

***Seafood Report***  
***Aggiornamento 1***  
***Gennaio 2013***  
***A cura di Andrew Lawford***

***Lo studio è frutto di una ricerca indipendente, gli emittenti di strumenti di investimento e le aziende menzionate nell'analisi non corrispondono, in nessun modo e a nessun titolo, finanziamenti o bonus agli autori e alla Mazziero Research.***

**MAZZIERO RESEARCH – Copyright ©2013 – Tutti i diritti riservati. Vietata la diffusione e la riproduzione anche citando la fonte senza esplicita autorizzazione.**

# Indice

<b>Introduzione</b>	<b>3</b>
<b>Il mercato norvegese del salmone</b>	<b>4</b>
<b>Le società del settore</b>	<b>5</b>
<b>Tassal</b>	<b>6</b>
<b>Sanford</b>	<b>8</b>
<b>Quale target price?</b>	<b>9</b>
<b>Rischio malattie</b>	<b>10</b>
<b>Conclusione</b>	<b>10</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>11</b>
<b>Disclosure - Disclaimer - Avvertenze</b>	<b>11</b>

## **Introduzione**

I primi sei mesi dal lancio del Seafood Report (avvenuto nella seconda metà di luglio 2012) sono stati caratterizzati da una ripresa generale per il settore, grazie soprattutto all'andamento dei prezzi del salmone. Questa ripresa fa sicuramente piacere, ma non bisogna illudersi che continuerà sempre con il ritmo attuale; i mercati sono volatili per natura e quindi ci sarà da aspettarsi dei periodi di ripensamento. Tuttavia, è da sottolineare che l'analisi "macro" fatta sei mesi fa è ancora valida e che probabilmente ci vorranno diversi anni prima che questo tema d'investimento si esaurisca.

Come investitori, bisogna cercare soprattutto quelle situazioni in cui si può investire per il lungo termine a prezzi bassi, ma senza rischiare troppo. Il concetto di rischio che si usa è quello della perdita del capitale, non della volatilità. La volatilità è inevitabile, e quindi serve relativamente a poco utilizzarla come definizione del rischio. La perdita del capitale, invece, può essere evitata tramite la decisione di investire solo in società che mostrano sia una certa solidità a livello di bilancio che un prezzo obiettivamente basso rispetto ai suoi fondamentali. Il rischio di sbagliare l'analisi di una singola società rimane, ma a sua volta può essere ridotto tramite la diversificazione.

In questo primo aggiornamento, si presenteranno dei dati che possono evidenziare lo sviluppo del mercato del salmone, per poi aggiornare l'analisi di due delle società seguite che hanno rilasciato i bilanci annuali nel periodo (Sanford e Tassal). Inoltre, si cercherà di dare un'idea di come calcolare un eventuale target price e si esaminerà il rischio di malattie negli allevamenti, sicuramente una preoccupazione importante per gli investitori nel settore.

## Il mercato norvegese del salmone

Come sarà evidente dalla **Figura 1**, che riporta l'andamento del Fish Pool Index TM dal 2006 al presente (aggiorna al 31/12/12 la **Figura 6** riportata a pagina 8 del Seafood Report), gli ultimi mesi hanno portato un miglioramento notevole rispetto ai livelli di sei mesi fa. Dalle 25 corone norvegesi (NOK) per chilo di allora, si è passati a più di 30 NOK a fine 2012, un aumento del 20% circa, e ben al di sopra della media per il 2012 di 26,20 NOK per chilo.

Questa ripresa interessante dei prezzi è sorprendente considerando l'aumento della produzione mondiale nel 2011 e 2012 (11,7% e 19,9% rispettivamente)<sup>1</sup>, per arrivare a un nuovo record storico. Il fatto è che per quanto ci può essere stato un forte aumento della produzione, la domanda sembra insaziabile, con certe regioni, come la Russia, che hanno aumentato i consumi per il 49% nel 2012, mentre l'UE, nonostante la crisi economica, ha aumentato i consumi del 19%. Questo fenomeno è indice del buon valore del salmone rispetto ad altre fonti di proteine, il che dovrebbe dare un supporto utile alle quotazioni Fish Pool nel prossimo periodo. Si considera anche che la crescita della produzione attesa per il prossimo biennio è a livelli contenuti (4% l'anno) e si ha la ragionevole speranza che il prezzo di 30 NOK per chilo sarà più un punto di supporto che non di resistenza (com'è stato negli ultimi 18 mesi). Il prezzo di 30 NOK al chilo equivale a 4,10 euro al chilo circa, un prezzo all'ingrosso che lascia ancora molto spazio per i margini della catena di valore che esiste tra produttori e consumatori (ad esempio, per l'affumicatura e per la distribuzione).

