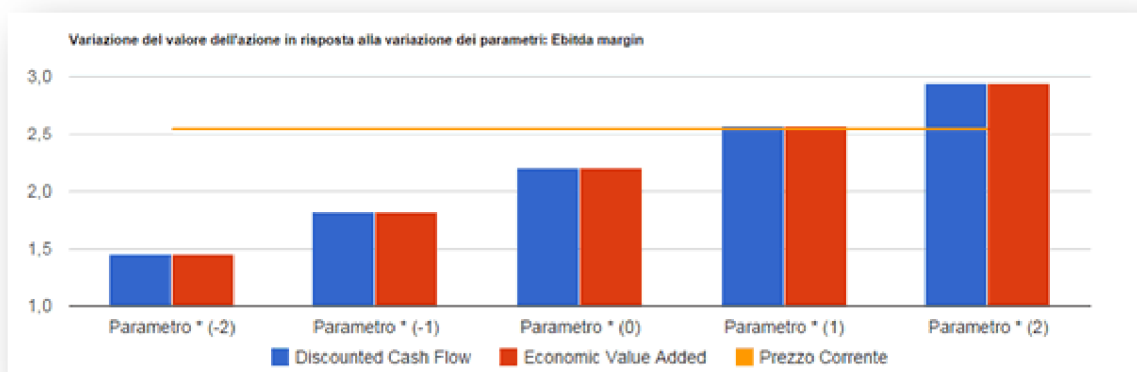
## Ipotesi Valutazione e Sensitivity Analysis

Nell'applicazione del metodo dei flussi di cassa scontati e dell'Economic Value Added si sono ipotizzati:

- una crescita dei ricavi che passa dall'1% del 2014 al 3% di lungo periodo;
- un Ebitda margin in crescita dall'8,1% del 2014 al 9,5% del 2018 e seguenti;
- un ROI di lungo periodo del 20,1%.

Infine si prevedono: un tax rate al 30% su tutto il periodo di previsione ed un payout in progressiva crescita al 65%.

I risultati del modello convergono su un valore per azione di 2,21 Euro che tende a crescere (ridursi) di 0,39 Euro per ogni punto in più (in meno) del margine sulle vendite come mostrato nella figura seguente.



## Dati prospettici

| Anno di valutazione             | 2013            | 2014            | 2015            | 2016            | 2017            | 2018            |
|---------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Impieghi</b>                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Capitale Circolante Netto       | -88,7           | -57,18          | -55,12          | -53,01          | -50,83          | -48,58          |
| Immobilizzazioni                | 2.113,60        | 2.132,40        | 2.162,58        | 2.193,71        | 2.225,80        | 2.258,86        |
| <b>Totale Impieghi</b>          | <b>2.024,90</b> | <b>2.075,22</b> | <b>2.107,46</b> | <b>2.140,70</b> | <b>2.174,97</b> | <b>2.210,28</b> |
| <b>Fonti</b>                    |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Indebitamento finanziario netto | -1.065,60       | -1.178,20       | -1.310,58       | -1.441,27       | -1.565,49       | -1.684,15       |
| Patrimonio Netto                | 3.090,50        | 3.253,42        | 3.418,03        | 3.581,97        | 3.740,46        | 3.894,43        |
| <b>Totale Fonti</b>             | <b>2.024,90</b> | <b>2.075,22</b> | <b>2.107,46</b> | <b>2.140,70</b> | <b>2.174,97</b> | <b>2.210,28</b> |
| <b>Conto Economico</b>          |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Fatturato                       | 5.404,90        | 5.458,95        | 5.622,72        | 5.791,40        | 5.965,14        | 6.144,10        |
| Costi operativi                 | 4.967,70        | 5.016,77        | 5.144,79        | 5.275,96        | 5.416,35        | 5.560,41        |
| MOL                             | 437,2           | 442,17          | 477,93          | 515,43          | 548,79          | 583,69          |
| Ammortamenti e accantonamenti   | 134,8           | 127,94          | 129,76          | 131,62          | 133,55          | 135,53          |

