

Seafood Report
Luglio 2012

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 ©2012 – Tutti i diritti riservati. Vietata la diffusione e la riproduzione anche citando la fonte senza esplicita autorizzazione.

Indice

Introduzione	3
L'andamento della pesca negli ultimi 60 anni	5
L'occasione d'investimento	7
Il mercato norvegese del salmone	9
Marine Harvest	10
Austevoll Seafood	12
Bakkafrost	14
Sanford	16
Tassal	18
Una nota sul rischio cambio	22
Conclusione	22
Glossario	23
Bibliografia	24
Disclosure - Disclaimer - Avvertenze	25

Introduzione

In questo studio si vuole evidenziare un'occasione potenziale d'investimento nel settore del seafood, ovvero la produzione di prodotti ittici in genere. Questo settore comprende la produzione di pesce d'allevamento, di molluschi di vari specie e anche, per estensione, i produttori di mangimi per gli allevatori.

Perché il seafood?

L'ispirazione per lo studio è stata la convinzione dell'autore, maturata attraverso lo studio delle istituzioni mondiali a tutela della pesca, nonché varie altre fonti, che le risorse ittiche nel mondo siano molto spesso sfruttate in modo insostenibile. Questo fatto, che verrà evidenziato in seguito, ha creato la necessità per l'uomo di diventare un "agricoltore" del mare, nello stesso modo in cui è agricoltore per quasi tutto il resto dei suoi alimenti. Jacques Cousteau ha commentato che: "Invece di essere cacciatori, dobbiamo seminare il mare e fare pascolare i suoi animali come farebbe un agricoltore. Questa è la definizione della civiltà – l'agricoltura che sostituisce la caccia." Come fonte di proteine, non bisogna sottovalutare l'importanza dei prodotti ittici per l'uomo; la **Figura 1** confronta la produzione ittica complessiva (sia selvaggia che da allevamento) con altri tipi importanti di carne (bovina, suina e pollame).

Caccia o agricoltura

Purtroppo, l'augurio di Cousteau si sta realizzando solo in parte: è probabile che nel 2011 o 2012 la specie umana abbia raggiunto un traguardo importante, e cioè che per la prima volta nella storia la raccolta di prodotti ittici allevati sia stata superiore a quella degli stock selvaggi. Questa transizione è avvenuta proprio perché la bontà del mare è già stata sfruttata al massimo, mentre i

Global Production: Seafood vs Meat

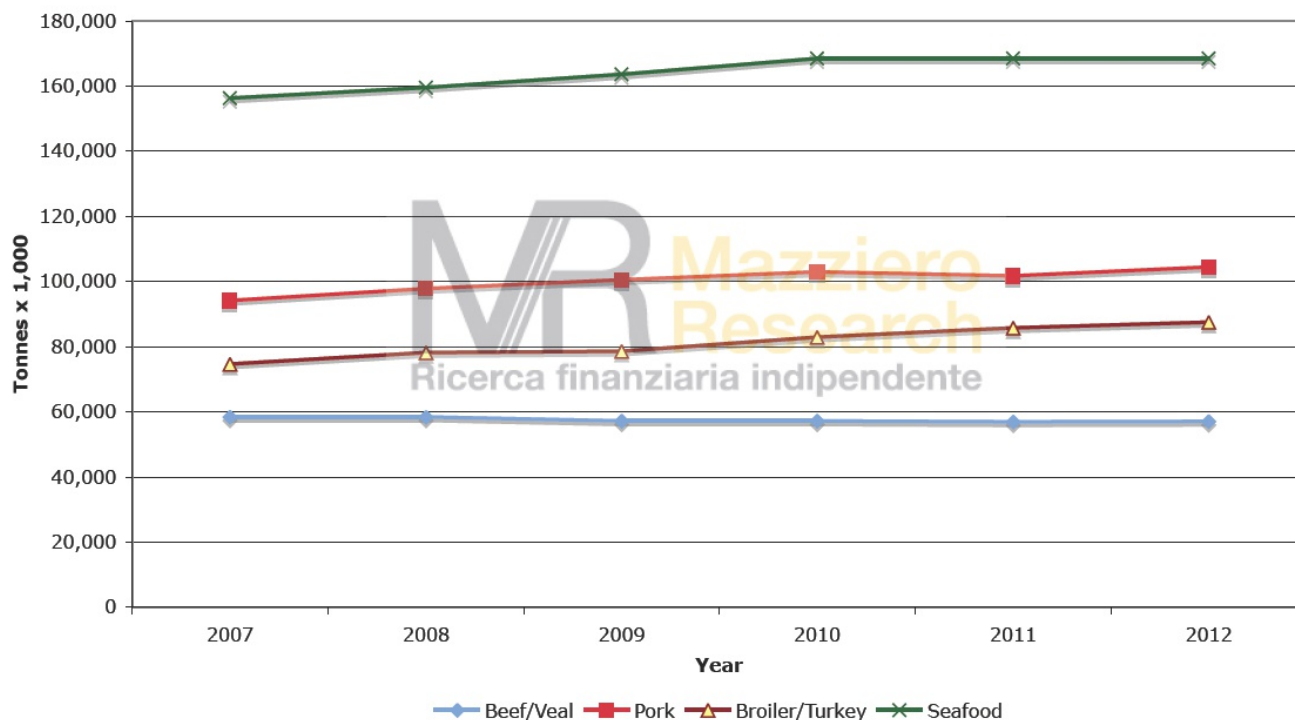


Figura 1: Produzione di vari fonti di proteine

Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati FAO e USDA

7 miliardi di bocche umane da sfamare continuano a richiedere, sia per il loro numero complessivo che per la qualità di alimentazione richiesta, un livello di nutrizione superiore a qualsiasi momento della storia.

Lo sfruttamento del mare

È un tema difficile quello dello sfruttamento delle risorse marine, dato il fatto che il mare è talmente vasto che un censimento vero e proprio delle sue risorse risulta impossibile nel presente, senza pensare di fare confronti con il passato. Tuttavia, ci sono dei dati disponibili a livello regionale che aiutano a capire quello che ci si dovrebbe aspettare a livello mondiale.

Uno degli esempi più conclamati è stato quello della pesca del merluzzo in Terranova, dove si è riusciti a distruggere completamente una delle risorse ittiche selvagge più abbondanti.¹ Grazie al fatto che i limiti della pesca del merluzzo di anno in anno erano basati su considerazioni soprattutto politiche, l'ultima stagione abbondante della pesca del merluzzo in Terranova è stata quella in cui i merluzzi rimanenti sono stati pescati.

Purtroppo, quando si tratta di risorse selvagge, la transizione da una pesca sostenibile a una pesca insostenibile diventa evidente soltanto dopo che il danno è (quasi) irreversibile (si veda **Figura 2**). È un esempio della Tragedia dei beni comuni² non facilmente risolvibile nell'attuale clima politica internazionale e regionale.

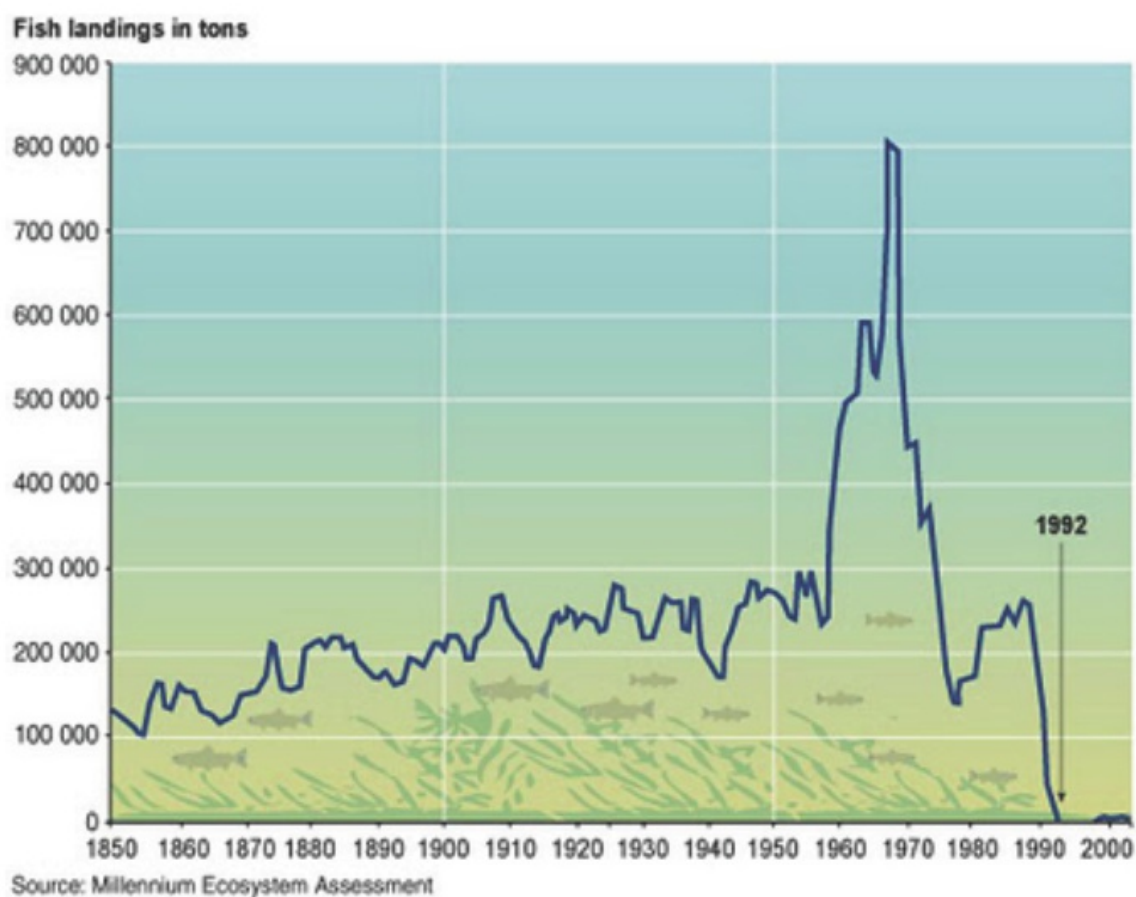


Figura 2: Pesca di merluzzo in Terranova

Fonte: ASPO Italia

¹ Per approfondire questo tema, si consiglia una lettura dell'articolo ASPO citato nella bibliografia.

