

***Seafood Report***  
***Aggiornamento 2***  
***Settembre 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>La produzione ittica a livello mondiale</b>	<b>4</b>
<b>Il mercato norvegese del salmone</b>	<b>6</b>
<b>Marine Harvest</b>	<b>7</b>
<b>Austevoll</b>	<b>7</b>
<b>Bakkafrost</b>	<b>8</b>
<b>Tassal</b>	<b>9</b>
<b>Conclusione</b>	<b>11</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>12</b>
<b>Disclosure - Disclaimer - Avvertenze</b>	<b>12</b>

## Introduzione

A distanza di un anno e un mese dal lancio del Seafood Report, si può dire che questo studio ha funzionato bene a livello teorico e che la scelta dei singoli titoli è stata azzeccata, soprattutto nel caso di Tassal, che risulta la società con la performance migliore del paniere analizzato (si veda la **Tabella 1**). Tuttavia, bisogna notare che i rendimenti in valuta locale devono essere decurtati dall'effetto del rafforzamento dell'euro durante gli ultimi mesi.

L'investimento in Tassal sembra essere maturo, almeno per il momento, dopo l'importante rialzo di oltre il 130% (contando i dividendi) in valuta locale; la posizione che l'autore di questo report aveva è stata chiusa recentemente (si veda il commento su Tassal sotto).

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 30/8/13	5.685	33.30	76.75	4.60	2.93
Differenza %	36%	35%	80%	16%	130%
Dividendi lordi accumulati (x azione)	0.10	1.20	2.00	0.23	0.085
Differenza (compresi dividendi) %	38%	40%	85%	21%	136%
Dividendo 2013 (x azione)	0.10	1.20	2.00	0.23	0.085
Rendimento lordo attuale	1.8%	3.6%	2.6%	5.0%	2.9%

Tabella 1: Performance società analizzate nel report luglio 2012 - presente  
Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati delle società e Bloomberg

## La produzione ittica a livello mondiale

I dati sui prodotti ittici a livello mondiale per il 2011 sono stati rilasciati dalla FAO e quindi si aggiornano alcuni dei grafici presentati nello studio iniziale. La **Figura 2** presenta la pesca da stock selvaggi, dove è evidente un forte balzo dei volumi nel 2011, per un totale non lontano dai massimi degli anni '90. Anche la produzione ittica da acquacultura (**Figura 3**) ha segnato il solito rialzo rispetto all'anno precedente; un trend innegabile a livello mondiale. A livello complessivo, si segnala che il 2011 è stato un anno in cui la produzione complessiva di prodotti ittici è aumentata quasi del 6% rispetto all'anno precedente (**Figura 1**), un indice potente delle dinamiche che stanno cambiando l'alimentazione a livello mondiale. Non ci si aspettava l'aumento della produzione da stock selvaggi, ma il panorama generale presentato nel report un anno fa non è mutato.