|                                  |       |        |        |        |        |        |
|----------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Risultato operativo              | 302,4 | 314,23 | 348,18 | 383,81 | 415,25 | 448,16 |
| Proventi/oneri finanziari        | 31,3  | 28,05  | 31,11  | 34,4   | 37,58  | 40,62  |
| Altri proventi/oneri             | 0,2   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Risultato al lordo delle imposte | 333,9 | 342,28 | 379,29 | 418,21 | 452,83 | 488,78 |
| Imposte                          | 110,7 | 102,68 | 113,79 | 125,46 | 135,85 | 146,63 |
| Utile di Esercizio               | 223,2 | 239,59 | 265,5  | 292,75 | 316,98 | 342,14 |
| * di cui utile di terzi          | 2,2   | ---    | ---    | ---    | ---    | ---    |
| Utile netto                      | 221   | ---    | ---    | ---    | ---    | ---    |
| <b>Flussi di Cassa</b>           |       |        |        |        |        |        |
| Utile                            | ---   | 239,59 | 265,5  | 292,75 | 316,98 | 342,14 |
| Ammortamenti e accantonamenti    | ---   | 127,94 | 129,76 | 131,62 | 133,55 | 135,53 |
| Cash flow gestionale             | ---   | 367,54 | 395,26 | 424,37 | 450,53 | 477,68 |
| Dividendi                        | ---   | 76,67  | 100,89 | 128,81 | 158,49 | 188,18 |
| Investimenti in immobilizzazioni | ---   | 146,75 | 159,94 | 162,75 | 165,64 | 168,59 |
| Investimenti in CCN              | ---   | 31,52  | 2,06   | 2,12   | 2,18   | 2,25   |
| Cash flow netto                  | ---   | 112,6  | 132,37 | 130,69 | 124,22 | 118,66 |
| <b>Indici</b>                    |       |        |        |        |        |        |
| ROE %                            | ---   | 7,36   | 7,77   | 8,17   | 8,47   | 8,79   |
| ROI %                            | ---   | 14,28  | 15,59  | 16,93  | 18,05  | 19,19  |
| ROI(1-t) %                       | ---   | 9,99   | 10,91  | 11,85  | 12,63  | 13,43  |
| Debt to equity                   | ---   | -0,36  | -0,38  | -0,4   | -0,42  | -0,43  |
| Costo del debito %               | ---   | 2,5    | 2,5    | 2,5    | 2,5    | 2,5    |
| Tax rate %                       | ---   | 30     | 30     | 30     | 30     | 30     |
| Payout                           | ---   | 32     | 38     | 44     | 50     | 55     |
| Debt to equity                   | ---   | -0,36  | -0,38  | -0,4   | -0,42  | -0,43  |
| Rotazione CCN                    | ---   | 79,67  | 79,67  | 79,67  | 79,67  | 79,67  |
| Rotazione immobilizzazioni       | ---   | 2,56   | 2,6    | 2,64   | 2,68   | 2,72   |
| Incidenza costi operativi %      | ---   | 91,9   | 91,5   | 91,1   | 90,8   | 90,5   |

## **DISCLAIMER**

Questa pubblicazione (la "Pubblicazione") è stata preparata da Claudio Guerrini (l'"Autore") con l'ausilio del software Step 3+ sviluppato da Evaluation.it Srl.

La Pubblicazione è stata elaborata in maniera autonoma e indipendente e senza la collaborazione della società oggetto di analisi (la "Società") o di altra società alla medesima legata da rapporti di partecipazione o controllo. La Pubblicazione ha scopo meramente informativo e, pertanto (i) non rappresenta, né può essere interpretata come, un'offerta o una sollecitazione ad acquistare, sottoscrivere o vendere prodotti o strumenti finanziari emessi o che saranno emessi dalla Società, o ad eseguire altre operazioni relative a tali prodotti o strumenti e (ii) non deve in alcun modo essere considerata idonea a sostituirsi all'autonomo giudizio di investimento dei potenziali destinatari.

Questa Pubblicazione è destinata alla distribuzione ed all'uso esclusivo delle persone che sono controparti ammissibili o clienti professionali, vale a dire persone che hanno esperienza professionale in investimenti, che sono persone autorizzate o persone esenti ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000 e COBS 4.12 del New Conduct of Business Sourcebook del FCA.

Per i residenti in Italia, questo documento è destinato alla distribuzione solo presso i clienti professionali e le controparti qualificate come definite nel Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modificazioni ed integrazioni. Né Evaluation.it Srl, né alcuno dei suoi soci o dipendenti, ivi incluso l'Autore, garantiscono alcun risultato specifico per quanto riguarda le informazioni contenute nella presente Pubblicazione e declinano pertanto ogni responsabilità, diretta o indiretta, per gli eventuali danni, perdite, costi, spese o minori guadagni derivanti o comunque connessi con i contenuti della medesima. Ogni decisione di investimento/disinvestimento è di esclusiva responsabilità della parte destinataria della Pubblicazione, che è tenuta a svolgere autonome valutazioni sulla Società e sugli strumenti finanziari a cui è fatto riferimento nella Pubblicazione e ad assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo e senza fare indebito affidamento sui contenuti della Pubblicazione.