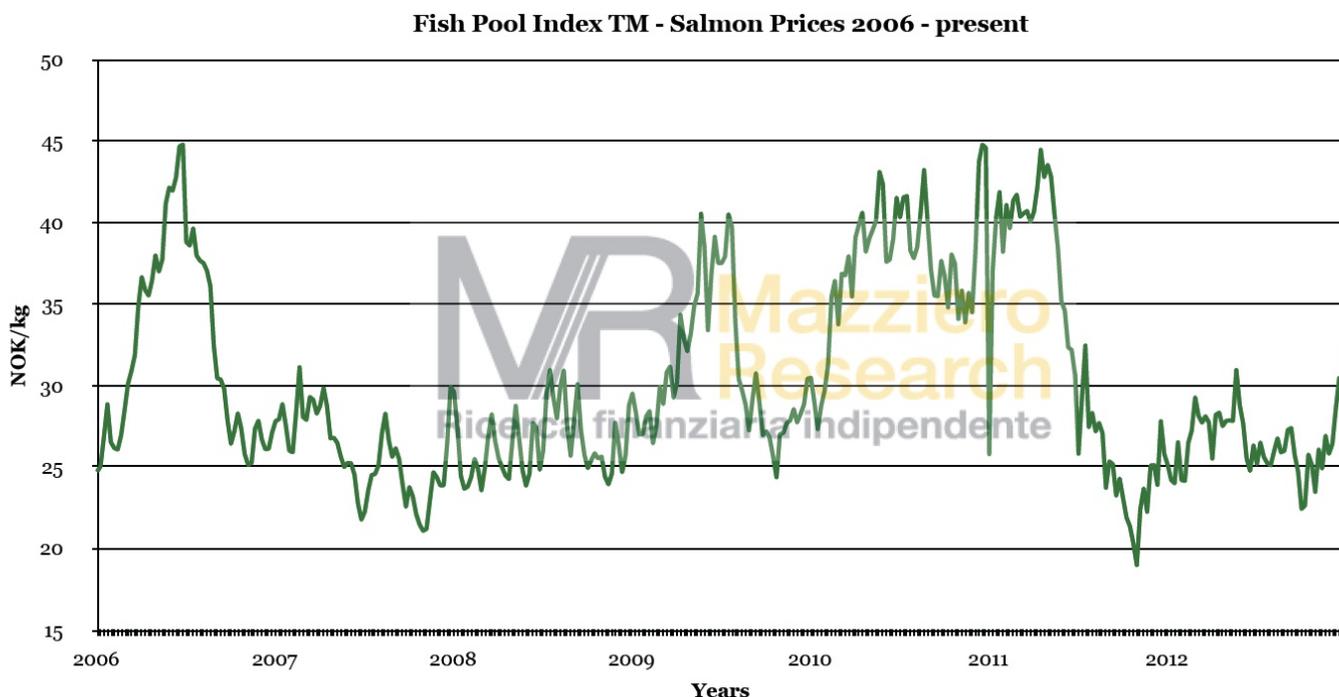


Figura 1: Andamento mercato del salmone 2006 - 2012  
Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati Fish Pool

<sup>1</sup> Le stime riportate in questa sezione sono di DNB Markets.

## Le società del settore

Considerando che i costi di produzione sono intorno a 25 NOK<sup>2</sup> al chilo per i produttori norvegesi, non dovrebbe sorprendere che il mercato abbia premiato le società del settore negli ultimi mesi.

Un livello di 30 NOK al chilo per il Fish Pool Index permette anche alle società più indebitate di produrre utili, e sono state soprattutto queste a risentire della ripresa in maniera positiva. Se si considera una società come [Grieg Seafood](#), esclusa dal report perché troppo indebitata, può sembrare il caso di “mordersi le mani” per aver perso una plusvalenza molto interessante. È utile, però, tornare ai principi che hanno ispirato le scelte delle società da includere nel report.

