

Equity Research

Re-initiation of coverage

Reuters: CRM.MI
Bloomberg: CRM IM

Food Retail

Cremonini

Simona Pedrazzini

(s.pedrazzini@centrosim.it)
(+39-02-72261336)

Ottimo ed inatteso l'accordo con JBS nella "produzione".

Rating:	Buy, Hr	TP: € 3,5
	(confirmed)	(€3,2)
Price (January 11th 2008):		2.26
52-Weeks Range:		€2.01-2.83
Market Cap (€ mn):		320.5
Shares out. (mn):		141.82
Last 3months perf. (ord.):		4.4%
Free Float Ord (%):		33.4%

Accordo di respiro internazionale. L'operazione con JBS, siglata il 6 dicembre scorso, prevede l'ingresso del gruppo brasiliano al 50% nell'intero settore produzione del gruppo Cremonini (Inalca e Montana Alimentari).

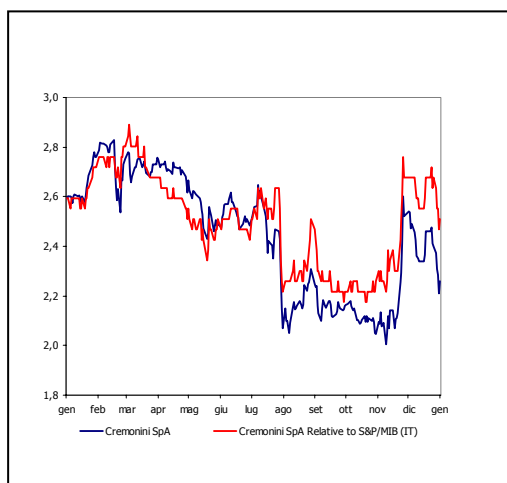
Alleanza strategica. JBS è attualmente il più grande produttore ed esportatore di carne al mondo. Con l'accordo, per Cremonini, si apre un accesso privilegiato alle più importanti ed affidabili fonti internazionali di approvvigionamento di carne bovina, con una conseguente maggiore stabilità e visibilità sui prezzi della materia prima. L'accorciamento della catena verso l'approvvigionamento consentirà di sviluppare sinergie in termini di: a) una più semplice pianificazione degli acquisti; b) risparmi sui costi della materia prima e sui costi di trasporto e di stoccaggio.

Finalmente valorizzato il settore produzione. JBS ha valorizzato il 50% Inalca (con Montana) €225mn. Un controvalore nettamente più elevato rispetto alle valutazioni generalmente condivise dal mercato finanziario. In qualità di partner industriale, quindi, JBS ha saputo vedere le potenzialità della capacità distributiva di Cremonini e l'elevato standard tecnologico dei suoi impianti. Non esistendo infatti alcuna sovrapposizione di presenza geografica, per JBS l'alleanza rappresenta l'opportunità di accedere a nuovi mercati e a nuove tipologie di clienti, anche grazie alla forza di prodotti ad alto valore aggiunto (marchio Montana).

Obiettivo primario: crescere. La modalità "aumento di capitale" con cui JBS (€210mln) entra nella "produzione" (al 50%) è finalizzata a dotare Inalca dei mezzi necessari per accelerare lo sviluppo sui mercati nazionali ed internazionali, anche attraverso una politica mirata di acquisizioni. Sono stati individuati alcuni target in Europa, che potrebbero essere concretizzati già nel 2008.

Valutazione: Rating Buy, Hr; target €3,5. Sulla base del nostro modello previsionale ed applicando il DCF, abbiamo ottenuto un target di €3,5 p.s., che esprime un upside per il titolo del 55% dalle quotazioni attuali. Confermiamo il rating Buy, Hr.

L'analisi comparativa con i multipli di mercato e la correlata valutazione per somma delle parti confermano tale indicazione di valore.



Key figures	2006A	2007 E	2008 E	2009 E
Sales (€mn)	2.348,8	2.473,1	2.105,4	2.247,8
EBITDA (€mn)	139,1	149,4	137,6	151,4
EBIT (€mn)	87,8	96,3	98,8	110,6
Net profit (€mn)	11,6	11,7	54,1	22,8
Net profit adj.(€n)	11,6	11,7	16,1	22,8
EPS adjusted (€)	0,08	0,08	0,11	0,16
DPS ord. (€)	0,08	0,04	0,19	0,08
P/E adjusted (x)	27,0	29,6	20,0	14,1
Dividend yield (%)	3,6%	1,7%	8,4%	3,5%
Free CF yield (%)	-0,1%	0,1%	27,5%	2,4%
EV/EBITDA (x)	6,5	6,4	4,9	4,6
EV/EBIT (x)	10,2	10,0	6,9	6,3

L'accordo con JBS SA

Il partner JBS

Il gruppo brasiliano JBS S.A. è attualmente il più grande produttore ed esportatore di carne al mondo.