Le informazioni, le stime e le opinioni contenute nella presente Pubblicazione si basano su informazioni messe a disposizione del pubblico dalla Società (bilanci annuali e infrannuali, comunicati stampa, presentazioni aziendali, documento di ammissione) o altrimenti disponibili al pubblico in quanto elaborate da siti di informazione finanziaria o dalla stampa periodica.

Nonostante Evaluation.it Srl ritenga che tali fonti siano attendibili, essa non si assume alcuna responsabilità per quanto riguarda la completezza, accuratezza o l'esattezza di tali informazioni e fonti.

Le informazioni, le stime e le opinioni contenute nel presente documento si riferiscono alla data della Pubblicazione e non vi è alcuna garanzia che i risultati e le performance future della Società siano coerenti con tali informazioni, stime e opinioni. Evaluation.it Srl non ha alcun obbligo di aggiornare o modificare la presente Pubblicazione, né di dare avviso del suo eventuale ritiro.

Inoltre, le informazioni, le stime e le opinioni espresse in questa Pubblicazione possono essere soggette a modifiche e/o aggiornamenti, sulla base delle informazioni nuove e/o ulteriori disponibili, senza che ne sia dato avviso ai destinatari. Né la presente Pubblicazione, né alcuna copia di essa, possono essere riprodotti, direttamente o indirettamente, né distribuiti a terzi.

Evaluation.it Srl ha ultimato la Pubblicazione alla data indicata nell'intestazione del presente documento. La Pubblicazione potrà essere oggetto di aggiornamento periodico, con una frequenza che dipenderà dal verificarsi di circostanze di fatto rilevanti (eventi societari, modifiche normative e regolamentari ecc.).

## **CERTIFICAZIONI DELL'AUTORE**

L'Autore che ha predisposto la Pubblicazione, il cui nome è riportato nell'intestazione del presente documento, dichiara che:

- a) le opinioni espresse sulla Società riflettono accuratamente la sua opinione personale, obiettiva ed indipendente;
- b) non è previsto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni ivi espresse;
- c) né l'Autore né qualsiasi altra persona della sua famiglia operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione della Società;
- d) l'Autore non riceve bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

## **NOTE METODOLOGICHE**

I Valori (o fair value) comunicati nella Pubblicazione sono basati sui metodi "discounted cash flow" ed "economic value added" nel caso di società industriali e di servizi ed "excess return" e "dividend discount model" per le società bancarie e assicurative. Qualsiasi sia il metodo di valutazione, si sottolinea che vi è il rischio concreto che il prezzo del titolo non si adegui al valore ipotizzato nella ricerca. I principali fattori di rischio includono imprevisti cambiamenti dell'andamento generale dell'economia, dei mercati finanziarie e nello scenario competitivo e nel livello della domanda per i prodotti della Società. Tali cambiamenti possono essere comportati, a titolo di esempio, da cambiamenti nei valori sociali, cambiamenti nei livelli di tassazione, dei tassi di cambio valute o nella regolamentazione. Tutti i prezzi sono riportati come prezzi di chiusura di mercato se non indicato diversamente.

## **RATING STOCK**

I giudizi di "Strong Buy", "Buy", "Hold", "Reduce" e "Sell" si basano sul rapporto tra Valore risultante dall'analisi (V) e Prezzo di mercato del titolo (P) alla data di valutazione (indicata nell'intestazione di questa Pubblicazione). I rating azionari e le valutazioni sono emessi in termini assoluti, non relativi alla performance del mercato.

Casi possibili:

STRONG BUY: rapporto V/P > 1,4;

BUY: rapporto V/P compreso tra 1,15 e 1,4;

HOLD: rapporto V/P compreso tra 0,85 e 1,15;

REDUCE: rapporto V/P compreso tra 0,6 e 0,85;

SELL: rapporto V/P < 0,6;

Il prezzo delle azioni indicato è il prezzo di riferimento del primo giorno di mercato aperto antecedente alla data dell'analisi indicata nell'intestazione di questa Pubblicazione.