² http://it.wikipedia.org/wiki/Tragedia_dei_beni_comuni

Nuove ricerche hanno anche evidenziato che le stime del grado di sfruttamento delle risorse ittiche selvagge, quando vengono basate soltanto sui dati degli ultimi 20 – 40 anni, ignorano il fatto importante dello sfruttamento avvenuto nel più lontano passato. I ricercatori Thurston, Brockington & Roberts³ hanno utilizzato dati disponibili nel Regno Unito per stimare l'effetto di 118 anni di pesca da parte della flotta di Inghilterra e del Galles. È interessante notare che la decisione iniziale delle autorità inglesi di raccogliere i dati utilizzati nello studio è stata la conseguenza di un'indagine del governo nel 1885 in risposta a denunce dello sfruttamento insostenibile degli stock ittici nel mare intorno al Paese (la prima fu documentata nel 1863). Le conclusioni sorprendenti sono che la media del declino in termini di disponibilità di pesce è del 94% nel periodo osservato; per alcune specie, il declino è quasi del 100%. Nel 1938, anno in cui il Regno Unito ha registrato la pesca più abbondante della sua storia, si è pescato 5,4 volte di più rispetto ai livelli attuali e questo nonostante l'evoluzione tecnologica della flotta nel frattempo.

L'andamento della pesca negli ultimi 60 anni

Potrebbe sembrare che si vuole invocare lo spirito di Malthus con i commenti precedenti; non è così, ma bisogna cercare di capire i trend che sono ben evidenti nelle figure 3 e 4. La **Figura 3** evidenzia le quantità pescate dagli stock selvaggi a livello mondiale nel periodo dal 1950 – 2010: il record della pesca è stato segnato ormai molto tempo fa, nel 1996 quando superò 95 milioni di tonnellate. Il 2010 ha segnato un livello in calo per quasi il 6% rispetto all'epoca. Per lo stesso periodo, si può vedere l'andamento della produzione di prodotti ittici da allevamento nella **Figura 4**. Rispetto ad un'industria quasi inesistente 50 anni fa, la produzione è cresciuta in maniera sostenuta, senza un singolo anno in calo a partire dal 1961. È l'opinione dell'autore che l'andamento delle quantità pescate dagli stock selvaggi è già un buon indice dello sfruttamento delle risorse del mare: il calo degli ultimi 15 anni non è sicuramente a causa di una mancanza di desiderio di pescare, ma è indice del fatto che le risorse scarseggiano. Consideriamo anche che allevare un pesce ha una dinamica di costi ben diversi rispetto alla pesca tradizionale, per il semplice fatto che bisogna dargli da mangiare (insieme ai molti altri costi che ha un allevatore). Ovviamente c'è anche una riduzione di spesa per carburante rispetto ai pescherecci quando si alleva, ma in tutta probabilità non compensa i costi notevoli dell'allevamento.⁴

La produzione da allevamento

Bisogna specificare esattamente di che cosa si tratta quando si parla di "prodotti ittici da allevamento". La **Figura 5** indica la produzione di pesce da allevamento, diviso tra diversi ambienti acquatici, mentre la linea verde evidenzia la percentuale di pesce sul totale dei prodotti ittici da allevamento. Gli ultimi 30 anni hanno visto il livello oscillare in una banda relativamente stretta tra il 50 – 60% del totale, mentre il resto è formato principalmente da piante acquatiche e molluschi.

³ Thurstan, R.H. et al. The effects of 118 years of industrial fishing on UK bottom trawl fisheries. Nat. Commun. 1:15 doi: 10.1038/ncomms1013 (2010).

⁴ Per quanto l'autore è a conoscenza, non esistono dati comparativi per i costi della pesca e dell'allevamento, quindi questo commento è puramente opinione.

Seafood from wild stocks (tonnes)

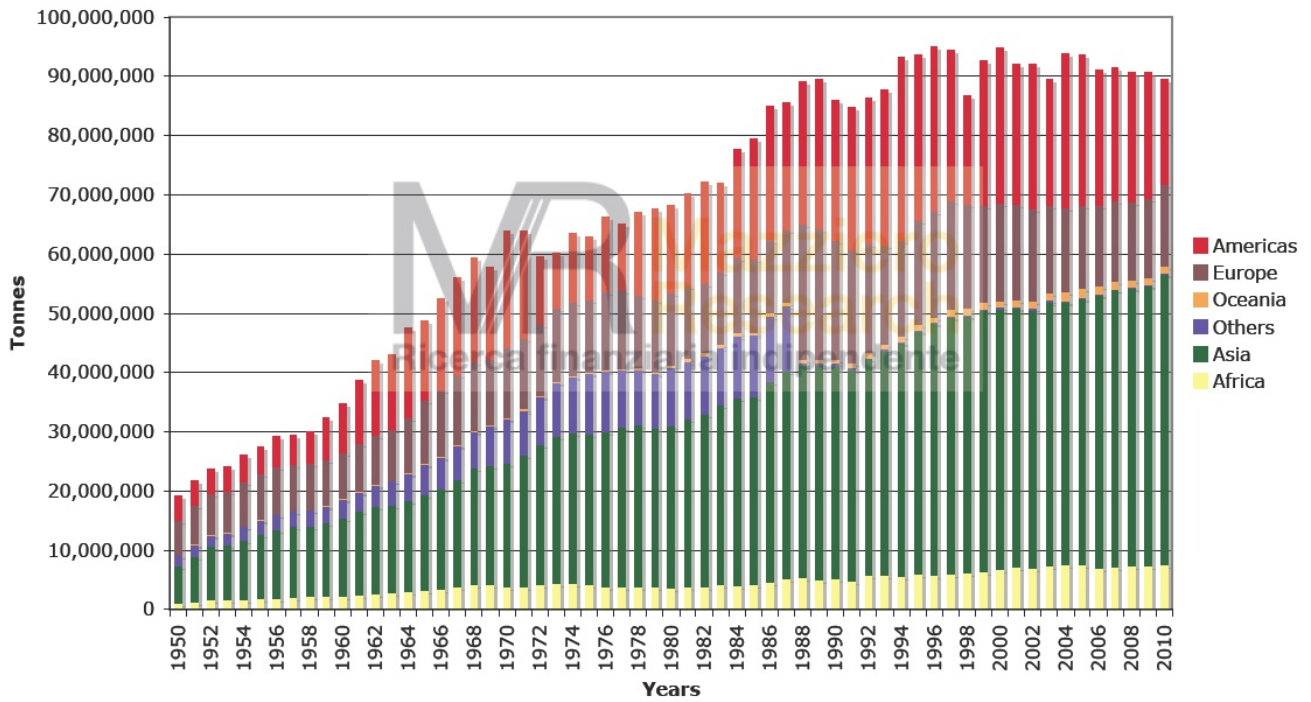


Figura 3: Pesca da stock selvaggi 1950 - 2010
 Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati FAO

Acquaculture (tonnes)

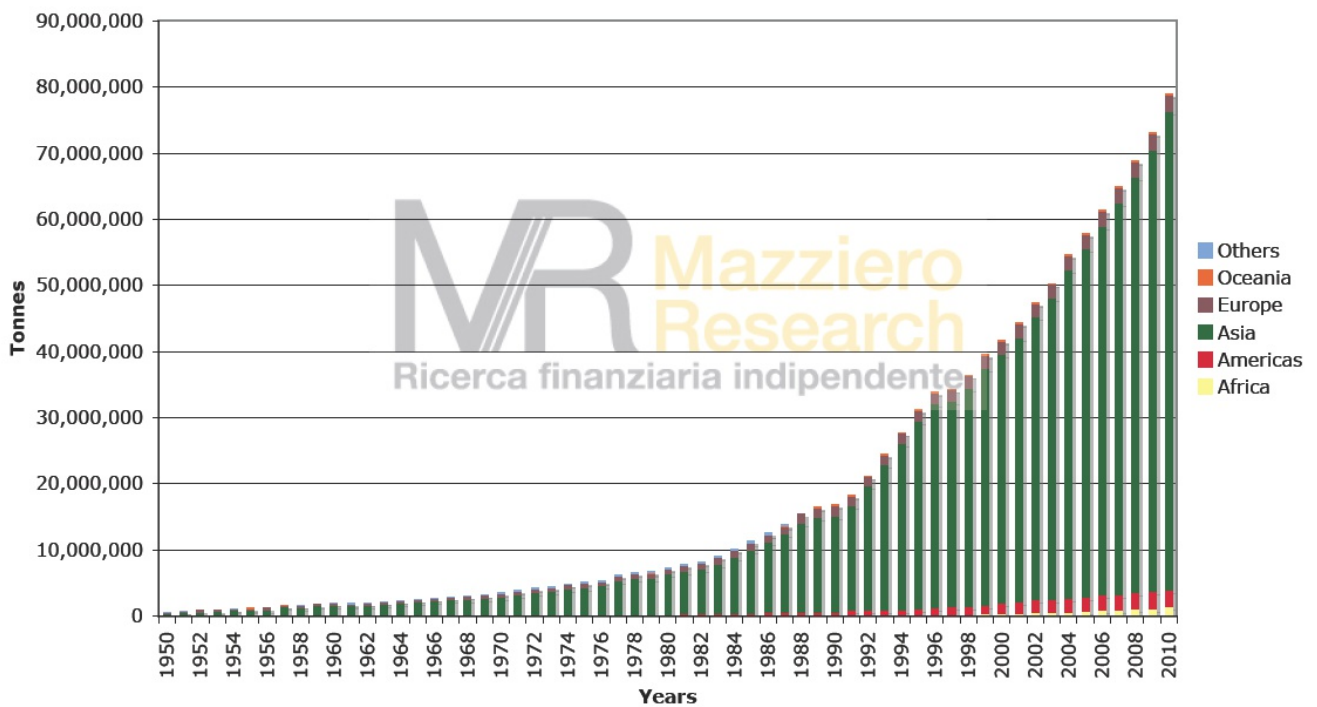


Figura 4: Produzione ittica da acquacultura 1950 - 2010
 Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati FAO