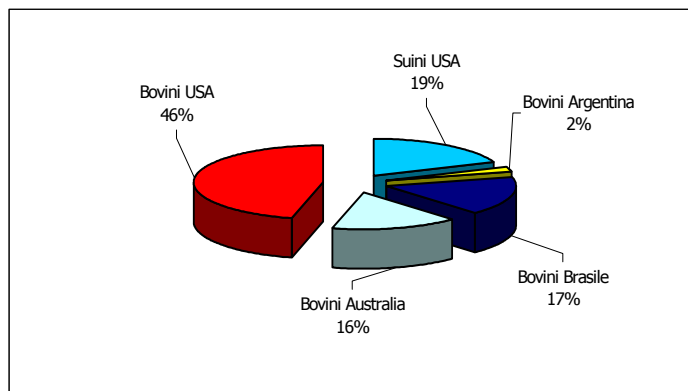
Con oltre 40.000 dipendenti e una capacità giornaliera di macellazione di 51.800 capi è il più importante esportatore di carni trasformate a livello internazionale.

La struttura della società comprende: 23 stabilimenti in Brasile, 6 in Argentina, 8 negli USA e 4 in Australia. JBS è inoltre il terzo produttore americano di carni suine con una capacità di macellazione di 47.900 capi al giorno.

I suoi marchi "Friboi", "Swift", "Maturatta", "Cabaña las Lillas", "Friboi Organic Beef", "Anglo", "Mouran" and "Plata", sono riconosciuti a livello internazionale come espressione di qualità.

Nei primi 9 mesi del 2007 il gruppo ha realizzato un fatturato consolidato di 7.490 milioni di Real(R\$), pari a circa \$4.250mn (al cambio attuale); l'Ebitda (da noi ricostruito) si è attestato a R\$414mn, con un Ebitda margin del 5,5%. Tale ratio si confronta con una marginalità lorda dei primi 9 mesi del 2006 del 12,4%. L'11/07/07 il gruppo JBS ha, infatti, concluso l'acquisizione di Swift Foods Company (ora JBS USA), il terzo più grande produttore di carni bovine e suine negli Usa e il più grande esportatore di carne in Australia, con un fatturato 2007 di \$9,5bn (il fiscal year finisce a fine maggio). La flessione della produttività registrata a fine settembre è derivata dal consolidamento di circa un quarter di Swift Foods Company, che per il 3Q07 presentava - secondo le nostre elaborazioni finalizzate a rendere omogenei i dati di bilancio - un Ebitda margin negativo dello 0,6% a fronte di un Ebitda margin di JBS dell'11,6%.

Fatturato JBS per tipologia di produzione



Source: JBS (dati pro-forma)

I termini dell'accordo

Il 6 dicembre scorso JBS e Cremonini hanno siglato un contratto preliminare vincolante per un'alleanza strategica tra i due gruppi.

L'alleanza prevede l'ingresso di JBS S.A. al 50% nell'intero settore della produzione del gruppo Cremonini (Inalca S.p.A. e Montana Alimentari S.p.A., società controllate al 100%).

JBS al 50% nel settore produzione

In particolare, JBS entrerà al 50% nel capitale di Inalca S.p.A, leader in Europa nel settore della produzione e trasformazione delle carni bovine, per un controvalore complessivo di €225mn.

Rammentiamo che il gruppo Cremonini opera in tre segmenti di attività: oltre che nella produzione, è presente nella "distribuzione alimentare" al foodservice con Marr e detiene la leadership in Europa per la "ristorazione" a bordo treno e in Italia per la "ristorazione" nelle stazioni ferroviarie, negli aeroporti e sul network autostradale.

Il contributo al fatturato consolidato dei tre settori nel 2006 è stato rispettivamente del 43, 40 e 16%.

Breakdown dei ricavi per business				
	2005		2006	
Produzione	1,005.8	45,6%	1,044.5	42,9%
Distribuzione (Marr)	882.3	40,0%	972.7	40,0%
Ristorazione	299.3	13,6%	397.0	16,3%
Altro	17.4	0,8%	18.7	0,8%
Totale ricavi pre-rettifiche	2,204.7	100%	2,433.0	100%
Rettifiche di consolidamento	75.8		84.1	
Totale ricavi netti	2,128.9		2,348.8	

Source: Company

Queste tre attività vengono gestite in modo parallelo e secondo strategie ed obiettivi propri. Si tratta di settori non complementari; pertanto, la contemporanea operatività in questi tre business non produce significative sinergie industriali se non la centralizzazione di alcune funzioni come l'amministrazione, il personale, la direzione finanza.

1° step: Inalca ingloberà Montana per €70mln

€225mln la valorizzazione del 50% del settore produzione

€220mln di Auc

A Cremonini e a JBS il 50% ciascuno di Inalca

Perfezionamento dei contratti previsto entro gennaio 2008

L'accordo con JBS - finalizzato allo sviluppo internazionale del settore produzione - sarà strutturato come segue:

- Cremonini trasferirà il 100% di Montana Alimentari ad Inalca, per un corrispettivo di €70mln;
- JBS acquisirà il 50% di Inalca per un controvalore complessivo di €225mln, di cui il 46,4% mediante aumento di capitale per €210mln e il 3,6% attraverso l'acquisto diretto di azioni da Cremonini, per un controvalore di €15mln;
- Cremonini sottoscriverà la residua quota di aumento di capitale di Inalca per un valore di €10mln;
- l'aumento complessivo del capitale di Inalca sarà pertanto pari a €220mln.