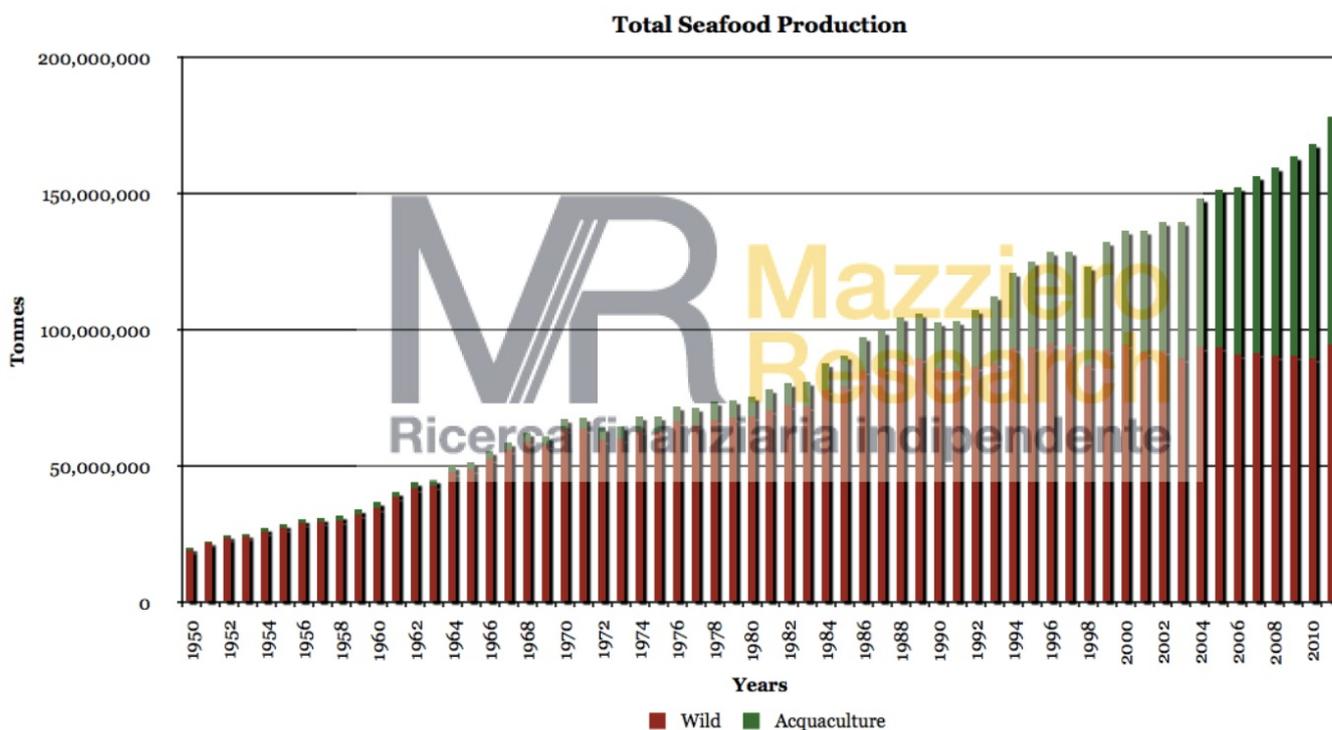


Figura 1: Produzione ittica mondiale 1950 - 2011  
Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati FishStat (FAO)

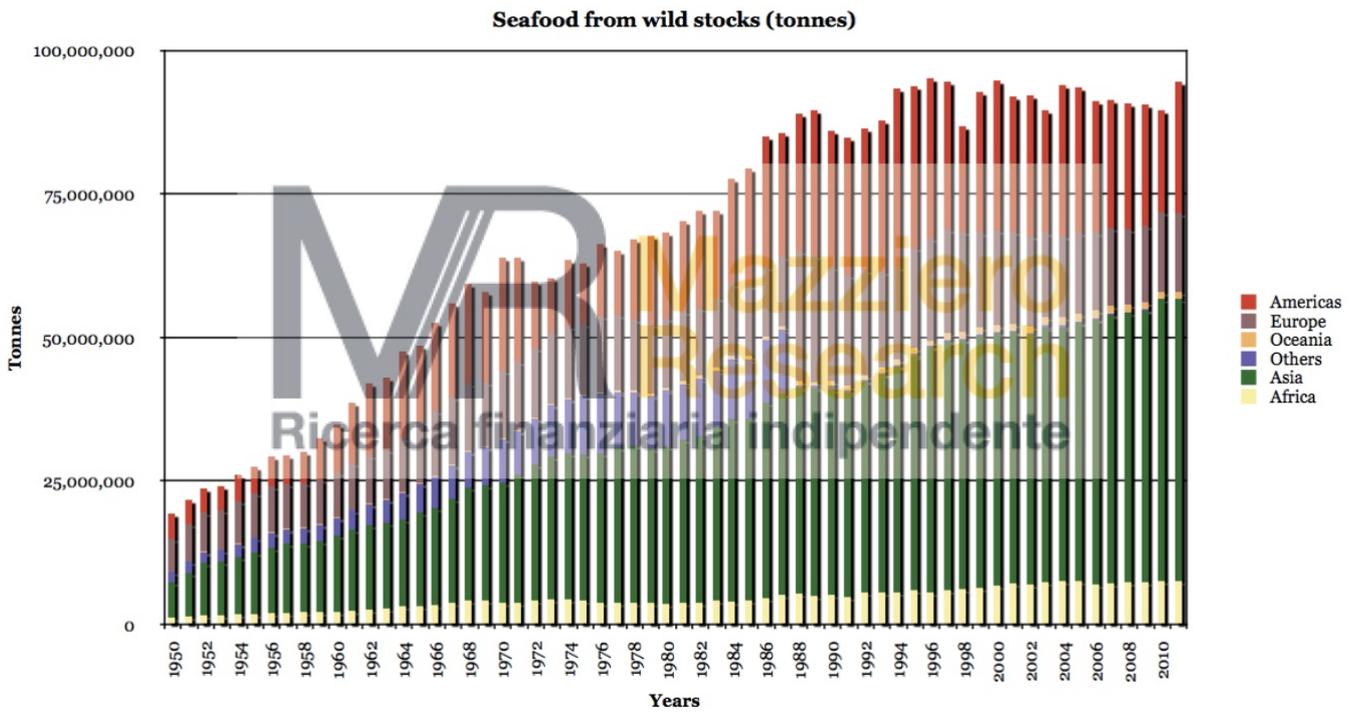


Figura 2: Pesca da stock selvaggi 1950 - 2011  
 Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati FishStat (FAO)