Acquaculture (ex molluscs, plants, animals)

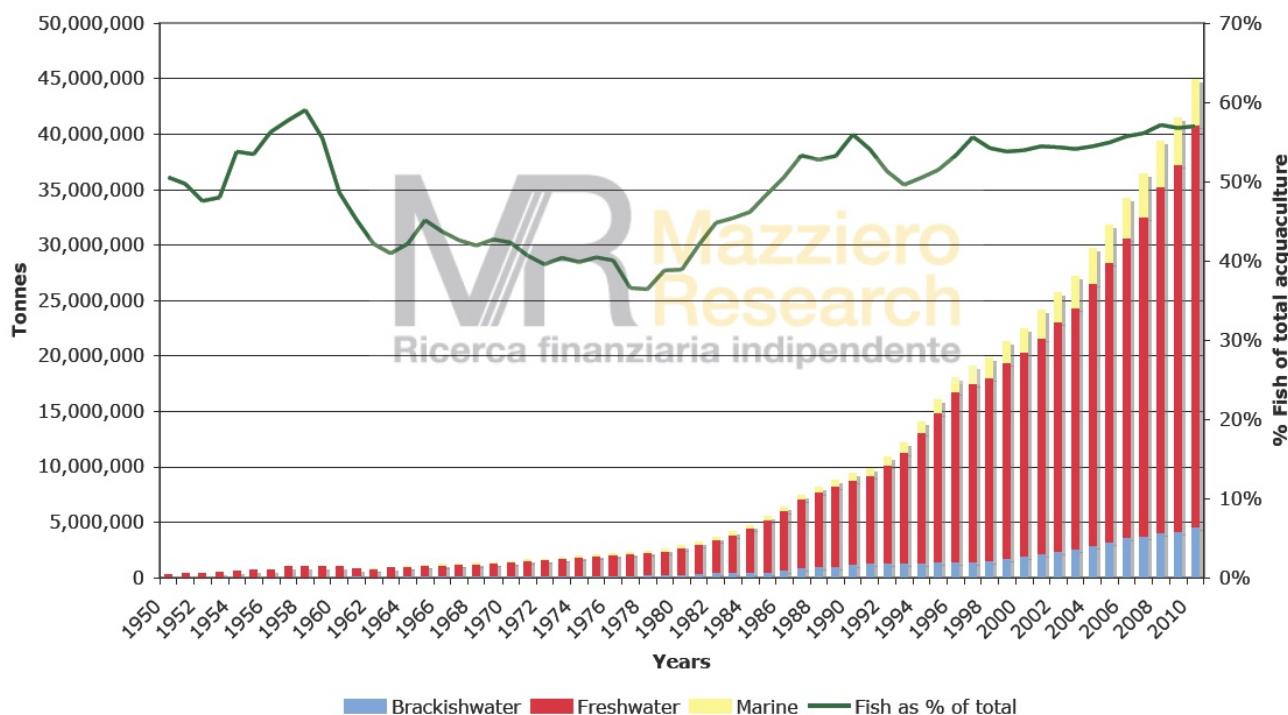


Figura 5: Produzione di pesce da allevamento, divisa per ambiente 1950 - 2010

Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati FAO

L'occasione d'investimento

Per un'introduzione ai metodi impiegati dalla Mazziere Research per la valutazione delle società quotate, si rimanda a questo articolo presente sul nostro sito:

<http://www.mazziere.com/come-scegliere-i-propri-investimenti-azionari/>

Inoltre, un glossario di termini utilizzati è presente a pagina 23.

Una scarsità futura di pesce selvaggio e un aumento di domanda da parte della popolazione mondiale crea uno squilibrio tra domanda e offerta che dovrà essere risolto in qualche modo. Le possibilità, chiaramente, sono: o un aumento della produzione grazie all'espansione degli allevamenti, oppure un calo della domanda (perché i prezzi saranno abbastanza alti per rendere il pesce un alimento disponibile solo per pochi).

Per cercare di capire se esiste un'occasione d'investimento, si è cercato di raccogliere dati per un certo numero di società che operano nel settore. Alcune di queste sono allevatori puri, spesso concentrati su uno o poche specie (soprattutto il salmone), alcune sono società "miste", che pescano dagli stock selvaggi e hanno anche un'attività di allevamento. Un terzo gruppo che è stato preso in considerazione sono le società che forniscono mangimi agli allevatori di pesce. Purtroppo, in molti casi, le società considerate sono state "scartate" fin da subito a causa di una struttura patrimoniale troppo speculativa (purtroppo, le società produttrici di mangimi sono in questa categoria). Questo vale a dire che il peso dell'indebitamento nella capitalizzazione delle società è stato eccessivo e quindi le rende troppo vulnerabili ai momenti bassi del ciclo per il mercato. L'obiettivo di questa ricerca è di identificare quelle società che, nonostante i momenti

Fish Pool Index TM - Salmon Prices 2006 - present

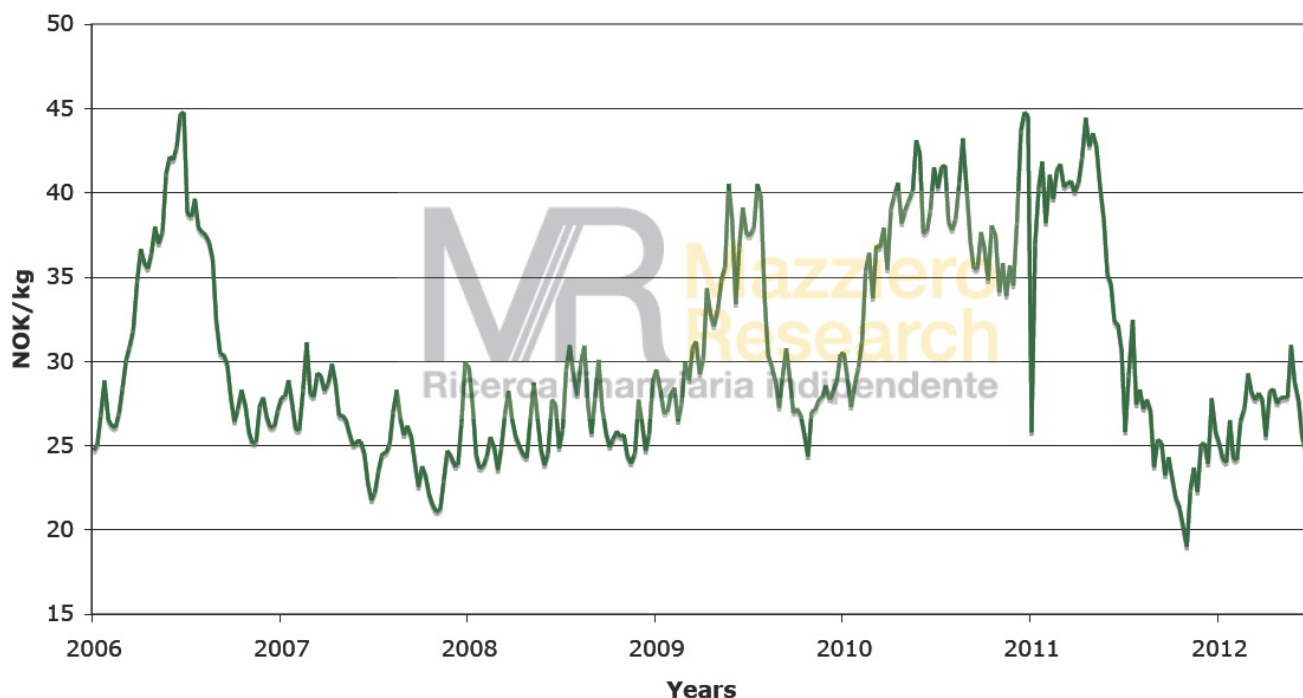


Figura 6: Andamento mercato del salmone 2006 - 2012

Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati Fish Pool

HARVEST QUANTITY - 2009E, ATLANTIC SALMON, COHO, CHINOOK AND LARGE TROUT (tonnes wfe)

Ranking Group	Head Office	Total	Norway	UK	Chile	Canada	USA	Faroe Islands	Ireland	Others
1 MARINE HARVEST GROUP	NO	328,600	225,000	36,800	11,800	37,200		6,000	11,800	
2 LERØY SEAFOOD GROUP	NO	126,400	126,400							
3 CERMAQ	NO	107,500	41,100	1,900	41,400	23,100				
4 GRIEG SEAFOOD	NO	71,300	37,200	18,900		15,200				
5 SALMAR *	NO	67,600	67,600							
6 COOKE AQUACULTURE **	CA	61,500			16,500	34,000	11,000			
7 EMPRESAS AQUACHILE	CL	48,000			48,000					
8 NOVA SEA	NO	30,200	30,200							
9 NORDLAKS HOLDING	NO	30,000	30,000							
10 SCOTTISH SEAFARMS	UK	30,100		30,100						
11 SALMONES MULTIEXPORT	CL	29,500			29,500					
12 LIGHTHOUSE CALEDONIA	UK	27,300		27,300						
13 PESQUERA LOS FIORDOS	CL	26,000			26,000					
14 BAKKAFROST ****	FO	24,000						24,000		
15 ALSAKER FJORDBRUK	NO	22,800	22,800							
Sum top 15		1,030,800	580,300	115,000	173,200	109,500	11,000	30,000	11,800	0
Others		880,700	420,100	28,800	274,600	13,000	7,000	14,400	6,750	116,050
Total		1,911,500	1,000,400	143,800	447,800	122,500	18,000	44,400	18,550	116,050

Tabella 1: Produttori principali di salmone 2009

Fonte: Bakkafrost Annual Report 2011 (pag. 27)

di crisi che possono incontrare, sopravvivranno per godere i benefici del quadro positivo di medio-lungo termine identificato nell'introduzione.