Al termine di tali operazioni, JBS e Cremonini deterranno pariteticamente il 50% di Inalca.

Il corrispettivo delle azioni Inalca S.p.A. trasferite sarà soggetto a conguaglio sulla base della Posizione Finanziaria Netta del settore produzione al 31/12/2007, rispetto a quella stimata di €300mln.

L'accordo prevede inoltre un premio di aggiustamento ad un prezzo "Earn out" di ulteriori €65mln a favore di Cremonini, al raggiungimento nel triennio 2008-2010 di un Ebitda medio annuo di €75mln.

Il 21 dicembre scorso sono stati siglati i contratti definitivi, mentre il trasferimento delle azioni, l'aumento di capitale e il perfezionamento degli accordi saranno realizzati entro la fine di questo mese, subordinatamente all'ottenimento delle relative autorizzazioni da parte delle competenti autorità Antitrust.

In termini di corporate governance, l'accordo prevede che il Consiglio di Amministrazione di Inalca sia composto pariteticamente da Consiglieri di nomina Cremonini e JBS. Cremonini indicherà l'Amministratore Delegato e manterrà la gestione operativa dell'impresa. JBS indicherà il Presidente. Il management attualmente in carica sarà riconfermato.

Cremonini si è inoltre riservata la facoltà di esercitare un'opzione di vendita (Put Option), in base alla quale potrà esercitare il diritto a cedere la propria quota del 50%, nell'arco temporale compreso tra il quarto e il decimo anno a partire dal closing dell'operazione. La Put potrà essere esercitata a condizione che l'EBITDA

consolidato di Inalca sia pari ad almeno €60mln e ad un prezzo determinato sulla base di un multiplo dell'EBITDA (variabile da 5 a 10 volte) in funzione dell'effettivo valore dell'EBITDA stesso.

Sono inoltre previste call option reciproche, in caso di cambio di controllo dei rispettivi azionisti di maggioranza.

Put "difensiva" da "incomprensioni" strategiche

Il management ha escluso che la definizione della Put sottenda la volontà del gruppo di uscire definitivamente da questa attività. Il management ha anzi ribadito la volontà di sviluppare ed espandere tale business.

L'aver previsto tale opzione trova le sue ragioni nella necessità di tutelarsi dall'eventualità che si manifestassero divergenze strategiche insanabili tra i due gruppi o visioni completamente opposte e conflittuali circa le iniziative da intraprendere per lo sviluppo futuro.

Finalità e vantaggi dell'accordo

L'obiettivo primario dell'intesa siglata con JBS è la "crescita".

Parola d'ordine: crescere

La modalità "aumento di capitale" è infatti finalizzata a dotare la società Inalca dei mezzi finanziari necessari per accelerare la crescita del settore produzione sui mercati nazionali ed internazionali, anche attraverso una politica mirata di acquisizioni.

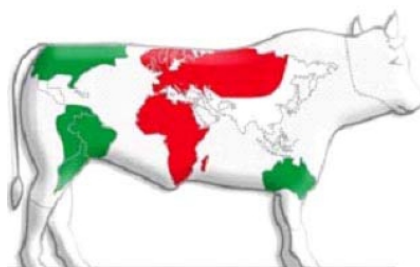
A tale proposito, lo stesso amministratore delegato del gruppo Vincenzo Cremonini ha dichiarato di avere già individuato dei target in Europa e che è possibile che vengano colte delle opportunità già nel 2008, con acquisizioni sia nel settore delle carni che in quello dei salumi.

Perfetta complementarietà geografica

L'alleanza ha la finalità di creare significative sinergie di prodotto e di canali di vendita tra due operatori - come Cremonini e JBS - leader nei rispettivi mercati. JBS è presente con strutture produttive/distributive in Brasile, Argentina, Australia e negli USA, grazie alla recente acquisizione di Swift Foods Company; Cremonini, attraverso Inalca, è presente in Europa, Russia ed Africa.

La complementarietà geografica è dunque perfetta e consente ai due gruppi di consolidare il presidio di mercati ad alte potenzialità di crescita.

Presenza internazionale dei due gruppi



■ Cremonini ■ JBS

Source: Cremonini

Sinergie di prodotto e di canale

Dal punto di vista strategico, i vantaggi derivanti dall'operazione sono notevoli per entrambi i partner.

Per **JBS**:

Opportunità per JBS di sfruttare i canali distributivi di Cremonini

- questa alleanza rappresenta – così come ha affermato anche il presidente e CEO della società – un importante step nella propria strategia di globalizzazione;
- proprio perché non esiste, come anticipato, alcuna sovrapposizione di presenza geografica, l'operazione costituisce l'opportunità di accedere a nuovi mercati. Rammentiamo che negli ultimi quattro anni il gruppo Cremonini ha realizzato investimenti nel settore produzione (macellazione e lavorazione carni) pari ad oltre €100mln; in particolare, sono stati costruiti nuovi impianti e create nuove piattaforme distributive soprattutto nell'Est Europa, dove il mercato dei prodotti trasformati a base di carne e ad alto valore aggiunto ha elevate potenzialità di espansione;
- Cremonini è infatti presente, oltre che in Europa (Italia, Spagna, Principato di Monaco), anche in Russia (con McDonald's a Mosca e San Pietroburgo) e in Africa, precisamente in Angola, Congo e Algeria. Attualmente sono in fase di completamento: un impianto di produzione hamburger con piattaforma distributiva a Mosca e uno stabilimento di produzione in Polonia.
- JBS potrà pianificare meglio l'allocazione dei propri prodotti anche attraverso la rete distributiva di Inalca.