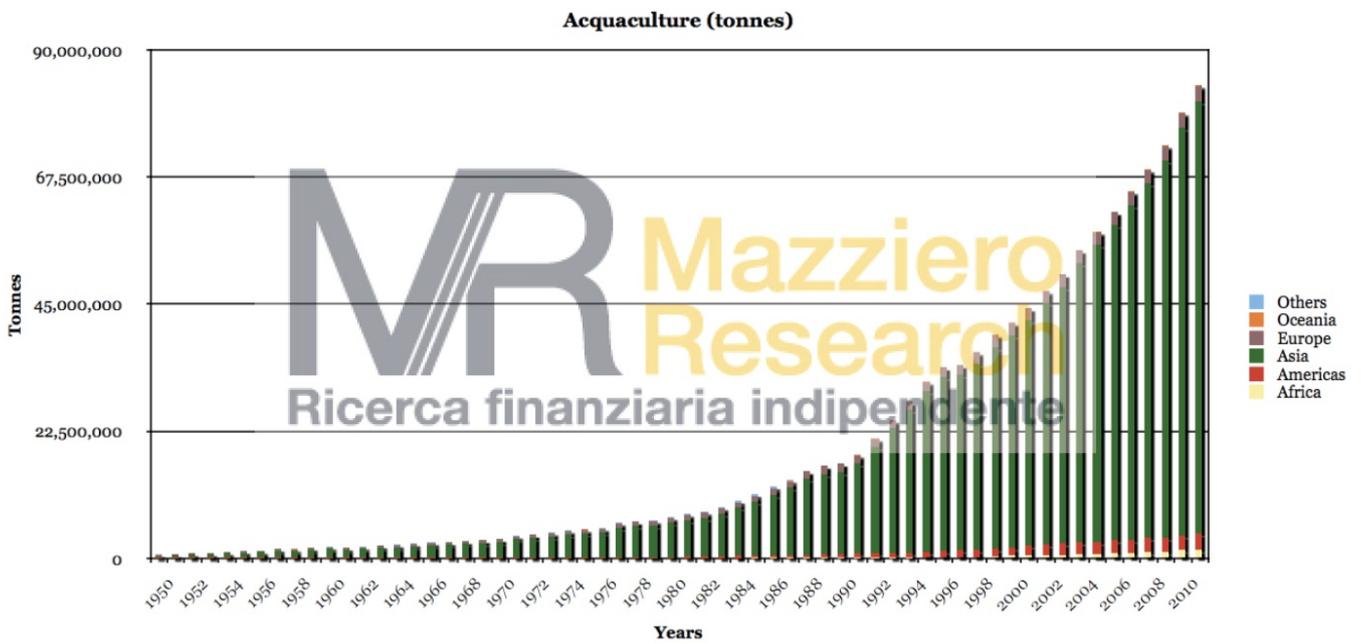


Figura 3: Produzione ittica da acquacultura 1950 - 2011  
 Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati FishStat (FAO)

## Il mercato norvegese del salmone

La **Figura 4** riporta l'andamento del Fish Pool Index TM dal 2006 al presente (aggiornata al 33° settimana del 2013). Sarà ben evidente che le quotazioni del salmone sono tornate in una zona che permette a tutte le società di generare alti margini. Tuttavia, ci si aspetta una crescita della produzione mondiale pari ad appena il 2,6% nel 2013 e 4,4% nel 2014. Il motivo per cui non si dovrebbe assistere a un aumento vertiginoso della produzione è che la capacità norvegese, con la struttura attuale delle licenze, è già al limite. Anche in Cile, i produttori sono più cauti attualmente a causa dei timori per una ripresa delle malattie che hanno colpito il mercato qualche anno fa (il tasso di mortalità negli allevamenti cileni è in forte aumento ultimamente).\*

Dal lato della domanda, i prezzi alti evidenti nella **Figura 4** fanno pensare che il meglio che ci si possa aspettare sia un assestamento intorno ai livelli attuali (DNB segnala alcuni segnali di un rallentamento della domanda ultimamente). In ogni caso, non si intravedono motivi per un crollo dei prezzi com'è avvenuto nel 2011/12 a causa dell'espansione della produzione.