Investire in un tempo di crisi per un settore significa prendersi il rischio che quella crisi continui per un tempo più o meno lungo. Se la crisi durasse a lungo, le mani deboli (le società sovraindebitate come Grieg) si troverebbero a dover sperare nella buona volontà dei loro finanziatori. Nel nostro caso, i finanziatori hanno sostenuto l'industria durante l'ultimo anno, ma la domanda è: se il mercato non si fosse ripreso nel breve periodo, che ne sarebbe della società in cui abbiamo investito? Siccome nessuno può sapere quando una determinata crisi debba finire, è bene cercare di investire in quelle società che sono meno vulnerabili: questo, secondo la Mazziero Research, è una valida gestione del rischio. Ha anche la conseguenza che la ripresa verrà sentita in maniera minore, ma come si può notare dalla **Tabella 1**, il ritorno sulle società segnalate nel report è stato più che soddisfacente.

DATI IN VALUTA LOCALE	Marine Harvest	Austevoll Seafood	Bakkafrost	Sanford	Tassal
Prezzo 20/7/12	4.19	24.70	42.60	3.98	1.275
Prezzo 18/1/12	5.40	30.80	58.75	4.30	1.56
Differenza %	29%	25%	38%	8%	22%
Dividendi lordi accumulati (x azione)	0.00	0.00	0.00	0.14	0.04
Differenza (compresi dividendi) %	29%	25%	38%	12%	25%
Dividendo 2012 (x azione)	0.00	1.00	1.01	0.23	0.08
Rendimento lordo attuale	0.0%	3.2%	1.7%	5.3%	5.1%

Tabella 1: Performance società analizzate nel report luglio - presente  
Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati delle società e Bloomberg

<sup>2</sup> Stime più recenti di DNB Markets.

## Tassal

Il bilancio annuale di Tassal è al 30 giugno e quindi è stato rilasciato il bilancio 2012 dopo la pubblicazione del report. I risultati sono stati di tutto rispetto e in linea con le indicazioni della società per quanto riguarda il miglioramento dei flussi di cassa. Il quinquennio 2007 - 2011 sono stati dedicati al miglioramento ed espansione della capacità produttiva della società, attraverso una serie di investimenti molto impegnativi a livello di cassa. Il 2012 può essere definito l'anno in cui il beneficio di questi investimenti inizia a farsi vedere, non tanto a livello di utile netto (che rimane in linea con gli anni passati), ma quanto in termini di free cash flow (FCF - si veda la definizione nel glossario alla pag. 23 del report). Questo FCF ha superato AUD 20 milioni e dovrebbe dare via a un aumento dei dividendi nei prossimi anni. Il flusso di cassa negativo per il pagamento dei dividendi nel 2012 è stato meno di AUD 9 milioni, il che significa che è coperto più di due volte dal FCF. Anche se si ragiona soltanto sul mantenimento del dividendo 2012, questo rappresenta un rendimento superiore al 5% lordo, un livello che dovrebbe dare un supporto notevole al titolo (soprattutto considerando che i tassi d'interesse in Australia si stanno progressivamente riducendo).

La **Tabella 2** aggiorna la **Tabella 6** del report, tramite l'inclusione dei dati 2012 nel calcolo della media a 7 anni, nonché l'aggiornamento del prezzo a quello attuale. È confortante vedere il ritorno del Cash flow Index sopra il valore di 1 (si veda la spiegazione a pag. 20 del report), mentre è da notare che il rendimento da FCF è fortemente influenzato dagli investimenti effettuati negli ultimi anni. Prendendo in considerazione i dati del solo 2012, il rendimento da FCF è superiore al 9%, un livello ottimo se verrà mantenuto nel futuro.

A livello patrimoniale, i parametri esaminati sono praticamente invariati rispetto all'analisi iniziale. Inoltre, non ci sono segni di un incremento della partecipazione in Tassal da parte di Pacific Andes, un fattore evidenziato nel report (si veda pag. 21).

In conclusione, si può affermare che Tassal sta migliorando notevolmente sotto il profilo dei flussi di cassa, e siccome il multiplo prezzo/utili è ancora a dei livelli contenuti, rimane un investimento interessante.