Accesso per JBS anche a nuove tipologie di clienti...

- L'operazione aggiunge infatti un valore significativo al business di JBS poiché consente, attraverso Inalca, l'accesso a nuove tipologie di clienti, tra cui catene della ristorazione veloce, industrie alimentari multinazionali, grandi catene della Grande Distribuzione Organizzata e del foodservice.

...e di prodotti ad alto valore aggiunto

- JBS potrà inoltre "sfruttare" le tecnologie di produzione di Inalca (riconosciute come le più avanzate a livello internazionale), le forti competenze del management e il know how di gruppo soprattutto sui prodotti a più alto valore aggiunto commercializzati con il marchio Montana.

Qualche dettaglio in più:

Inalca produce e commercializza un assortimento completo di carni fresche e surgelate, confezionate sottovuoto, prodotti porzionati in atmosfera protettiva, carni in scatola, elaborati pronti, hamburger freschi e surgelati, macinati e precotti. Montana, invece, si colloca tra i primi produttori in Italia di carni in scatola e di salumi preaffettati e nella produzione, commercializzazione e distribuzione di salumi, snack e gastronomia pronta.

A **Cremonini**, l'operazione garantisce:

Accesso per Cremonini alle più grandi fonti di approvvigionamento al mondo

- l'accesso privilegiato alle principali fonti di approvvigionamento mondiale della carne bovina; JBS opera infatti in aree geografiche che hanno, per caratteristiche naturali ed intrinseche, la più grande produzione di carne bovina al mondo.

Rafforzamento del presidio dell'intera catena produttiva

- Tale elemento rappresenta per Cremonini un nodale rafforzamento del presidio dell'intera filiera produttiva. JBS, proprio per la precipua presenza territoriale, è molto forte nell'allevamento e nella macellazione delle carni, che vengono esportate per circa il 60% della produzione. Cremonini invece, così come tutti gli operatori attivi sui mercati europei, necessita di importare materia prima (carni macellate o semilavorate) poiché l'autoproduzione realizzata negli stabilimenti

italiani non è sufficiente a soddisfare la domanda dei mercati internazionali dove il gruppo è presente con l'attività di distribuzione e commercializzazione.

Maggiore visibilità sui prezzi della materia prima

- Per Cremonini sarà pertanto possibile sviluppare sinergie in termini di: a) una maggiore affidabilità e sicurezza delle fonti di approvvigionamento; b) una maggiore stabilità e visibilità sui prezzi della materia prima; c) una più semplice pianificazione degli acquisti di materia prima con conseguenti risparmi sui costi di trasporto e sugli oneri logistici di stoccaggio.

Miglioramento dell'efficienza

- L'insieme di tali elementi permetterà una complessiva riduzione del costo del venduto e, conseguentemente, un miglioramento dell'efficienza produttiva e dei margini industriali.

Cremonini - ripartizione ricavi gestione caratteristica per area geografica (31/12/06 - €mln)				
	Italia	Unione Europea	Extra Unione Europea	Totale
Produzione	641.6	152.2	187.4	981.2
%	65.4%	15.5%	19.1%	
Distribuzione	854.1	52.6	24.4	931.2
%	91.7%	5.7%	2.6%	
Ristorazione	264.7	124.2	0.1	389.0
%	68.0%	32.0%	0.0%	
Altro	9.3	0.4	0.1	9.9
%	93.9%	4.4%	1.7%	
TOTALE	1,769.8	329.4	212.1	2,311.3
%	76.6%	14.2%	9.2%	100.0%

Source: Company

Ingente il valore emerso dall'accordo con JBS per il settore produzione

- Infine, il più rilevante ed immediato "vantaggio" che il gruppo Cremonini trae dalla partnership con JBS deriva dal fatto che l'operazione, così come è strutturata, fa emergere per il settore produzione un valore nettamente più elevato rispetto a quello che gli veniva assegnato dal mercato finanziario e che risultava implicito nella quotazione del titolo.

Sottolineiamo, infatti, come JBS abbia concluso una trattativa che ascrive a tale settore un Enterprise Value pari a €600mln rispetto ad una valorizzazione, fino ad oggi sostanzialmente condivisa dagli operatori finanziari, pari a circa il 60% di tale cifra.

Approfondiremo tale "item" nel paragrafo "valutazione", anche se risulta evidente come, in questo caso, un operatore industriale abbia colto delle potenzialità strategiche e di sviluppo del settore assolutamente non "sospettate" dal mercato finanziario.