Gli allevatori di salmone, in particolar modo, hanno subito un periodo di boom, seguito da un crollo dei prezzi per il salmone nel corso del 2011 (si veda **Figura 6**). Questo evento ha spinto l'intero settore al ribasso, creando alcune situazioni di buon valore.

Il mercato norvegese del salmone

La Norvegia è il leader indiscusso nella produzione del salmone e ospita anche le società a maggior capitalizzazione del settore. Il più grande produttore di salmone al mondo è una società norvegese, Marine Harvest, ma esistono numerosi altri player in questo mercato. La Tabella 1 evidenzia la concentrazione della produzione mondiale di salmone nei produttori norvegesi.

Come già anticipato, sono state escluse dall'analisi di questa ricerca diverse società a causa del loro grado di leva finanziaria. Le società quotate sulla piazza di Oslo che verranno analizzate sono:

- Marine Harvest
- Austevoll Seafood
- Bakkafrost

Altre società analizzate

L'attività della pesca e di allevamento ittico è estremamente diffusa a livello mondiale, ma non ci sono moltissime società quotate nel settore. Altre società interessanti che si è deciso di analizzare sono:

- Sanford (Nuova Zelanda)
- Tassal (Australia)

Il grande rischio degli allevamenti

Gli investitori devono tenere presente che un rischio tipico per la produzione agricola di qualsiasi settore è quello legato alle malattie o alle intemperie. Nel caso specifico degli allevamenti di prodotti ittici, non è da escludere che ci siano difficoltà legate a malattie in futuro. Queste malattie potrebbero essere del tipo ISA (Infectious Salmon Anaemia) che ha colpito il Cile qualche anno fa (si veda l'analisi di Marine Harvest sotto), oppure potrebbe essere una versione ittica della "mucca pazza".⁵ Ovviamente eventi di questo genere possono influenzare fortemente la domanda per il prodotto e possono colpire fortemente le società del settore a livello finanziario. Nella conclusione a questa ricerca, si tengono ben presenti questi rischi nel consiglio del limite di peso del proprio portafoglio da dedicare a questa tipologia di società.

⁵ Non ci sono stati casi di "salmone pazzo" ad oggi, ma qualche commentatore ne ha sollevato la possibilità.

Marine Harvest

Quotata: Norvegia (MHG:NO)⁶

Introduzione

Marine Harvest è il produttore di salmone più grande al mondo ed è il risultato finale di un processo di consolidamento del settore in Norvegia tramite una serie di acquisizioni e fusioni effettuate negli ultimi anni. La sua attività è concentrata quasi al 100% sul salmone e la società cura tutti gli aspetti dall'allevamento fino alla presentazione al consumatore finale. Anche se il suo nome non risulta in evidenza, un'osservazione attenta dei prodotti presenti nei supermercati italiani rivelerà spesso il nome Marine Harvest. L'economia di scala nelle sue operazioni, insieme alla diversificazione geografica della produzione e distribuzione hanno reso Marine Harvest l'investimento preferito del settore per molti osservatori.

Soprattutto la diversificazione geografica della produzione è un'ottima difesa contro uno dei maggiori rischi per il settore: le malattie infettive. Il boom delle quotazioni del salmone evidente nella **Figura 6** è stato a causa del crollo della produzione nel Cile nel periodo 2009/10 dopo che i produttori sono stati costretti a distruggere il loro pesce infettato dal virus ISA (Infectious Salmon Anaemia). Chiaramente, una società come Marine Harvest, che produce in 4 paesi diversi (Norvegia, Canada, Cile e Regno Unito), gode di un vantaggio notevole rispetto ai produttori concentrati su un paese solo. Non è da esagerare questo fatto, però, perché la Norvegia conta sempre per il 60% circa della produzione totale di Marine Harvest; un'eventuale problema di malattia nelle zone di maggiore densità produttiva avrebbe un effetto enorme su Marine Harvest.

Analisi finanziaria

La **Tabella 2** e la **Figura 7** riassumono alcuni dati importanti per Marine Harvest. Da notare è l'elevato rapporto tra prezzo e utili, nonostante il fatto che il ciclo attuale per i produttori di salmone è in un momento piuttosto negativo. Il confronto con la concorrente Austevoll (si veda sotto) non trova spiegazione ragionevole se non nel fatto che Marine Harvest è più "gettonata" come società, grazie alla sua maggiore visibilità tra gli investitori.

Solidità patrimoniale:

A prima vista, la leva finanziaria (calcolata al netto degli attivi intangibili) della Marine Harvest dovrebbe essere causa di preoccupazione per gli investitori, perché l'81% è ben oltre un livello solitamente accettabile. Nel settore del seafood, però, è in gioco un fatto particolare e cioè che un grande investimento (e quindi una voce importante tra gli attivi) è relativo alle

Marine Harvest (MHG:NO)

Calcoli basati su una media degli ultimi 7 anni (2005 - 2011) e un prezzo di 4 NOK per azione	
P/E	17.75
Earnings yield	5.63%
Dividend yield	5.00%
FCF Yield	6.00%
Cashflow Index *	2.17
* Operating Cashflow / Net Income	
Indicatori di stabilità patrimoniale (31/12/2011)	
Interest Cover	2.98
Current Ratio	3.4
Net Tangible Assets per Share (NOK)	0.79
Gearing (Gross Tangible Assets) *	81%
* Total Liabilities / Tangible Assets	

Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati della società

⁶ Le sigle di negoziazione sono quelle di Bloomberg

Tabella 2: Dati essenziali - Marine Harvest

Marine Harvest Earnings & Dividends

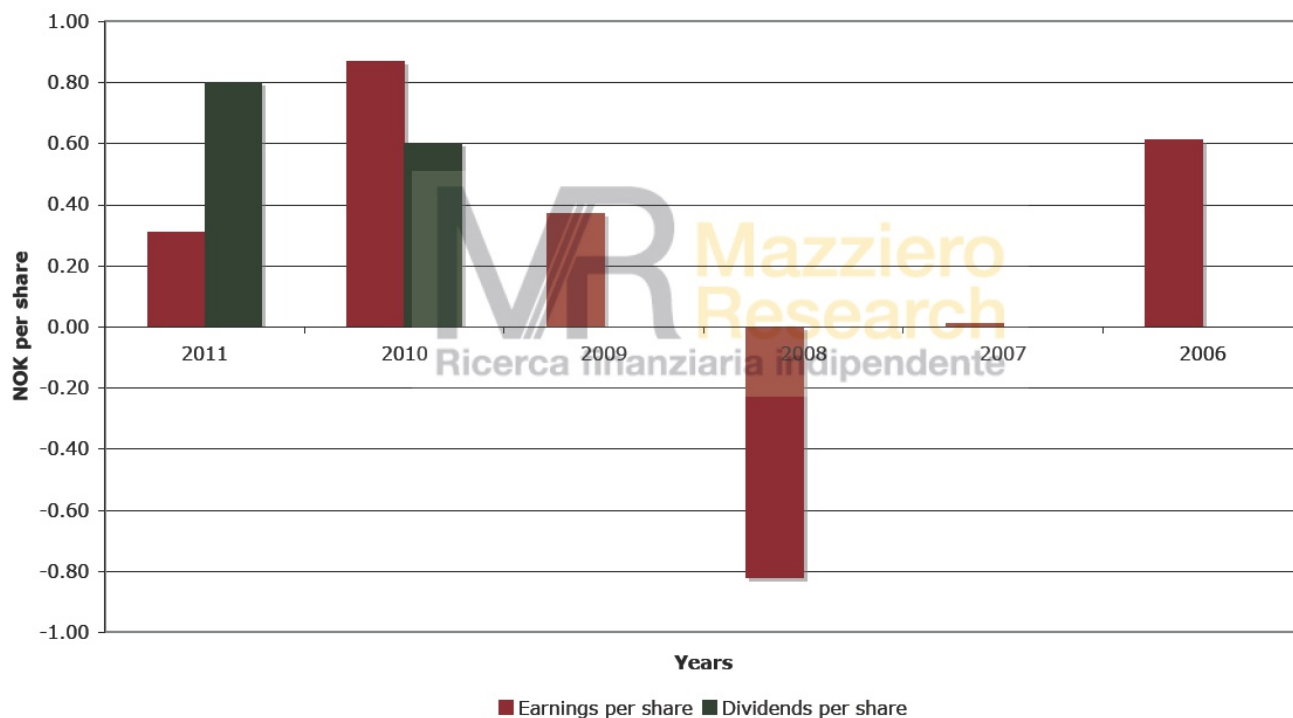


Figura 7: Andamento utili e dividendi - Marine Harvest
Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati della società

licenze per i vari impianti d'allevamento. Essendo basati in mare, è sempre necessario ottenere una licenza per sfruttare una certa zona: a differenza di molti attivi intangibili, le licenze hanno un valore facilmente realizzabile in quanto sono negoziabili. Se includiamo questa voce per Marine Harvest, la leva finanziaria scende al 59%, un livello relativamente accettabile. La copertura degli interessi è accettabile a quasi 3 volte nel 2011, ma la media degli ultimi 7 anni è di 2,58 volte, leggermente sotto la soglia di 3 volte che dovrebbe assicurare la solidità patrimoniale nel medio-lungo termine.

In termini di scadenze dell'indebitamento, è da segnalare che il 2015 vedrà la scadenza di indebitamento per 500 milioni di euro circa, insieme a 106 milioni di dollari USA, nonché un'obbligazione convertibile per altri 225 milioni di euro (il titolo azionario dovrà superare 5 NOK per azione per assicurare la conversione).