<b>Tassal (TGR:AU)</b>	
<b>Calcoli basati su una media degli ultimi 7 anni (2006 - 2012) e un prezzo di 1.56 AUD per azione</b>	
<b>P/E</b>	8.76
<b>Earnings yield</b>	11.42%
<b>Dividend yield</b>	3.71%
<b>FCF Yield</b>	-2.67%
<b>Cashflow Index *</b>	1.13
* Operating Cashflow / Net Income	
<b>Indicatori di stabilità patrimoniale (30/06/2012)</b>	
<b>Interest Cover</b>	4.9
<b>Current Ratio</b>	2.57
<b>Net Tangible Assets per Share (AUD)</b>	1.75
<b>Gearing (Gross Tangible Assets) *</b>	43%
* Total Liabilities / Tangible Assets	
Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati della società	

Tabella 2: Dati essenziali - Tassal

### Tassal Earnings & Dividends

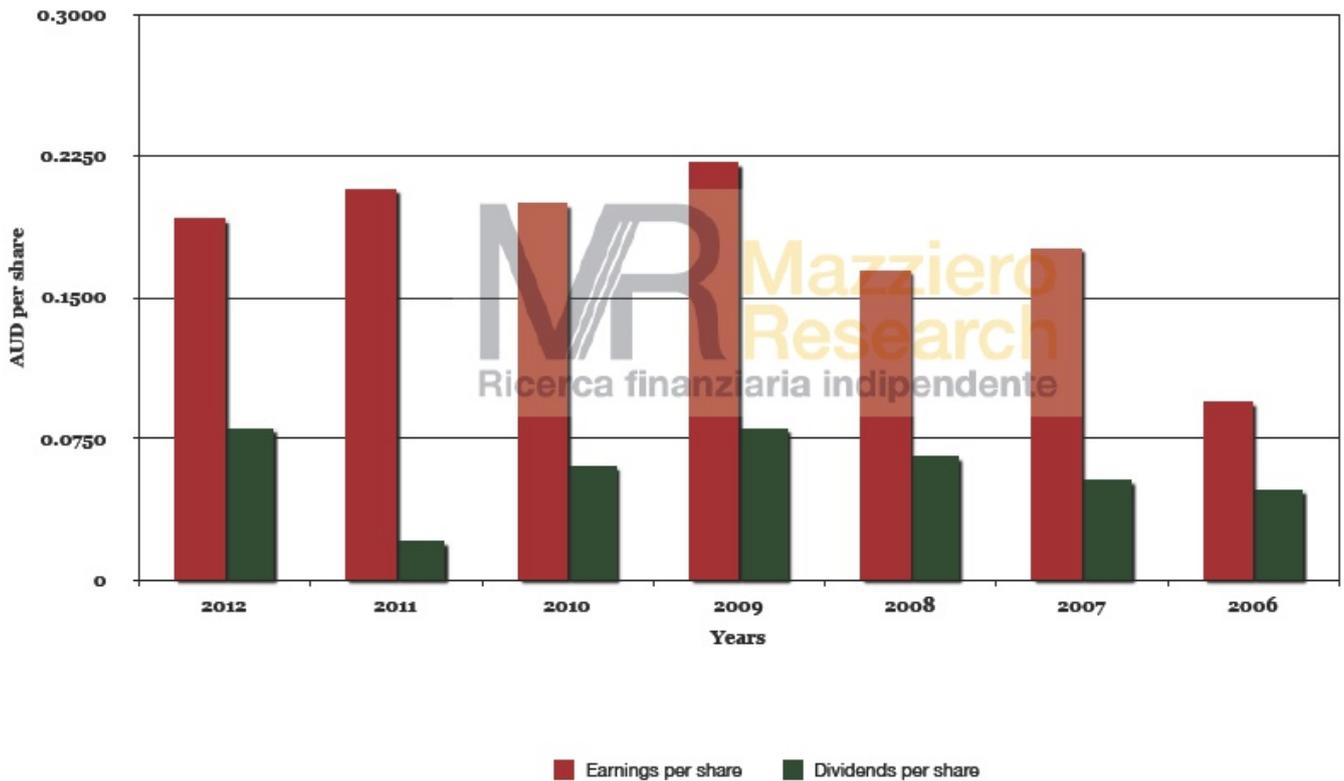


Figura 2: Andamento utili e dividendi - Tassal  
 Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati della società