Primi 9 mesi 2007

Nei primi 9 mesi del 2007 i ricavi consolidati, pari a €1.869mln, hanno registrato un incremento del 5,3%, con un Ebitda che è cresciuto del 9,8% a €115,6mln. L'Ebitda margin ha dunque mostrato un buon progresso, passando dal 5,9% dello stesso periodo 2006 al 6,2%.

Sintetizziamo nella tabella seguente l'andamento dei singoli comparti di attività.

	First 9 months 06	% chge YoY	First 9 months 07	% chge YoY
Produzione				
Revenues	771,8	5,2%	766,5	-0,7%
Ebitda	33,1		34,6	
<i>Ebitda margin</i>	4,3%		4,5%	
Ristorazione				
Revenues	294,2	31,1%	330,0	12,2%
Ebitda	22,4		23,5	
<i>Ebitda margin</i>	7,6%		7,1%	
Distribuzione (Marr)				
Revenues	757,6	12,5%	821,5	8,4%
Ebitda	51,9		59,1	
<i>Ebitda margin</i>	6,9%		7,2%	
Holding, Immobiliare				
Revenues	15,2	11,4%	10,6	-30,6%
Ebitda	-2,1		(1,4)	
<i>Ebitda margin</i>	-14,0%		-13,3%	
Rettifiche consolidamento				
Revenues	-64,6	13,7%	-59,8	-7,4%
Ebitda	-0,1		-0,2	
Fatturato totale	1774,2	11,7%	1868,8	5,3%
Ebitda	105,3		115,6	
<i>Ebitda margin</i>	5,9%		6,2%	

Source: Company

**Settore produzione:
rallentamento dei ricavi ...**

**...e margini in
miglioramento grazie a
stabilizzazione materia
prima**

Per quanto riguarda il **settore produzione** risulta evidente come nel 2007 si sia registrato un deciso rallentamento delle vendite rispetto al trend 2006, a fronte però di una buona tenuta della redditività. L'Ebitda margin è infatti leggermente cresciuto dal 4,3% al 4,5%.

Il comparto carni ha consuntivato ricavi in linea con i primi 9 mesi 2006 nonostante il periodo sia stato caratterizzato dal calo dei consumi di carne bovina conseguente al recupero della domanda di carne avicola, che nel 2006 scontava gli effetti dell'influenza aviaria.

I margini reddituali sono stati beneficiati dalla stabilizzazione dei costi di acquisto della materia prima (bovini vivi), fenomeno di cui si attendeva il verificarsi dopo un biennio in cui l'aviaria aveva spinto i consumi di carne bovina e il cosiddetto "disaccoppiamento" aveva disincentivato la produzione di bestiame.

Si trattava, in particolare, dell'adozione di una normativa comunitaria che aveva introdotto nuovi parametri per i premi comunitari agli allevatori, correlati non più al numero di capi prodotti ma alla dimensione degli allevamenti.

La domanda sostenuta, contrapposta alla disponibilità limitata di materia prima, aveva quindi generato notevoli tensioni sui prezzi di approvvigionamento del bestiame vivo, che non era stato però possibile ribaltare sui prezzi di vendita al network distributivo.

Nel comparto "salumi e snack" (marchio Montana), pur in presenza di una domanda ancora stagnante, le vendite sono cresciute del 20% grazie all'ampliamento di canali di vendita e gamma di prodotti nella "divisione snack" e grazie alla crescita di prodotti ad alto contenuto di servizi nella "divisione salumi" (affettati e porzionati).

Marr: buon miglioramento dei margini

Nei primi 9 mesi del 2007 il **settore distribuzione (Marr)** ha evidenziato una crescita dei ricavi dell'8,4%, a €822mln, e un incremento dell'Ebitda margin dal 6,9% del 2006 al 7,2%. Tale progresso ha interessato tutti i segmenti di clientela.

In particolare, i risultati del 3Q07, che hanno visto una crescita delle revenues del 10,4%, sono decisamente positivi alla luce del fattore stagionalità, in base al quale il 3Q incide storicamente per il 30% del fatturato annuo e per il 40% dell'Ebitda.

La bontà dei risultati raggiunti induce a ritenere che la crescita di fatturato e redditività possa essere confermata per l'intero esercizio.

Ristorazione: margini in calo per Moto e ristrutturazioni locations

La **ristorazione** nei primi 9 mesi del 2007 ha conseguito un aumento delle revenues di oltre il 12%, a fronte di una flessione della profittabilità lorda passata al 7,1% dal 7,6% del 2006.

Evidenziamo che, per effetto del consolidamento integrale di Moto¹ conseguente all'acquisizione dell'ulteriore 50% del capitale, i dati del 3Q06 includevano il fatturato "aggiuntivo" dei primi nove mesi della società, precedentemente consolidata con il metodo proporzionale.

La redditività lorda inferiore di Moto (3% circa) rispetto alla media delle altre attività del comparto "ristorazione" è la ragione primaria della flessione dell'Ebitda margin registrata a fine settembre. A tale elemento si è poi aggiunta la parziale chiusura per ristrutturazione di sei importanti aree di servizio autostradali.

Forte spinta allo sviluppo di Roadhouse Grill...