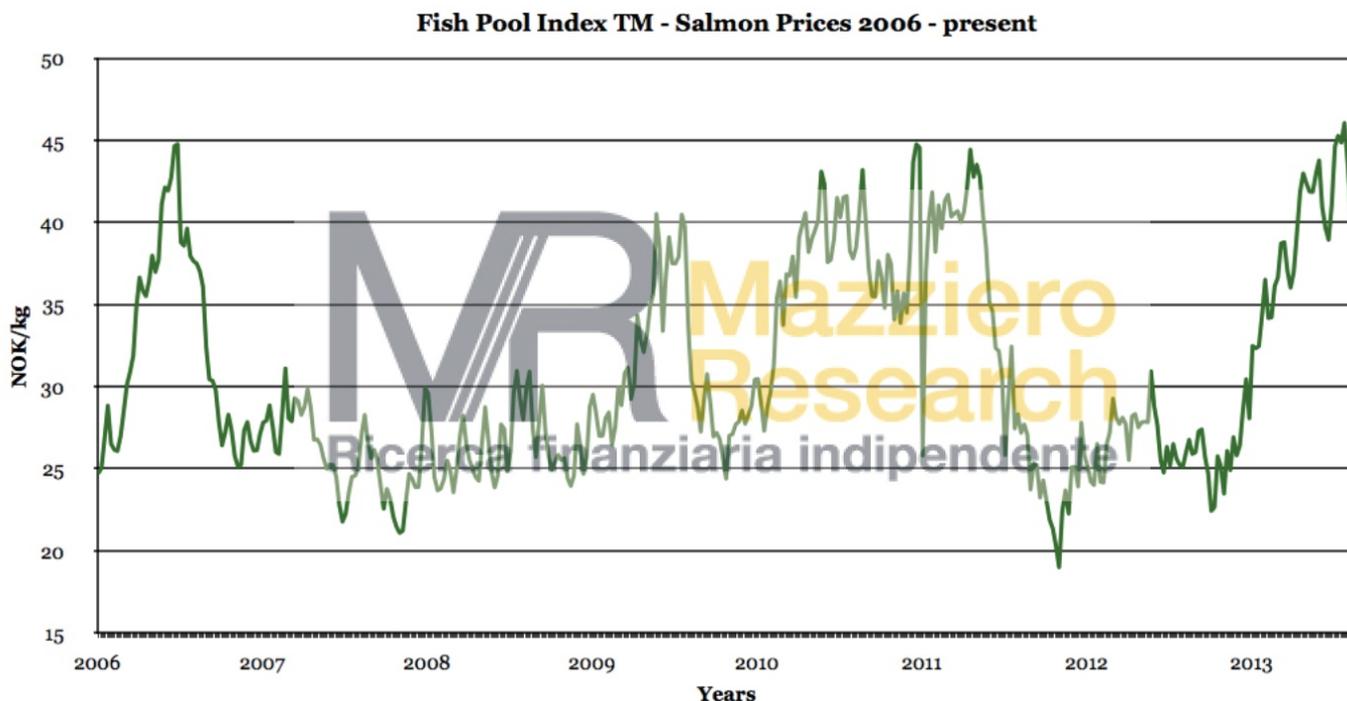


Figura 4: Andamento mercato del salmone 2006 - presente

Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati Fish Pool

\* Stime DNB Markets (Seafood Weekly 23/08/2013)

## Marine Harvest

L'analisi di Marine Harvest è sostanzialmente la stessa di un anno fa. Ci si riscontra sempre un premio riconosciuto dal mercato per questo titolo rispetto alla media del settore. Una spiegazione potrebbe essere derivante al premio di riconoscibilità legato alle maggiori dimensioni della società rispetto alle altre, che a sua volta attira l'attenzione degli analisti finanziari. I dati ThompsonReuters indicano che 13 analisti seguono Marine Harvest, rispetto a 5 per Austevoll, 7 per Bakkafrøst, 3 per Sanford e 6 per Tassal. Si continua a consigliare di puntare su altri titoli del settore che offrono un valore maggiore.