### Sanford Earnings & Dividends

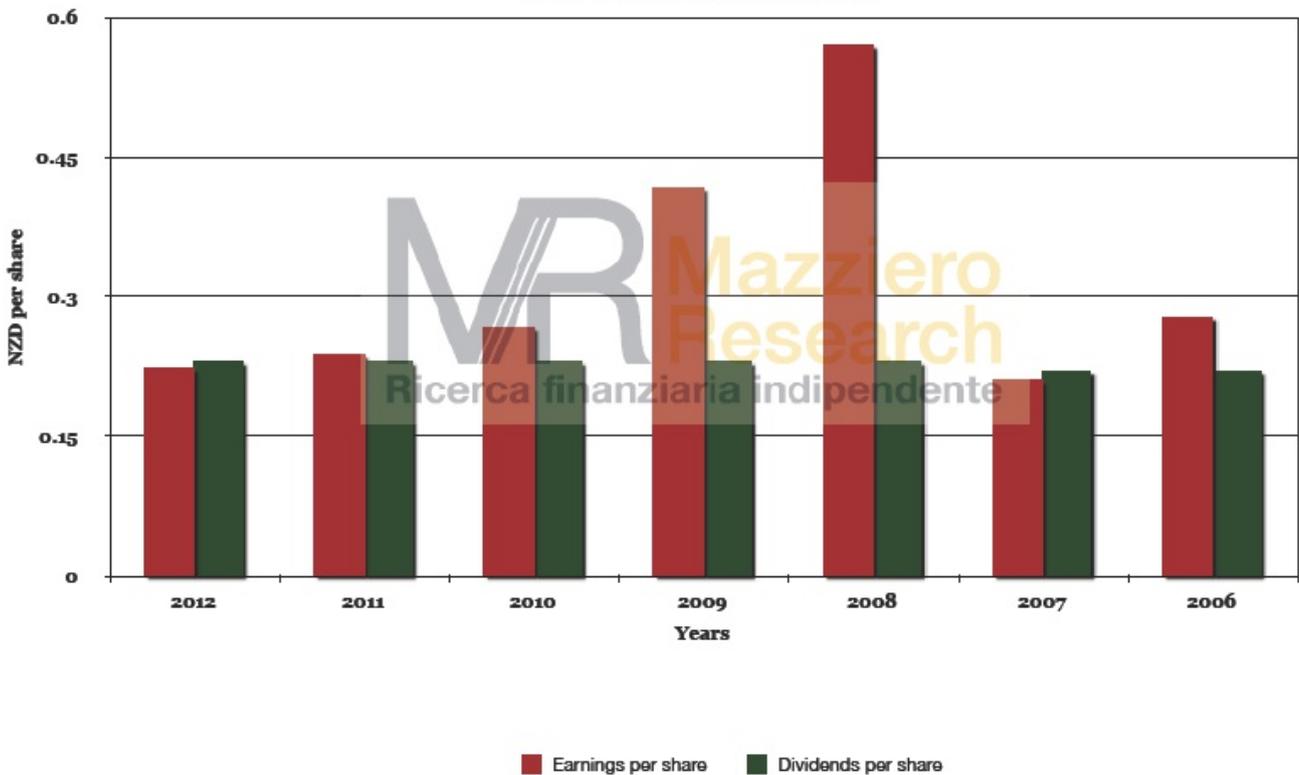


Figura 3: Andamento utili e dividendi - Sanford  
 Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati della società

## Sanford

Sanford chiude il bilancio al 30 settembre e quindi abbiamo dati rilasciati poco tempo fa per aggiornare le considerazioni su questa società.

La flessione degli utili evidente negli ultimi anni è purtroppo continuata nel 2012 e si ha l'impressione che la società si trova ancora in acque torbide a causa sia del mercato difficile per alcuni dei suoi prodotti, sia per le difficoltà giudiziarie a causa dell'arresto di due delle sue navi nella Samoa Americana. Queste situazioni si stanno risolvendo apparentemente, ma avranno impegnato notevolmente il management, in un momento in cui si deve ancora completare l'integrazione dell'acquisizione di Pacifica Seafoods nel 2011.

È da notare la decisione di mantenere invariato il dividendo per il 2012, portando la copertura del dividendo sotto il livello di 1 (si veda **Figura 4**). Questo rapporto si ottiene dividendo gli utili per il dividendo; un rapporto sotto 1 significa che il dividendo pagato è superiore agli utili, il che è una situazione non sostenibile nel lungo termine. Nel breve, un rendimento lordo intorno al 5% manterrà un certo supporto per la società, ma un eventuale taglio sarà inevitabile se la redditività della società non migliora nel breve/medio periodo.