... che ha margini doppi rispetto alla ristorazione di gruppo

In tema di redditività, riteniamo estremamente importante sottolineare come il management stia puntando in modo deciso sull'espansione della catena Roadhouse Grill (11 ad oggi il numero delle locations in Italia), che ha realizzato risultati molto soddisfacenti avendo già raggiunto margini doppi rispetto alla media della ristorazione di gruppo (intorno al 13%).

Ricordiamo che proprio nel 3Q07 Cremonini ha acquisito dalla società americana Roadhouse Grill Inc., la proprietà e tutti i diritti connessi del marchio Roadhouse Grill per 50 paesi europei, per un controvalore di \$1,12mln. Un'operazione che permetterà l'ampliamento della catena su tutto il territorio europeo.

Ebitda margin più vicino a quello dei competitors:

volano per una maggiore valorizzazione dell'attività

La strategia di accelerare lo sviluppo di quelle attività che nella ristorazione si distinguono per una maggiore profittabilità rispetto alla media della divisione - con conseguente progressivo recupero ed avvicinamento della redditività a quella dei competitors - potrebbe costituire il volano che consentirà di allineare la valorizzazione di quest'area di business ai multipli che caratterizzano operatori come Autogrill.

¹ JV con Compass, oggi Chef Express.

Stime 2008 ed esercizi successivi

Nella tabella successiva sono indicate le stime sui tassi di crescita e l'evoluzione dell'Ebitda margin nei diversi comparti di attività, per il prossimo quinquennio.

Per i settori distribuzione e ristorazione, i trend di crescita rimangono sostenuti:

**Trend confermati sia per
Marr....**

- per **Marr** abbiamo ipotizzato: una crescita media annua complessiva del 6,6% circa, che comprende ulteriori nuove piccole acquisizioni, e un Ebitda margin che dal 6,7% stimato per l'intero 2007 dovrebbe poi mantenersi sostanzialmente stabile ad un livello del 7% circa.

....che per la ristorazione.

- Per la divisione "**ristorazione**" abbiamo stimato un CAGR 2007-2012 del 5,6%, con un Ebitda margin che a fine periodo dovrebbe essere progressivamente aumentato sul 2007 di quasi un punto percentuale, all'8%. Dopo la flessione attesa per la fine del corrente esercizio, dovuta principalmente al consolidamento integrale di Moto, il graduale successivo incremento della redditività lorda dovrebbe essere supportato da un attento sviluppo delle attività maggiormente profittevoli (es. Roadhouse Grill).

Per quanto riguarda il **settore produzione**, evidenziamo che, in seguito all'accordo con JBS, dal 2008 verrà deconsolidato il 50% del business.

**Produzione: maggiori
margin grazie all'accordo
con JBS**

In termini di fatturato, per il prossimo quinquennio, abbiamo prudenzialmente mantenuto un tasso medio annuo di crescita organica pari al 3%, in linea a quanto includevamo implicitamente nel precedente piano previsionale. Abbiamo invece previsto l'esplicitarsi, a livello di redditività lorda, delle sinergie derivanti dall'alleanza con JBS.

Per tale ragione abbiamo incrementato il nostro precedente obiettivo di Ebitda margin al 2012 dal 5 al 6,3%. Rammentiamo infatti che i vantaggi dell'accordo con JBS si produrranno soprattutto a livello di riduzione dei costi di produzione.

**Plusvalenza di circa
€38mln nel 2008**

L'altro elemento positivo che impatterà positivamente sul bilancio 2008 è la contabilizzazione della plusvalenza di circa €38mln, realizzata grazie all'elevato prezzo offerto dal partner brasiliano.

Il maggiore Net Profit che ne deriverà - secondo le dichiarazioni del management - non dovrebbe essere distribuito agli azionisti attraverso un dividendo straordinario, ma dovrebbe essere reinvestito nel business anche tramite crescita per linee esterne.

Tuttavia, dal momento che non sono state fornite indicazioni più precise e sulla base del comportamento che storicamente è stato assunto dai vertici della società in situazioni simili, ipotizziamo il mantenimento di un pay-out del 50% anche per l'esercizio in corso.

Conseguentemente, immaginiamo un forte incremento del dividendo 2008 (per competenza) a €0,19 p.s. dai €0,04 stimati per il 2007 - probabilmente in modo troppo conservativo - in funzione di un medesimo pay-out del 50%.

**Net Debt dimezzato
rispetto alle stime
precedenti**

Rammentiamo infine che la transazione con JBS, grazie all'entrata di risorse fresche per €210mln (quota JBS dell'aumento di capitale), consentirà, in pratica, di dimezzare l'entità del Net Debt rispetto alle stime precedenti sulla struttura finanziaria.