Politica dei dividendi:

La **Figura 7** riassume gli utili per azione e il dividendo per azione negli ultimi 6 anni (il 2005 è stato escluso a causa di un grande cambiamento del numero di azioni emesse nel 2006). È preoccupante vedere un pagamento per 0,80 NOK per azione nel corso del 2011, quando doveva essere evidente che il mercato del salmone fosse in forte rallentamento. Una politica dei dividendi più prudente sarebbe stata preferibile considerando l'incertezza inerente alla loro attività, ma forse è stata guidata dalle esigenze di cassa dell'attuale socio più grande (18% dell'azionariato), la Geveran Trading di John Fredriksen, probabilmente l'uomo d'affari più potente della Norvegia (anche se ormai ha rinunciato alla sua cittadinanza norvegese). La decisione di non pagare un dividendo nel corso del 2012 è una prova ulteriore che il livello del 2011 è stato gonfiato artificialmente.

Conclusione

Marine Harvest ha il nome più importante del settore, ma ci sono diversi segni che questa società potrebbe essere più rischiosa di quanto non sembri. Soprattutto la copertura degli interessi e la politica aggressiva del dividendo rischiano di lasciare la società in difficoltà finanziarie qualora i prezzi del salmone scendessero per troppo tempo oltre la soglia di pareggio. Inoltre, il rapporto P/E sicuramente non indica un buon affare attualmente.

Austevoll Seafood

Quotata: Norvegia (AUSS:NO)

Introduzione

Austevoll Seafood è un'altra società norvegese di dimensioni molto minori rispetto a Marine Harvest, ma che offre una diversificazione interessante nell'attività della pesca. Le origini della società sono negli anni '80 e, nonostante 30 anni di cambiamenti notevoli per la società, prima con l'espansione nella pesca pelagica norvegese e poi l'espansione delle attività in Cile e Perù, è rimasta controllata dalla famiglia Møgster attraverso la Laco A/S che detiene il 56% dell'azionariato.

La società non opera direttamente nell'allevamento del salmone, ma controlla oltre il 60% dell'azionariato della Lerøy Seafood Group, anche essa quotata sulla borsa norvegese (LSG:NO) e secondo operatore per grandezza dopo Marine Harvest. Le altre attività sono basate in Cile e Perù e includono la produzione di farina e olio di pesce (derivanti dall'attività di pesca pelagica), nonché la produzione di pesce in scatola. È utile riflettere sui benefici della diversificazione non solo geografica, ma anche in termini di prodotto; farina e olio di pesce sono tra i maggiori input nell'attività di allevamento del salmone (perché i mangimi vengono formulati da queste materie prime), mentre il pesce in scatola offre una dinamica di prezzi differente rispetto al salmone fresco. Il salmone fresco ha un ciclo di prodotto brevissimo in quanto una volta lavorato, deve essere consumato entro pochi giorni (oppure mesi per prodotti affumicati). Il tonno in scatola, invece, può essere tenuto in magazzino per parecchio tempo in attesa del momento giusto per la vendita.

Analisi finanziaria

La **Tabella 3** e la **Figura 8** riassumono alcuni dati importanti per Austevoll Seafood. Il contrasto con Marine Harvest è evidente: il rapporto prezzo/utigli è inferiore a 8, un livello sicuramente in una zona di valore, mentre il rendimento dal free cash flow è molto interessante a più dell'11%.

Austevoll Seafood (AUSS:NO)

Calcoli basati su una media degli ultimi 7 anni (2005 - 2011) e un prezzo di 24 NOK per azione	
P/E	7.92
Earnings yield	12.63%
Dividend yield	1.79%
FCF Yield	11.26%
Cashflow Index *	1.47
* Operating Cashflow / Net Income	
Indicatori di stabilità patrimoniale (31/12/2011)	
Interest Cover	3.3
Current Ratio	2.25
Net Tangible Assets per Share (NOK)	15.38
Gearing (Gross Tangible Assets) *	75%
* Total Liabilities / Tangible Assets	

Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati della società

Tabella 3: Dati essenziali - Austevoll Seafood

Austevoll Earnings & Dividends

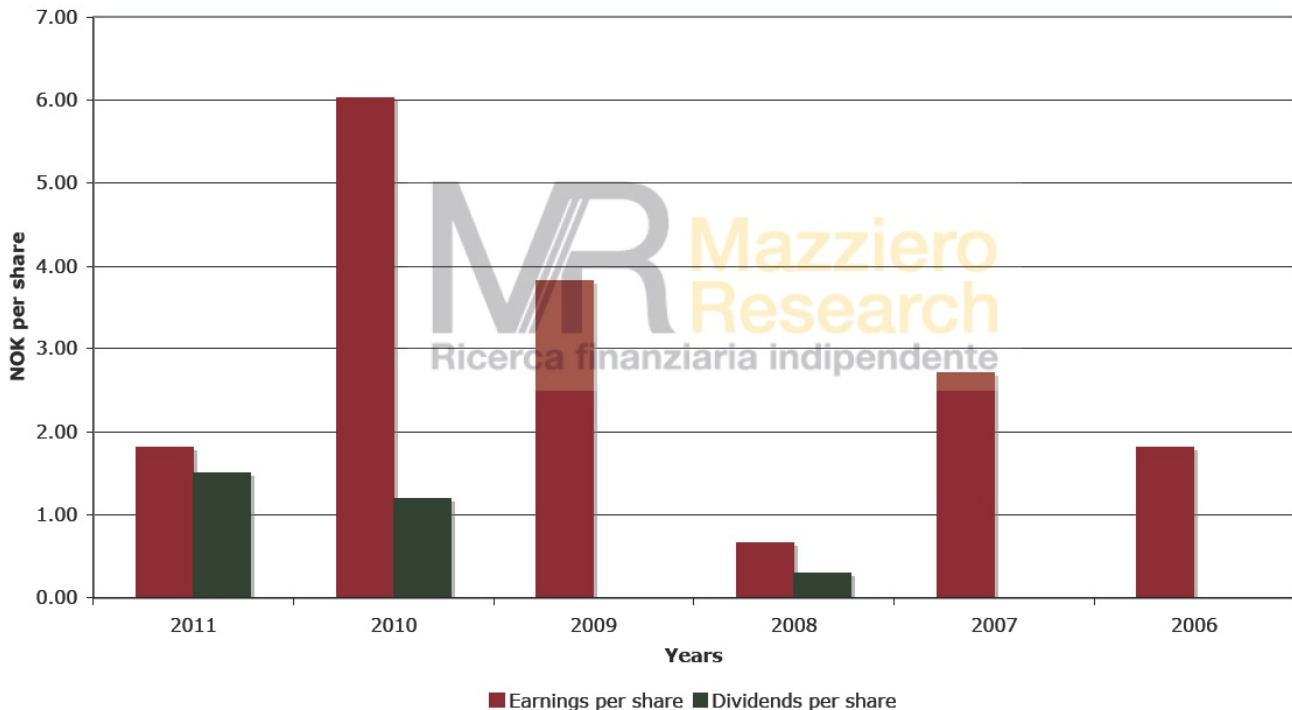


Figura 8: Andamento utili e dividendi - Austevoll Seafood
Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati della società

Solidità patrimoniale:

Anche per Austevoll, la leva finanziaria calcolata sulla base delle attività tangibili risulta alquanto elevata. Includendo le licenze (si veda il discorso sopra per Marine Harvest), si arriva a 56%, un livello accettabile per l'investitore prudente.

La copertura degli interessi è accettabile a 3,3 volte nel 2011, e la media degli ultimi 7 anni è di 3,93 volte, superiore alla soglia di 3 e quindi un livello rassicurante anche se non a livelli di estrema sicurezza.

La struttura dell'indebitamento della società è relativamente "spalmata", il che indica che la società non vuole esporsi a crisi momentanee di liquidità che possono risultare da una concentrazione delle scadenze in un dato anno. È da segnalare anche la presenza di due obbligazioni a tasso variabile quotate presso la borsa norvegese. Hanno un taglio minimo da 500 mila NOK e scadenze nel 2013 (ISIN: NO0010589732) e 2017 (ISIN: NO0010636012). Il cambio EUR/NOK è molto forte in questo momento, perciò, per chi fosse interessato a un investimento obbligazionario, sarebbe consigliabile aspettare un momento migliore per entrare (si veda anche la nota sul rischio cambio a pagina 22). L'unica criticità per l'indebitamento di Austevoll è il fatto che è quasi interamente denominato in corone norvegesi. Sebbene questa sia la valuta "di casa", un'eventuale rafforzamento drammatico della corona nei confronti dell'euro e del dollaro USA (presumibilmente le due valute in cui vengono maggiormente denominate le vendite della società) potrebbe creare qualche difficoltà.

Politica dei dividendi:

La **Figura 8** riassume gli utili per azione e il dividendo per azione negli ultimi 6 anni (il 2005 è stato escluso a causa di un grande cambiamento del numero di azioni emesse nel 2006). Il contrasto con Marine Harvest è ben evidente: nel 2011 si è deciso di pagare un dividendo pari a 1,50 NOK per azione, nonostante il risultato da record registrato nell'anno precedente. Nel 2012 si è deliberato un dividendo pari a 1 NOK per azione, dando un rendimento lordo superiore al 4%, considerando un prezzo di acquisto pari a 24 NOK per azione.

Conclusioni

Nonostante le sue dimensioni più contenute, Austevoll Seafood offre un buon valore fondamentale e una gestione prudente in un contesto relativamente diversificato. La presenza di un socio di riferimento che controlla la maggioranza della società forse ha creato un po' di sconto sul mercato (dato che la società non è scalabile), ma questo socio dà anche una garanzia di gestione per il lungo termine che spesso è difficile trovare nelle società quotate che si sfidano continuamente a superare le attese del mercato per il prossimo trimestre.