Ai fattori di incertezza analizzati sopra, si aggiunge il fatto che i multipli della società sono ormai fuori da una zona di buon valore (si veda la **Tabella 3**), il che consiglia prudenza nell'effettuare acquisti del titolo finché lo scenario non migliora.

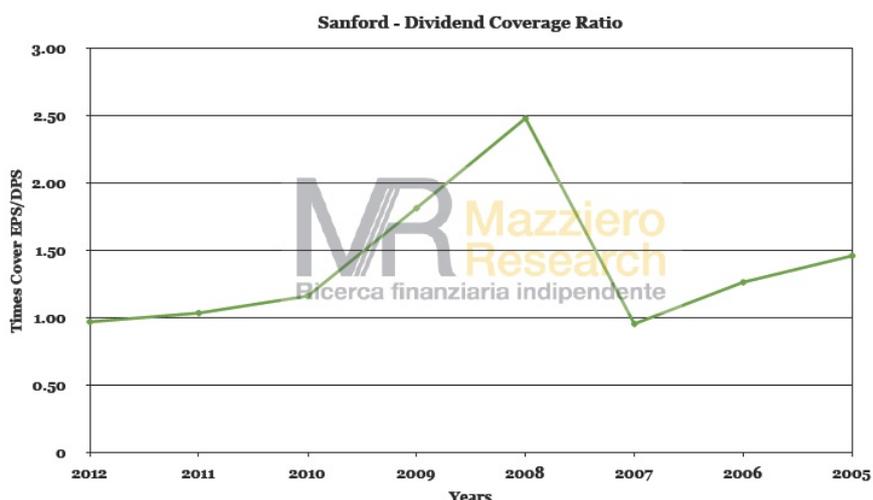


Figura 4: Rapporto utili/dividendi - Sanford  
Elaborazione Mazziero Research su dati della società

Sanford (SAN:NZ)	
<b>Calcoli basati su una media degli ultimi 7 anni (2006 - 2012) e un prezzo di 4.30 NZD per azione</b>	
P/E	13.62
Earnings yield	7.34%
Dividend yield	5.28%
FCF Yield	6.77%
Cashflow Index *	1.34
* Operating Cashflow / Net Income	
<b>Indicatori di stabilità patrimoniale (30/09/2012)</b>	
Interest Cover	3.16
Current Ratio	2.10
Net Tangible Assets per Share (NZD)	0.63
Gearing (Gross Tangible Assets) *	79%
* Total Liabilities / Tangible Assets	

Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati della società

Tabella 3: Dati essenziali - Sanford

## Quale *target price*?

Avendo maturato una certa plusvalenza in questi investimenti, è lecito domandarsi quando si dovrebbe vendere. Stabilire un "target price" è ovviamente più un'arte che una scienza (un po' come tutto il mondo dell'investimento, dato che si ragiona su ciò che avverrà in futuro!), ma una linea guida può essere data dai multipli per azione presentati nelle schede che riportano i dati essenziali delle singole società.

Per capire bene come fare questo tipo di valutazione, mettiamo sotto la lente il famoso rapporto P/E (price/earnings o prezzo/utili). Il rapporto viene calcolato dividendo il prezzo del titolo azionario per gli utili per azioni. Prendiamo l'esempio di Tassal:

**Prezzo attuale: 1,56 AUD per azione**

**Utili 2012: 0,1911 AUD per azione**

**Rapporto prezzo/utili: 8,16**

**Utili in media 2006 - 2012: 0,1781 AUD per azione**

**Rapporto prezzo/utili (media 7 anni): 8,76**

Se accettiamo che è ragionevole pagare 8 - 9 volte gli utili per questa società, quale potrebbe essere un livello troppo alto? [Benjamin Graham](#) stabilì che un livello di 16 probabilmente scontava già fin troppe buone notizie per un titolo azionario e quindi consigliava di vendere intorno a quel livello. Per Tassal, 16 volte gli utili (media a 7 anni) è:

**0,1781 x 16 = 2,85.**

Questo non vuole dire che prevediamo un prezzo di 2,85 per azione per la Tassal, ma indica quello che potrebbe essere un livello troppo alto considerando i fondamentali di oggi.