## Austevoll

I risultati per il 2012, rilasciati nel mese di febbraio, evidenziano una leggera crescita rispetto ai livelli del 2011 (si veda la **Figura 5**). Tuttavia, è da notare che la società si è rivelata molto più stabile in un anno in cui diversi altri operatori del settore hanno visto un forte calo della redditività (ad esempio, Marine Harvest), oppure un anno di forti perdite (ad esempio, Grieg Seafood). Come osservato inizialmente nel report, Austevoll ha il beneficio di essere una società ben diversificata, con attività importanti anche nella produzione di farina e olio di pesce (33% dell'EBIT nel 2012) che controbilancia l'attività di allevamento del salmone (73% dell'EBIT nel 2012).

L'EBIT negativo prodotto da altri settori in cui opera la società ha creato le condizioni giuste per un consolidamento, soprattutto per quanto riguarda la pesca pelagica nel Nord Atlantico; nel mese di agosto è stata annunciata la creazione di una nuova società insieme a un concorrente (Kvefi AS) in cui confluiranno le rispettive attività delle due società nel Nord Atlantico (produzione di farina e olio di pesce, nonché pesce per consumo umano). Una delle forze di Austevoll sta proprio nella flessibilità data dalla solidità della situazione patrimoniale della società, nonché dal controllo familiare che permette di programmare lo sviluppo della società per il lungo termine.

Considerando il valore ancora piuttosto contenuto per la società (si veda la **Tabella 2**), un eventuale ritorno intorno a 30 corone potrebbe offrire di nuovo un'ottima occasione per effettuare acquisti.

Austevoll Seafood (AUSS:NO)	
<b>Calcoli basati su una media degli ultimi 8 anni (2005 - 2012) e un prezzo di 33,30 NOK per azione</b>	
P/E	11.53
Earnings yield	8.68%
Dividend yield	1.50%
FCF Yield	7.43%
Cashflow Index *	1.47
* Operating Cashflow / Net Income	
<b>Indicatori di stabilità patrimoniale (31/12/2012)</b>	
Interest Cover	3.83
Current Ratio	2.38
Net Tangible Assets per Share (NOK)	16.23
Gearing (Gross Tangible Assets) *	74%
* Total Liabilities / Tangible Assets	
Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati della società	