Bakkafrost

Quotata: Norvegia (BAKKA:NO)

Introduzione

Bakkafrost fino a pochi anni fa era un piccolo allevatore di salmone a conduzione familiare, attiva nelle Isole Faroe (Danimarca). Adesso è il produttore dominante nella zona, possedendo circa il 50% delle licenze nelle Isole Faroe (un limite imposto dalle autorità locali) e, grazie all'acquisizione della Havsbrún, perfezionata nel corso del 2011, un player di un certo rilievo nella produzione di farina e olio di pesce. Questa attività è ovviamente complementare per un allevatore di salmone in quanto la farina e olio di pesce sono due materie prime molto importanti per l'attività (si veda anche il commento su Austevoll sopra). Come si vedrà in seguito, la società presenta apparentemente un buon valore a livello fondamentale, nonché una struttura patrimoniale piuttosto conservativa, ma si dovrebbe essere più cauti del solito nella valutazione dei dati presentati per i seguenti motivi:

- L'acquisizione di Havsbrún è stata perfezionata solo a fine giugno 2011 ed è stata finanziata tramite l'emissione di nuove azioni, ma anche tramite l'aumento dell'indebitamento della società. Il pieno effetto di questo indebitamento sui risultati di Bakkafrost sarà evidente solo a partire dall'anno in

Bakkafrost (BAKKA:NO)

Calcoli basati su una media degli ultimi 6 anni (2006 - 2011), eccetto calcoli basati sui flussi di cassa (4 anni 2008 - 2011), e un prezzo di 43 NOK per azione

P/E	5.72
Earnings yield	17.49%
Dividend yield	2.31%
FCF Yield	7.40%
Cashflow Index *	1.54

* Operating Cashflow / Net Income

Indicatori di stabilità patrimoniale (31/12/2011)

<i>Ricerca finanziaria indipendente</i>	
Interest Cover	12
Current Ratio	4.25
Net Tangible Assets per Share (NOK)	14.14
Gearing (Gross Tangible Assets) *	64%

* Total Liabilities / Tangible Assets

Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati della società

Tabella 4: Dati essenziali - Bakkafrost

corso.

- Una politica espansiva offre grandi occasioni, ma anche non pochi rischi: le attività totali di Bakkafrost sono passate da DKK (corone danesi) 621 milioni a DKK 2.302 milioni nel giro di due anni. Si vedrà solo in futuro se il management sarà in grado di gestire una transizione così importante.

- Il socio di riferimento di Bakkafrost è Salmar (SALM:NO), che detiene il 25% dell'azionariato. Salmar è stata esclusa da questa ricerca a causa del suo indebitamento eccessivo. Non è chiaro se l'impostazione conservativa del bilancio di Bakkafrost cambierà in peggio in futuro a causa dell'influenza di questo socio. È da notare che anche l'AD della società, J. Regin Jacobsen, detiene una quota poco superiore al 9%, un fattore che potrebbe controbilanciare un'eventuale pressione ad aumentare la leva finanziaria da parte di Salmar.

- Le medie utilizzate per i calcoli evidenti nella **Tabella 4** sono limitate a 6 anni per il conto economico e 4 anni per i flussi di cassa a causa della carenza di informazioni disponibili.

Analisi finanziaria

La **Tabella 4** riassume alcuni dati importanti per Bakkafrost (la Figura presente nelle altre società analizzate è stata esclusa a causa dei grandi cambiamenti nel numero di azioni emesse negli ultimi anni). Come già anticipato, la società presenta un valore fondamentale apparentemente buono: il rapporto prezzo/utili è inferiore a 6, un livello sicuramente in una zona di valore, mentre il rendimento dal free cash flow è intorno a 7,5%.

Solidità patrimoniale:

Bakkafrost risulta la più conservativa di tutte le società del settore quotate presso la borsa norvegese, con una leva finanziaria (calcolata al netto degli attivi intangibili) del 64%, un livello che scende al 54% quando si includono le licenze (si veda il discorso sopra per Marine Harvest). Come confronto, si considera che per la Salmar la leva finanziaria è intorno al 70%, pur includendo il valore delle licenze. La copertura degli interessi è stata eccellente, a 12 volte nel 2011, e la media degli ultimi 6 anni è di 10,44 volte, ma occorre tenere presente i fattori indicati nell'introduzione.

La struttura dell'indebitamento è ben distribuita, con DKK 834 milioni che devono essere rimborsati con rate fisse nell'arco dei prossimi 5 anni.

Politica dei dividendi:

La società ha pagato dividendi variabili ma costanti negli ultimi anni e sono sempre stati ben coperti a livello di utili. Nel 2012 è stato pagato DKK 1 per azione, che equivale a un rendimento attuale intorno al 2,3%, un livello in linea con la media degli ultimi 6 anni.

Conclusione

Anche se Bakkafrost potrebbe sembrare la scelta migliore del settore a livello di valutazione, i fattori indicati sopra dovrebbero ispirare una certa cautela tra gli investitori. L'analisi dei prossimi bilanci aiuterà a capire se l'espansione delle attività è stata gestita con successo.

Sanford

Quotata: Nuova Zelanda (SAN:NZ)

Introduzione

Sanford è una società con una storia centenaria ed è la società quotata da più tempo sulla borsa neo-zelandese. A differenza delle altre società analizzate in questa ricerca, le sue attività sono sempre state concentrate nella pesca e non nell'allevamento, anche se è presente da tempo anche nel secondo settore. L'attività di allevamento è stata aumentata nel corso del 2011 con il perfezionamento dell'acquisto di Pacifica Seafoods, una società importante nella produzione di cozze. Questo investimento importante (NZD 86 milioni circa) segna un cambiamento importante per Sanford che ha già portato la percentuale della produzione da allevamento da 15% in 2010 a 22% nel 2011. Le ragioni per un investimento in Sanford, a livello di posizionamento della società, sono diverse:

- La diversificazione: Sanford produce 22 diversi prodotti ittici, comprese cozze, ostriche, scampi e aragoste, tutti alimenti che non sono prodotti dalle altre società analizzate;
- I mercati di vendita: Sanford è ben posizionato in numerosi paesi e solo il 13% della produzione viene venduta in Nuova Zelanda. Nel 2011 i mercati più importanti per Sanford sono stati: Asia (28%), Australia (18%), Nord America (16%) ed Europa (13%).

Purtroppo, in questo quadro apparentemente favorevole, i problemi per la società non mancano. Il 2011 ha visto l'arresto di due navi della società in Pago Pago (Samoa americana) dalle autorità USA ed è uscito un articolo su Bloomberg che denunciava (tra altre cose che non c'entravano con Sanford) la violazione dei diritti umani dei lavoratori a bordo di una nave coreana noleggiata da Sanford (si vedano i riferimenti nella bibliografia). Sembrerebbe che l'apparenza sia peggiore della sostanza in entrambi i casi, tuttavia il costo in termini di tempo manageriale dirottato verso la gestione di queste situazioni non è da sottostimare.

Analisi finanziaria

La **Tabella 5** e la **Figura 9** riassumono alcuni dati importanti per Sanford. Quello che dovrebbe essere più preoccupante è il trend evidente negli utili per azioni nel periodo dal 2008 a 2011. In realtà si tratta solo in parte di un problema che deriva dalle attività della società, perché il fatto che la Sanford esporta gran parte della sua produzione la rende molto sensibile al cambio tra il dollaro USA (le sue vendite sono denominate soprattutto in quella valuta) e il dollaro NZ (la valuta in cui pubblica i bilanci). Uno sguardo alla **Figura 10** renderà più chiara la situazione (si veda anche il commento sulla valuta a pagina 22). Il rapporto prezzo/utigli è quasi 12, un

Sanford (SAN:NZ)

Calcoli basati su una media degli ultimi 7 anni (2005 - 2011) e un prezzo di 3.85 NZD per azione

P/E	11.73
Earnings yield	8.53%
Dividend yield	5.86%
FCF Yield	1.76%
Cashflow Index *	1.26

* Operating Cashflow / Net Income

Indicatori di stabilità patrimoniale (30/09/2011)

Interest Cover	3.26
Current Ratio	2.02
Net Tangible Assets per Share (NZD)	0.43
Gearing (Gross Tangible Assets) *	85%

* Total Liabilities / Tangible Assets

Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati della società

Tabella 5: Dati essenziali - Sanford

Figura 9: Andamento utili e dividendi - Sanford
Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati della società

livello non eccessivo, ma neanche indicativo di un grandissimo affare, mentre il rendimento dal free cash flow è molto ridotto a meno del 2%, anche se questo dato è influenzato negativamente dagli investimenti effettuati nel 2005. Calcolato dalla media degli ultimi 6 anni (quindi, escludendo il 2005) si arriva a un più rispettabile 7,2%.

Solidità patrimoniale:

Come per le altre società, la leva finanziaria calcolata sulla base delle attività tangibili risulta alquanto elevata. Includendo le licenze (si veda il discorso sopra per Marine Harvest), si arriva al 30%, un livello accettabile per l'investitore prudente.

La copertura degli interessi è accettabile a 3,3 volte nel 2011, e la media degli ultimi 7 anni è di 4,33 volte. Quello che è preoccupante è il peggioramento di questo dato negli ultimi 3 anni (nel 2009 gli interessi erano coperti più di 7 volte); l'acquisizione di Pacifica Seafoods è stata finanziata interamente con nuovo debito e, benché la società si stia impegnando per ridurre l'indebitamento nel medio termine, è una situazione che va controllata con attenzione (soprattutto considerando l'impegno a pagare un dividendo).

La struttura dell'indebitamento della società è molto semplice, nel senso che ha dei fidi bancari che scadono entro due anni. L'attuale totale dell'indebitamento (NZD 185 milioni circa) dovrebbe essere gestibile considerando il suo peso relativamente basso nella struttura patrimoniale della società.

Politica dei dividendi:

La **Figura 9** riassume gli utili per azione e il dividendo per azione negli ultimi 7 anni. Sarà subito evidente che un dividendo costante nel tempo è un impegno importante del management, ma si è arrivati al punto che una continuazione dei livelli attuali (0,23 NZD l'anno, per un rendimento attuale intorno al 6% lordo) sarà possibile solo se il calo degli utili degli ultimi anni venga arrestato. Il continuo apprezzamento del dollaro NZ, insieme alla necessità di ridurre l'indebitamento assunto per l'acquisizione di Pacifica Seafoods fa pensare che un dividendo ai livelli attuali non è da dare per scontato.