L'insidia che si nasconde in una visione troppo semplicistica della valutazione basata sui rapporti prezzo/utili è che non è detto che il rapporto di 16 si ottenga esclusivamente attraverso un aumento del prezzo del titolo. È assolutamente possibile che il rapporto di 16 si ottenga attraverso una compressione degli utili, ad esempio:

**0,10 x 16 = 1,60.**

Quindi, una riduzione degli utili può portare il rapporto P/E a un livello di 16 senza che il titolo si muova!

La risposta a questa difficile valutazione è di cercare quelle società che non solo si presentano con un livello P/E basso, ma che offrono anche delle (ragionevoli) buone prospettive. È più raro trovarle di quanto non si pensi.

Il punto principale da considerare è che finché si hanno in portafoglio titoli di aziende che stanno dando un rendimento interessante (e Tassal è sicuramente una di queste), perché bisognerebbe venderle? Per reinvestire i soldi in titoli di stato che rendono niente e che nascondono tutte le problematiche che sono in prima pagina dei giornali da un paio di anni? A voi la risposta. Da parte nostra, teniamo sotto controllo la situazione di queste aziende nel tempo, cercando di intuire il momento per realizzare l'investimento.

## **Rischio malattie**

Soprattutto per le società coinvolte nell'allevamento di pesce, il rischio di malattie è tra le principali preoccupazioni per l'investitore. L'evento più clamoroso in questo senso è stato l'epidemia di ISA (Infectious Salmon Anaemia) che ha colpito l'industria cilena nel 2007. Ci sono anche casi di AGD (Amoebic Gill Disease), una malattia che colpisce gli allevamenti quando le temperature sono più elevate. Negli ultimi tempi, ci sono stati casi di AGD sia in Australia che in Norvegia.

Il punto più importante da ricordarsi è che l'industria è molto regolamentata nei paesi sviluppati ed esistono le risorse per combattere/isolare il fenomeno qualora si dovesse manifestare. All'interno del paniere dei titoli esaminati, la decisione di suggerire l'acquisto di Austevoll e di Tassal è stata motivata sia dal loro buon valore, sia dal fatto che offrono una diversificazione geografica notevole. Un eventuale crisi provocata da malattie negli allevamenti per una delle due società avrebbe quasi sicuramente un effetto positivo sull'altra (grazie all'aumento delle quotazioni in seguito al calo della produzione proveniente dalla zona colpita).

Coprirsi totalmente da questo rischio risulta assolutamente impossibile, ma almeno risulta possibile ridurlo in maniera sensibile.

## **Conclusione**

Nel prossimo aggiornamento, si avrà modo di esaminare l'andamento delle altre società seguite, dato che verranno pubblicati i risultati 2012 nei prossimi mesi. La nostra ricerca continuerà anche nei confronti di nuove società su cui investire, sebbene ci si trovi spesso davanti a gruppi come Pacific Andes (l'azionista di riferimento di Tassal) che presentano notevoli complessità di valutazione. È opinione di chi scrive che la scelta di Austevoll e Tassal rimane valida, anche per acquisti con i prezzi ai livelli attuali. Mettendo un livello massimo di rapporto P/E (calcolato sulla media a 7 anni) si ricava un prezzo limite di 30 NOK per Austevoll e 1,75 AUD per Tassal. Chiaramente, qualsiasi cambiamento di visione su questi titoli (o l'eventuale segnale di vendita) verrà comunicato tempestivamente.

## **Bibliografia**

Seafood Weekly - DNB Markets - 4 gennaio 2013

## **Disclosure**

L'autore detiene per sè o per i suoi familiari i seguenti titoli menzionati:

Austevoll Seafood  
Tassal

## **Disclaimer / Avvertenze**

Le analisi fornite in questo report sono state preparate con la massima cura da parte dell'autore. Tuttavia, in esse risultano dei dati in parte approssimativi a causa della necessità di stimare alcuni parametri per permettere una comparazione tra i titoli. Sebbene l'autore ritiene di aver presentato dati sostanzialmente fedeli alla realtà, non è possibile escludere completamente che siano stati commessi degli errori di calcolo. In generale, gli investitori dovrebbero scegliere titoli adatti al loro profilo di rischio e dovrebbero valutare eventuali acquisti solo dopo aver ben compreso i rischi.

Questo report non può considerarsi né una sollecitazione all'investimento, né una consulenza personalizzata in materia d'investimento.

MAZZIERO RESEARCH – Copyright ©2013 – Tutti i diritti riservati