Tabella 2: Dati essenziali - Austevoll

### Austevoll Earnings & Dividends

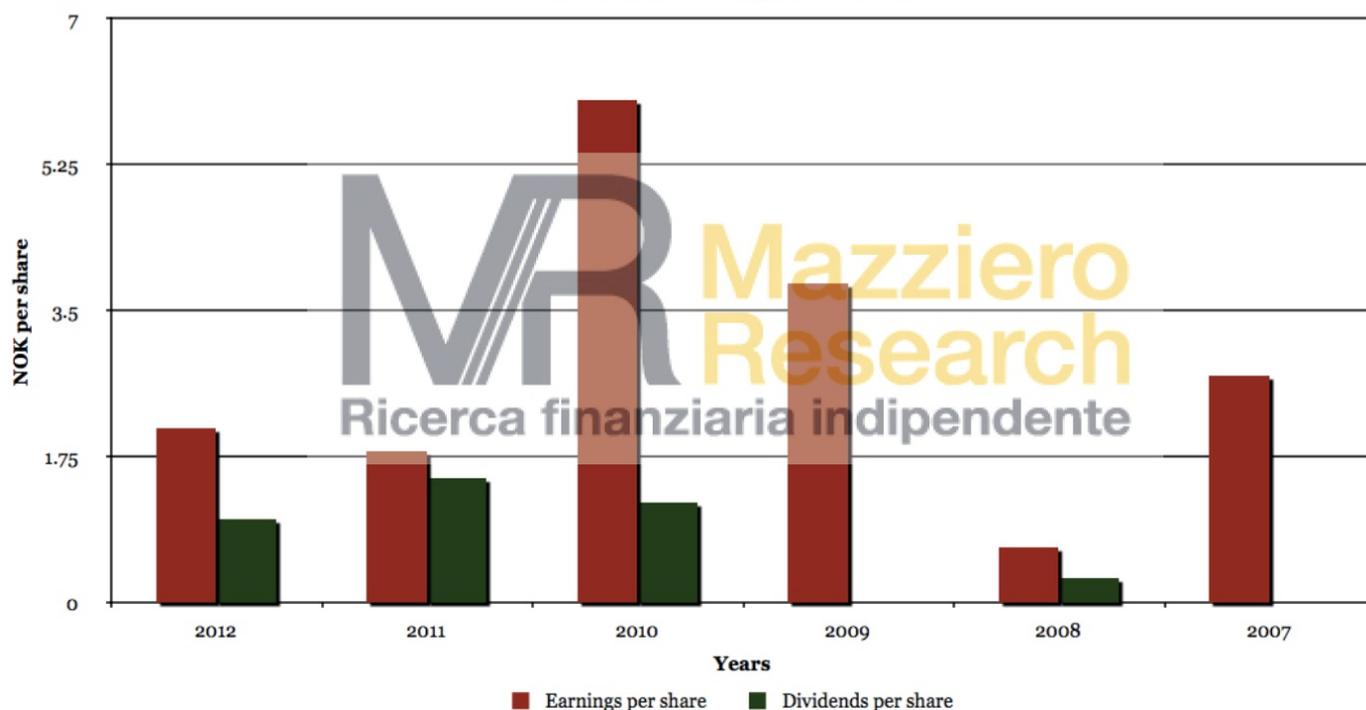


Figura 5: Andamento utili e dividendi - Austevoll  
Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati della società

## Bakkafrost

Le preoccupazioni per la forte espansione della società avvenuta negli ultimi anni sono state smentite dalla buona amministrazione della società, almeno nel breve periodo. Anche l'eventuale spinta verso una leva finanziaria più alta guidata dal socio di riferimento Salmar non è avvenuta (Bakkafrost, nell'opinione dell'autore e evidenziato dalla **Tabella 3**, mantiene la solidità patrimoniale migliore del paniere esaminata). Infatti, Salmar, inizialmente esclusa dal report a causa della sua leva finanziaria, pare aver imparato la lezione del sovraindebitamento e ha aumentato notevolmente il suo patrimonio netto negli ultimi 18 mesi. Una parte di questo rafforzamento è avvenuto grazie alla parziale cessione della quota che deteneva in Bakkafrost, che è passata dal 25 al 15% circa.

Un'eventuale calo delle quotazioni di queste due società (Bakkafrost e Salmar) potrebbe offrire un'occasione di acquisto per il medio termine.

Bakkafrost (BAKKA:NO)	
<b>Calcoli basati su una media degli ultimi 7 anni (2006 - 2012), eccetto calcoli basati sui flussi di cassa (5 anni 2008 - 2012), e un prezzo di 76,75 NOK per azione</b>	
P/E	11.01
Earnings yield	9.09%
Dividend yield	1.29%
FCF Yield	4.22%
Cashflow Index *	1.43
* Operating Cashflow / Net Income	
<b>Indicatori di stabilità patrimoniale (31/12/2012)</b>	
Interest Cover	14.76
Current Ratio	4.32
Net Tangible Assets per Share (NOK)	19.84
Gearing (Gross Tangible Assets) *	57%
* Total Liabilities / Tangible Assets	
Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati della società	

Tabella 3: Dati essenziali - Bakkafrost

## Tassal

Come già accennato, l'autore di questo report ha recentemente chiuso la propria posizione in questo titolo. Il rialzo è stato importante nell'ultimo periodo e, a livello fondamentale, la valutazione della società ha raggiunto un livello vicino a 16 volte gli utili, in linea con la media degli ultimi anni (si veda la **Tabella 4**). Siccome un valore maggiore può essere ottenuto altrove nel settore e, forse, ci si dovrebbe aspettare un rallentamento della salita del titolo, è consigliabile realizzare il guadagno derivante da questo investimento.

Alla luce dei risultati per il 2013 (l'anno fiscale di Tassal chiude il 30 giugno), rilasciati nella seconda metà di agosto, si può evidenziare come la strategia fondamentalmente diversa rispetto alle altre player internazionali abbia dato i suoi frutti (si veda la **Figura 6**). La decisione di Tassal di slegarsi dall'andamento dei prezzi mondiali del salmone, per concentrarsi sulla produzione di prodotti a valore aggiunto e la loro vendita nel mercato domestico australiano, è stata più che azzeccata. Infatti, i dubbi espressi in passato sulla produzione in eccedenza rispetto ai consumi locali (si veda la pagina 19 del report), sono stati ampiamente smentiti dal fatto che Tassal ha dovuto importare del salmone per fare fronte alla domanda domestica.

I risultati 2013 hanno fornito anche un motivo per una nuova preoccupazione legato al calo della quantità di pesce negli allevamenti della società. Le note del bilancio rivelano che, nonostante il valore sempre più alto per il pesce negli allevamenti Tassal, il peso complessivo di questo pesce è in forte calo da un paio d'anni (si veda la **Figura 7**). L'aumento del valore è dovuto alle regole contabili che governano le attività agricole, ma il fenomeno del calo della quantità del pesce non è ben spiegato e mal si sposa con l'impostazione generale di Tassal verso la crescita della produzione nei prossimi anni. Una possibile spiegazione è legata al ciclo della "raccolta" del pesce, che forse avviene con un certo anticipo rispetto a qualche anno fa, grazie a nuovi metodi di produzione che hanno lo scopo di limitare il diffondersi di malattie tra i pesci più grandi. Sarà opportuno monitorare questo aspetto prima di valutare un nuovo ingresso sul titolo.