Breakdown of revenues							
(€mln)	2006	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E
Produzione							
Revenues	1.044,5	1.054,9	553,3	569,9	587,0	604,6	622,7
% Cgh	3,9%	1,0%	-47,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ebitda	50,1	50,6	28,8	31,3	33,5	36,3	39,2
Ebitda margin	4,8%	4,8%	5,2%	5,5%	5,7%	6,0%	6,3%
Distribuzione (Marr)							
Revenues	972,7	1051,3	1145,9	1249,0	1311,5	1377,1	1445,9
% Cgh	10,3%	8,1%	9,0%	9,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ebitda	61,6	70,4	76,8	84,9	91,8	96,4	101,2
Ebitda margin	6,3%	6,7%	6,7%	6,8%	7,0%	7,0%	7,0%
Ristorazione							
Revenues	397,0	436,7	462,9	490,7	520,2	546,2	573,5
% Cgh	32,6%	10,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%
Ebitda	30,1	31,0	34,7	37,8	41,6	43,7	45,9
Ebitda margin	7,6%	7,1%	7,5%	7,7%	8,0%	8,0%	8,0%
Holding, Immobiliare e servizi							
Revenues	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7
Ebitda	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
Ebitda margin	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%
Rettifiche di consolidamento							
Revenues	-84,1	-88,6	-75,4	-80,5	-84,3	-88,1	-92,0
Ebitda	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Gruppo							
Revenues	2.348,8	2.473,1	2.105,4	2.247,8	2.353,1	2.458,5	2.568,8
% Cgh	10,3%	5,3%	-14,9%	6,8%	4,7%	4,5%	4,5%
Ebitda	139,1	149,4	137,6	151,4	164,2	173,7	183,6
Ebitda margin	5,9%	6,0%	6,5%	6,7%	7,0%	7,1%	7,1%

Source: Company; Centrosim elaboration

Valutazione

**DCF: target a 3,5 euro;
Rating Buy, Hr**

Nella tabella successiva illustriamo la valutazione effettuata con il metodo del DCF e le ipotesi che abbiamo utilizzato per la determinazione del prezzo-obiettivo.

DCF	2008 (E)	2009 (E)	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
Assumptions					
Risk-free rate	4,50%				
Beta	0,75				
Market premium	4,0%				
Debt cost	6,0%				
Long term growth	0,50%				
Mk cap	321,6				
Debt / (MkCap+ Debt)	53%	54%	54%	54%	53%
MkCap/ (MkCap + Debt)	47%	46%	46%	46%	47%
Total	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBITA	98,8	110,6	121,4	128,7	136,4
taxes	-52,4	-58,6	-64,3	-68,2	-72,3
NOPAT	46,4	52,0	57,0	60,5	64,1
Depreciations	38,8	40,7	42,8	44,9	47,2
Change in net working capital	31,7	-18,5	-18,4	-18,8	-17,4
Investments	-52,6	-56,2	-58,8	-61,5	-64,2
Net operating cash-flow	64,3	18,0	22,6	25,1	29,7
(1+WACC)	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Compounded cost of capital	1,05	1,10	1,16	1,22	1,28
Discount coefficient	0,95	0,91	0,86	0,82	0,78
Current FCF value	61,2	16,3	19,5	20,7	23,3
Sum of current FCF values	141,1				
Terminal value	1043,4				
Discounted Terminal value	778,7				
Net Debt	-326,6				
Minorities	-97,6				
Equity Value	495,6				
Number of shares	141,8				
Target price	3,5				
Current price	2,3				
Upside	54%				

Source: Centrosim

L'applicazione del DCF ci restituisce un target di €3,5 per azione, che esprime un potenziale di crescita per il titolo di circa il 55% dalle quotazioni attuali. Confermiamo pertanto il giudizio Buy, Hr.

Riteniamo prematuro abbassare il livello di rischio che associavamo al gruppo Cremonini da "High Risk" a "Medium Risk". Crediamo, infatti, che il processo di integrazione tra i due gruppi manageriali, in relazione alle linee guida per la nuova gestione di Inalca, comporti inevitabilmente dei rischi.

La presenza della Put conforta la nostra opinione. Tale opzione ha infatti una connotazione prettamente "difensiva", che si esplicherebbe nel caso in cui si manifestassero incompatibilità profonde e non appianabili nelle direttrici strategiche che i due azionisti volessero intraprendere.

Confronto valutativo con i multipli di mercato

Ai fini di un confronto valutativo, abbiamo proceduto all'analisi dei multipli dei comparables nei diversi comparti di attività e siamo giunti, quindi, ad una valutazione del gruppo per "Somma delle Parti".

Dalle tabelle sottostanti si evince il range di valori che viene attribuito ad ogni divisione.

Marr

Per quanto riguarda Marr abbiamo valorizzato la partecipazione al 57,389% di Cremonini al prezzo di mercato. Consideriamo congrua tale valutazione, che risulta sostanzialmente allineata al valore che viene individuato attraverso l'applicazione dei multipli di mercato.

Distribution (Marr) (€mln)	
Marr Market Price (€)	7,098
Number of shares	66,5
Marr Mk Cap (€mln)	472,2
57,389% Marr Mk Cap	271,0

Source: Centrosim

Settore Ristorazione

Per la valorizzazione della divisione "ristorazione" abbiamo utilizzato i multipli di tre Food Retailers internazionali: Autogrill, Compass Group e Sodexo Alliance.

Abbiamo, poi, applicato all'Equity Value del settore Catering di Cremonini uno sconto del 20% per tener conto della dimensione nettamente inferiore di tale business rispetto ai comparables considerati.