Conclusione

Sanford è una società che offrirebbe un'ottima diversificazione all'interno del settore, ma è chiaro dai fatti esaminati sopra che, almeno per il momento, qualche "neo" è presente. Considerando la sua lunga storia e management di grande capacità, facilmente la società si rivelerà un investimento vincente, ma bisognerebbe aspettare un momento di maggiore chiarezza sui dubbi sollevati prima di investirci.



Figura 10: Andamento cambio USD - NZD 2005 - 2012

Fonte: Yahoo! Finance

Tassal

Quotata: Australia (TGR:AU)

Introduzione

Il contrasto tra Tassal e Sanford, l'altra società degli antipodi presente in questa ricerca, è notevole. Tassal offre un'esposizione pura all'allevamento di salmone, mentre Sanford è molto diversificata. Tassal ha una storia piuttosto breve, essendo una società nata dopo una procedura di riorganizzazione meno di 10 anni fa, mentre Sanford ha una lunghissima storia. Anche a livello di vendite, le differenze sono notevoli: Sanford esporta quasi tutto quello che produce, mentre Tassal vende soprattutto al mercato domestico retail (60% circa del fatturato), sfruttando sia il trend verso i consumi di prodotti ittici in generale, sia il buon livello di riconoscimento del proprio marchio. A livello di società produttrice di salmone, offre una buona

diversificazione rispetto ai grandi produttori norvegesi. Questo perché risente meno dell'andamento ciclico dei prezzi del salmone nei mercati mondiali (perché è concentrata sul proprio mercato domestico) e anche perché, in caso di malattia nelle acque norvegesi, Tassal non risentirebbe alcun effetto grazie al fatto che la sua produzione è basata esclusivamente intorno all'isola di Tasmania nel sud dell'Australia. La strategia intrapresa dalla società negli ultimi anni è stata di investire in nuovi impianti e di far crescere i volumi di vendita. È a partire dal 2012 che si dovrebbero iniziare a vedere i frutti di questa strategia, ma è da notare la vulnerabilità a due fattori: la crescita della produzione sarà superiore rispetto alla crescita dei consumi sul mercato domestico e quindi Tassal dovrà per forza scontrarsi in misura crescente con la realtà del mercato globale (si veda l'andamento dei prezzi FishPool in **Figura 6**) e la forza attuale del dollaro australiano avrà un effetto negativo sulle esportazioni, nonché renderà il mercato domestico australiano più attraente per i concorrenti internazionali. Finora, pare che la situazione sia sotto

Tassal (TGR:AU)

Calcoli basati su una media degli ultimi 7 anni (2005 - 2011) e un prezzo di 1.30 AUD per azione

P/E	7.93
Earnings yield	12.61%
Dividend yield	3.85%
FCF Yield	-5.90%
Cashflow Index *	0.93

* Operating Cashflow / Net Income

Indicatori di stabilità patrimoniale (30/06/2011)

Interest Cover	5
Current Ratio	2.4
Net Tangible Assets per Share (AUD)	1.62
Gearing (Gross Tangible Assets) *	44%

* Total Liabilities / Tangible Assets

Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati della società

Tabella 6: Dati essenziali - Tassal

Tassal Earnings & Dividends

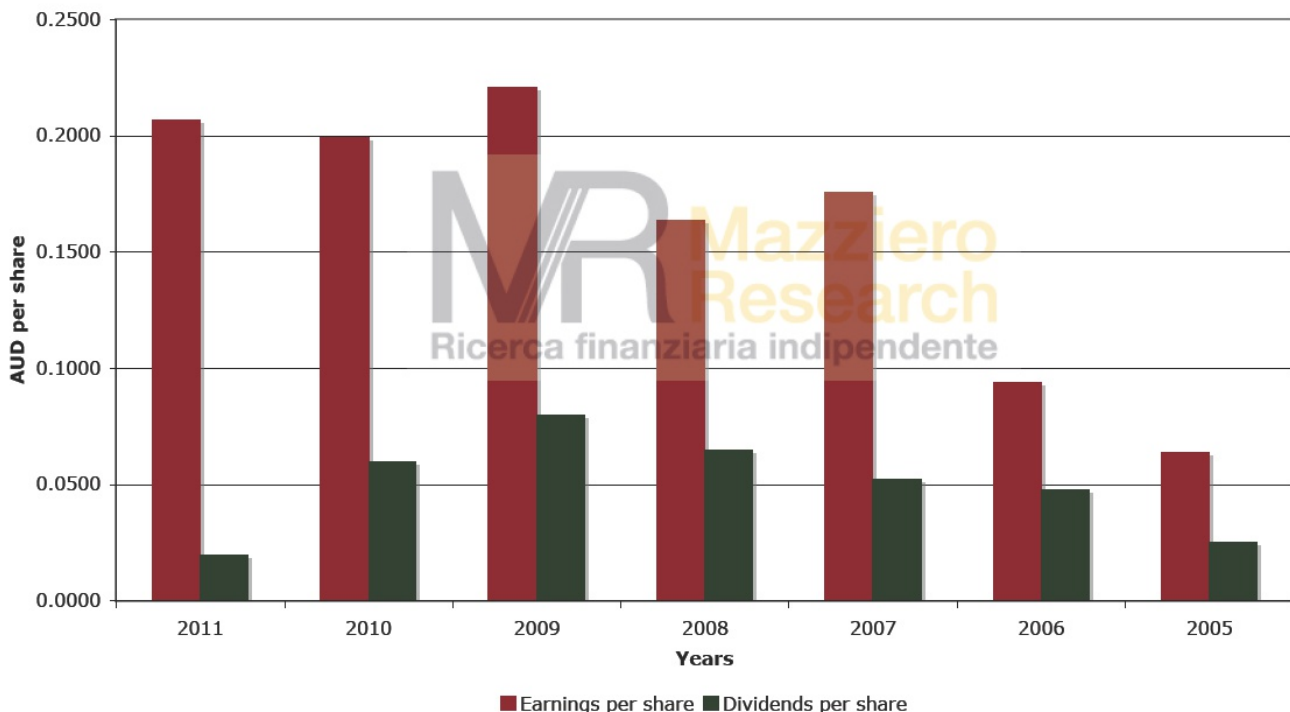


Figura 11: Andamento utili e dividendi - Tassal

Fonte: Elaborazione Mazziero Research su dati della società

Biological Assets

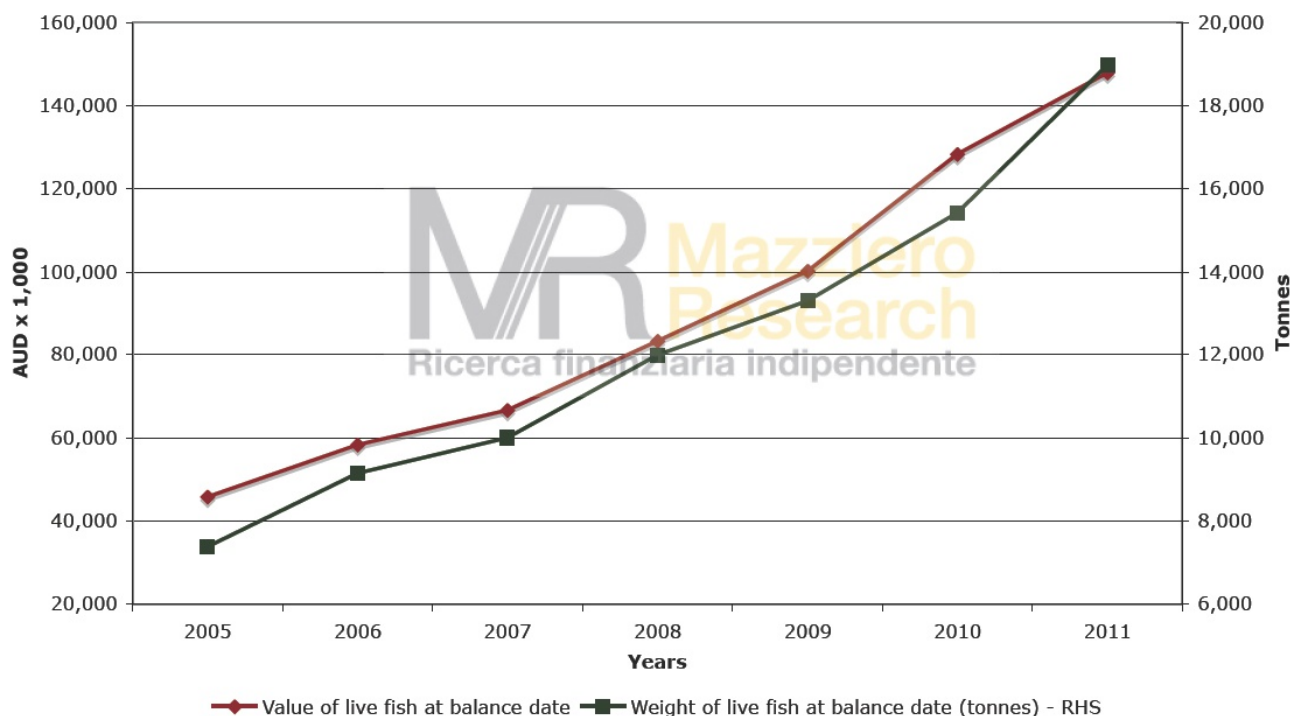


Figura 12: Andamento attività biologiche - Tassal

Fonte: Elaborazione Mazziere Research su dati della società

controllo, ma la piena riuscita di Tassal nei prossimi anni dipenderà dalla ripresa nel mercato del salmone a livello internazionale.

Analisi finanziaria

La **Tabella 6** e la **Figura 11** riassumono alcuni dati importanti per Tassal: il rapporto prezzo/utigli è in una zona di valore molto simile a Austevoll Seafood, mentre il rendimento dal free cash flow è attualmente negativo a causa del programma di espansione organica che la società ha portato avanti negli ultimi anni. Il FCF è stato positivo nel 2011 per la prima volta dal 2006 e le indicazioni sono che ci sarà una forte espansione nei prossimi anni.