L'ipotesi della scalata da parte di Pacific Andes (si veda pagina 21 del report) sembra improbabile per il momento a causa delle difficoltà in cui si trova questo azionista.

<b>Tassal (TGR:AU)</b>	
<b>Calcoli basati su una media degli ultimi 7 anni (2007 - 2013) e un prezzo di 2.93 AUD per azione</b>	
<b>P/E</b>	14.99
<b>Earnings yield</b>	6.67%
<b>Dividend yield</b>	2.21%
<b>FCF Yield</b>	0.75%
<b>Cashflow Index *</b>	1.14
* Operating Cashflow / Net Income	
<b>Indicatori di stabilità patrimoniale (30/06/2013)</b>	
<b>Interest Cover</b>	7.66
<b>Current Ratio</b>	2.98
<b>Net Tangible Assets per Share (AUD)</b>	1.88
<b>Gearing (Gross Tangible Assets) *</b>	41%
* Total Liabilities / Tangible Assets	
Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati della società	

Tabella 4: Dati essenziali - Tassal

### Tassal Earnings & Dividends

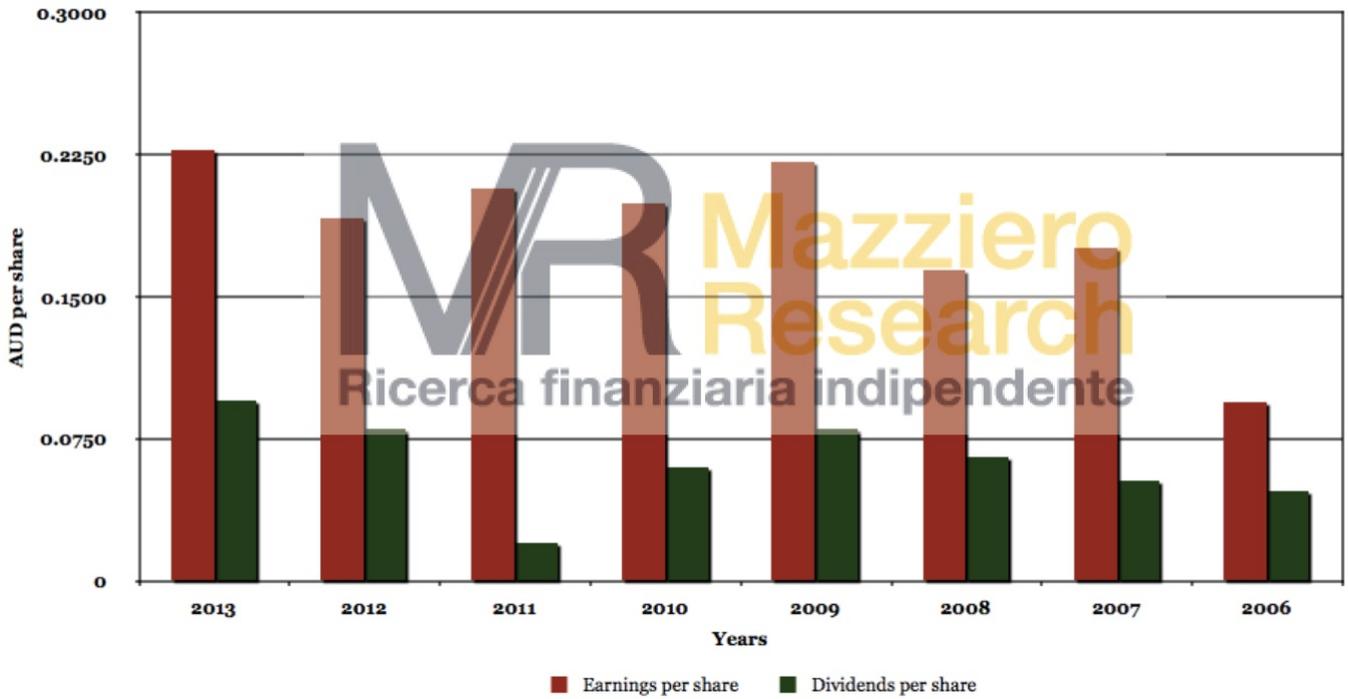


Figura 6: Andamento utili e dividendi - Tassal  
 Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati della società

### Biological Assets

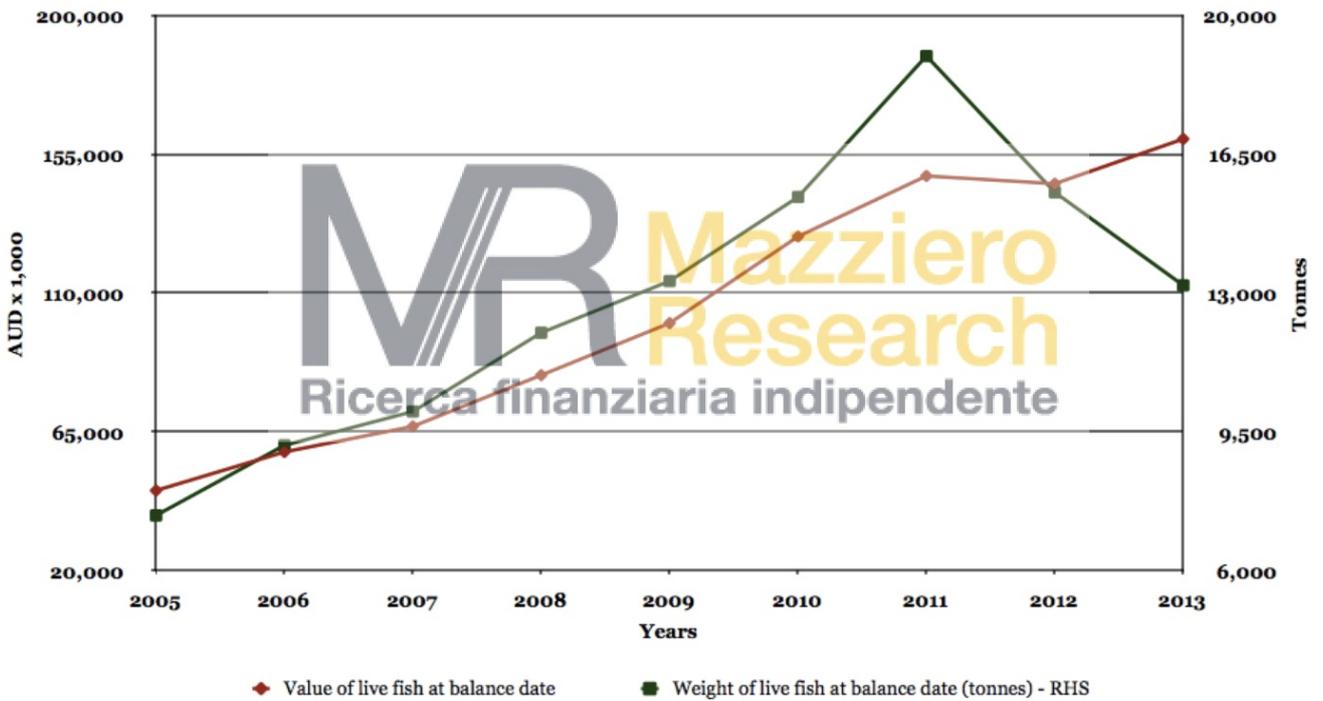


Figura 7: Andamento attività biologiche - Tassal  
 Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati della società

## **Conclusione**

Il settore ittico continua a presentare un buon valore per alcune delle aziende esaminate in questa ricerca e l'analisi "macro" del possibile sviluppo futuro per il mondo della pesca e per i consumi umani di questa risorsa importantissima rimane sempre valida. Affermare, però, che un'azienda (o un intero settore) abbia delle buone prospettive è una considerazione distinta dal valutarla una buona occasione d'investimento.

Prendendo la società Tassal come esempio: quando si è entrati più di un anno fa, il prezzo che si pagava era talmente basso che l'occasione d'investimento era chiara. Ormai, questo prezzo è salito, i multipli per azione hanno avuto una forte espansione e quindi si è deciso di uscire. Il prezzo sconta già molte buone notizie; non è detto che il titolo non salga ancora, ma tutto sommato è meglio prendersi una pausa ed esaminare eventuali altre occasioni che si presenteranno.

In attesa di nuove opportunità sul settore, segnaliamo ai lettori che l'offerta iniziale dello studio comprendeva due aggiornamenti; con questo numero il servizio può ritenersi completato.

## **Bibliografia**

Seafood Weekly - DNB Markets - 23 agosto 2013

## **Disclosure**

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

Austevoll Seafood

## **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