Una nota sul Cash flow Index:

In tutte le schede relative alle società analizzate, è presente un dato che si chiama "cash flow index". Una definizione è presente nel glossario e, da questa, si capirà la necessità di approfondire il motivo per il dato inferiore a 1 nel caso di Tassal. Il motivo è legato al programma di espansione negli ultimi anni, che ha visto un forte aumento del valore del pesce presente negli allevamenti. Questo fatto ha l'effetto di gonfiare temporaneamente gli utili rispetto al cashflow per effetto delle regole contabili applicabili a questo tipo di società. In pratica, Tassal è obbligata a riconoscere come ricavi l'aumento del valore del pesce nei suoi allevamenti, anche se ovviamente quel pesce deve ancora essere venduto. La vicenda si complica ancora di più perché il ciclo di crescita del salmone dura più di 12 mesi, il che crea uno squilibrio inevitabile tra capitale circolante e flussi di cassa. La crescita del valore delle "attività biologiche" è riportata nella **Figura 12**.

Solidità patrimoniale:

Delle società analizzate in questa ricerca, Tassal presenta la struttura patrimoniale più prudente, con solo il 44% di leva finanziaria. Il peso delle licenze è trascurabile nelle attività di Tassal (in quanto non vengono capitalizzate), quindi la leva finanziaria viene calcolata già in modo da poterla confrontare con le altre società analizzate.

La copertura degli interessi è ottima a più di 5 volte nel 2011, e la media degli ultimi 7 anni è di 5,89 volte.

Politica dei dividendi:

La **Figura 11** riassume gli utili per azione e il dividendo per azione negli ultimi 7 anni. Il motivo per cui il dividendo è stato in calo negli ultimi anni nonostante gli utili consistenti è da ricercare nella politica di espansione della società (si veda sopra). Adesso che il periodo di forte investimento si sta concludendo, è da aspettarsi un ritorno a un dividendo più sostanzioso nei prossimi anni.

Una società scalabile?

È da notare la presenza, come socio più grande, di una società con sede a Singapore, la Quality Food (Singapore) Pte Ltd. Questa società è interamente controllata dalla Pacific Andes Resources Development, quotata a Singapore e parte dell'importante gruppo Pacific Andes che ha sede a Hong Kong. L'investimento iniziale in Tassal (19,7%) è stato effettuato a fine 2010 a un prezzo di AUD 1,79 per azione, con una quota ulteriore del 3% acquistata nel mese di novembre 2011 a un prezzo di AUD 1,58 per azione. Considerando le quotazioni attuali intorno a AUD 1,30, non sarebbe da stupirsi se Pacific Andes cercasse di rafforzare il proprio controllo della società nel prossimo periodo. Il comportamento di Pacific Andes è infatti tipico da chi vuole acquisire controllo, senza fare un'Opa per l'intera società. Il regolamento australiano in merito impone l'obbligo di fare l'Opa una volta superata la quota del 20% del azionariato, salvo quando si tratta di acquisti di non più del 3% delle azioni della società ogni 6 mesi. Le intenzioni di Pacific Andes e le lamentele di Orbis Asset Management, un altro socio importante che voleva cercare un acquirente per Tassal, hanno provocato un cambiamento nel consiglio d'amministrazione negli ultimi mesi, con 4 consiglieri che si sono dimessi, rimpiazzati da uno promosso da Pacific Andes e un altro di Orbis.

Conclusione

Tassal è una società che dovrebbe offrire una buona leva al miglioramento eventuale del mercato mondiale del salmone grazie agli investimenti notevoli effettuati negli ultimi anni. L'incertezza per quanto riguarda l'intenzione di Pacific Andes e i conseguenti cambiamenti nel consiglio d'amministrazione hanno creato un clima negativo intorno a Tassal, ma la situazione dovrebbe diventare più chiara durante il resto dell'anno. Se, come sembra, Pacific Andes vuole aumentare il suo peso nell'azionariato, non può che creare domanda per le azioni della società, con ovvi benefici per le sue quotazioni.

Una nota sul rischio cambio

Siccome quasi tutte le società trattate in questa ricerca sono quotate in valute ex-Euro, è utile considerare il significato dell'esposizione a una valuta straniera per un investitore nel mercato azionario. È il parere dell'autore che soprattutto per quanto riguardano investimenti nel mercato azionario, la cosa principale è di investire in società che offrono un buon valore. La riuscita o meno dell'investimento, considerato in termini della valuta locale, è la cosa principale. Detto questo, il ritorno finale sarà per forza determinato anche dall'andamento di quella valuta contro la valuta "di casa" dell'investitore. È utile, quindi, stimare l'effetto sulla società di un eventuale calo della valuta in cui sono espressi i suoi risultati finanziari. Nel caso delle società considerate in questa ricerca, ma il commento è valido per tutti i produttori di commodity che hanno un prezzo "mondiale", un calo della valuta locale dovrebbe portare un miglioramento dei risultati in valuta locale. Per un esempio inconfondibile di questo effetto, si consiglia di rileggere la sezione dedicata a Sanford, una società che risente pesantemente dell'andamento del dollaro NZ contro le principali valute mondiali.

Per essere chiaro, il discorso per l'investitore obbligazionario è ben diverso, perché l'esposizione valutaria è una parte molto importante del ritorno atteso al momento dell'investimento.

Conclusione

L'idea iniziale di investire su delle società coinvolte nella produzione di seafood ha incontrato non pochi problemi: prima di tutto il livello di indebitamento, per molti degli operatori del settore è incompatibile con la ciclicità del mercato in cui lavorano. La lettura di molti dei più recenti rendiconti annuali nel settore ha rivelato che la preoccupazione principale delle società è quella di raggiungere un accordo con i propri creditori per permettergli di continuare a operare, nonostante le loro difficoltà. È lo scopo di questa ricerca di segnalare delle società che non dovrebbero avere bisogno di trattare con i loro creditori; il costo di questo fatto, però, è che un miglioramento nel breve termine sarà più sentito dalle società che hanno più leva. Tuttavia, si ritiene che è meglio sacrificare qualche punto di rendimento per avere una maggiore probabilità di sopravvivenza nel caso la crisi del settore continuasse nel medio termine. Il quadro "macro" per i prodotti ittici può sembrare convincente, ma non si può prevedere esattamente quando i fattori evidenziati nell'introduzione diventeranno ovvi, così portando dei benefici alle società che operano nel settore.

Considerando la natura rischiosa dell'industria in sé, è importante anche impostare bene un investimento nel seafood all'interno del proprio portafoglio. Il consiglio pratico è di non superare il 5% del totale nelle società esaminate in questa ricerca.

Per il momento, si consiglia l'investimento nelle società che presentano sia solidità, sia un buon valore (inteso come basso rapporto tra prezzo e utili). Ad oggi, Austevoll e Tassal sembrano quelle migliori, anche se si spera che l'evoluzione futura del mercato permetterà l'investimento anche in altre società del settore. Lo sviluppo del mercato verrà esaminato in aggiornamenti futuri.

Glossario

Cash flow index: Calcolato dividendo i flussi di cassa operativi per gli utili netti. Se il numero è inferiore a 1, potrebbe indicare l'utilizzo di strategie per massimizzare gli utili della società, che non sono indicativi della capacità della società per generare cassa. Va approfondito se presente in media per gli anni analizzati.

Current Ratio: La divisione delle attività correnti per le passività correnti – è un'indicazione della liquidità di un'azienda.

EBIT: Earnings Before Interest and Taxes = Risultato ante oneri finanziari

P/E (Price/Earnings): Il rapporto tra prezzo e utili della società. Il calcolo è effettuato dividendo il prezzo delle azioni per gli utili per azione. Un valore inferiore a 10 può indicare un buon valore. Un valore superiore a 16 indica una possibile sopravvalutazione.

Earnings Yield: L'inverso del rapporto prezzo/utili. Il calcolo è effettuato dividendo gli utili per azione per il prezzo per azione.

Dividend Yield: Il rendimento dal dividendo (dividendo per azione/prezzo per azione)

FCF (Free Cash Flow) Yield: Il free cash flow è il flusso di cassa generato dalla società dopo aver sottratto la spesa per investimenti in impianti produttivi. È un'indicazione della capacità della società di pagare dividendi ai suoi azionisti. Il FCF Yield è il rendimento dal FCF (FCF/capitalizzazione di borsa).

Interest Cover: La "copertura" della spesa per interessi passivi. Calcolato dividendo il risultato ante oneri finanziari (EBIT) della società per la spesa per interessi passivi. È un'indicazione della capacità della società di fare fronte ai propri debiti.

Bibliografia

Bloomberg News (24 February 2012), Slaves Put Squid on U.S. Dining Tables From South Pacific's Cruellest Catch

<http://www.bloomberg.com/news/2012-02-23/slaves-put-squid-on-u-s-dining-tables-from-south-pacific-catch.html>

OECD (2012), Rebuilding Fisheries: The Way Forward, OECD Publishing.

<http://dx.doi.org/10.1787/9789264176935-en>

OECD/FAO (2012), OECD-FAO Agricultural Outlook 2012-2021, OECD Publishing and FAO.

http://dx.doi.org/10.1787/agr_outlook-2012-en

Thurstan, R.H. et al. The effects of 118 years of industrial fishing on UK bottom trawl fisheries. Nat. Commun. 1:15 doi: 10.1038/ncomms1013 (2010).

USDA Foreign Agricultural Service (April 2012), Livestock and Poultry: World Markets and Trade

WWF Living Planet Report 2012 - ISBN 978-2-940443-37-6

ASPO Italia: Un caso di overfishing passato alla storia

<http://aspoitalia.blogspot.it/2012/02/un-caso-di-overfishing-passato-alla.html>

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 ©2012 – Tutti i diritti riservati