Food Retailers Avg.	2008 E	2009 E
EV/Sales	0,6	0,5
EV/Ebitda	7,2	6,4
EV/Ebit	9,9	8,7
Cremonini Catering (€mln)		
Sales	463	491
Ebitda	35	38
Ebit	26	29
EV on Sales	270	263
EV on Ebitda	250	242
EV on Ebit	257	253
EV Average	259	253
Net Debt	-52	-52
Equity Value	207	201
Equity value after Holding Discount (-20%)	166	161

Source: FactSet; Centrosim

Holding, immobiliare e servizi

Il contributo di quest'area di attività al valore complessivo del gruppo risulta molto scarso e tendenzialmente negativo.

Ci siamo basati sul Book Value delle immobilizzazioni iscritte a bilancio, sulla perdita operativa storicamente registrata dalla Holding e sulla stima di debito della stessa per i prossimi due esercizi.

Holding, real estate and services (€mln)	2008 E	2009 E
Net Debt Holding	-98,3	-100,6
Real Estate and holding costs	85,0	85,0
Equity Value	-13,3	-15,6

Source: Centrosim

Settore Produzione

Per la valutazione di questo comparto industriale abbiamo invece utilizzato i multipli di Campofrio Alimentacion, Uniq e della stessa JBS.

Abbiamo comunque verificato che il valore individuato risulta maggiormente conservativo rispetto a quello che deriverebbe dall'applicazione dei soli multipli di Campofrio, il gruppo spagnolo che presenta la tipologia di attività e la redditività più simile a quella della divisione "produzione" di Cremonini.

Production (€mln)	2008 E	2009 E
EV/Sales	0,7	0,5
EV/Ebitda	4,7	3,9
EV/Ebit	7,1	5,3
Cremonini Production		
Revenues	553	570
Ebitda	29	31
Ebit	12	12
EV on Sales	379	282
EV on Ebitda	134	121
EV on Ebit	83	66
EV Average	199	156
Net Debt	-87	-75
Equity Value	112	81

Source: FactSet; Centrosim

**Valorizzazione di JBS:
trigger per le quotazioni
Cremonini**

Come detto precedentemente, l'elevata valutazione attribuita da JBS all'area "produzione" costituisce un trigger forte e senza precedenti per le potenzialità di crescita del titolo.

Un elemento di determinante importanza, inoltre, è costituito dal fatto che il valore ascrivito alle attività acquisite da JBS è stato effettivamente "pagato" tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale.

Non si è trattato di uno scambio azionario, che implica comunque valutazioni essenzialmente teoriche, ma di un'iniezione di risorse fresche destinate ad un piano di crescita industriale.

Con un EV di €600mln, il partner brasiliano ha infatti attribuito al settore produzione una valutazione nettamente più elevata rispetto a quella che, fino ad oggi, veniva assegnata dal mercato finanziario ad un settore molto indebitato e con una marginalità lorda contenuta.

**€0,9 p.s.: valutazione
aggiuntiva sul target
Cremonini**

La differenza tra queste due diverse indicazioni di valore si attesta, in termini di Equity Value, ad un ammontare medio nel biennio 2008-2009 di circa €120-

125mln, pari ad un valore medio per share di €0,9 che impatta direttamente sul target di Cremonini.

In ottica prudenziale, abbiamo escluso l'ulteriore potenziale premio di aggiustamento di €65mln per Cremonini, al raggiungimento nel triennio 2008-2010 di un Ebitda medio annuo di €75mln.

Abbiamo infine applicato all'Equity Value di gruppo uno sconto del 13-14%, ovvero, uno "sconto holding" che deriva dal rischio "switch" per Cremonini nei confronti della controllata Marr sui cui gli investitori possono entrare direttamente attraverso il mercato azionario. L'entità di tale sconto è stata calcolata utilizzando uno sconto "holding" generico del 20-30%, pesato per il contributo di Marr all'Equity Value complessivo.

Group Evaluation (€mln)	2008 E	2009 E
Equity Value Production	112	81
Equity Value Catering	166	161
Marr	271	271
Others	-13	-16
Total Equity Value	535	497
Cremonini number of shares	141,8	141,8
Cremonini Fair Value before Holding Discount	3,8	3,5
Cremonini Holding discount	13%	14%
Cremonini Fair Value	3,3	3,0

Source: Centrosim

Nelle tabelle sottostanti riportiamo il Fair Value che si raggiunge per Cremonini in funzione del valore che JBS ha attribuito, tramite l'intesa siglata, al comparto "produzione".

Production (€mln)	2008 E	2009 E
EV attribuito da JBS	300	300
Net Debt	-87	-75
Equity Value	213	225
Gap of Production Equity Value in the two different cases	101	144
Gap of Production Equity Value per share (€)	0,71	1,01

Source: Centrosim

Group Evaluation (€mln)	2008 E	2009 E
Equity Value Production	213	225
Equity Value Catering	166	161
Marr	271	271
Others	-13	-16
Total Equity Value	637	641
Cremonini number of shares	141,8	141,8
Cremonini Fair Value before Holding Discount	4,5	4,5
Cremonini Holding discount	13%	14%
Cremonini Fair Value	3,9	3,9

Source: Centrosim

Utilizzando una media tra il range di valori da noi individuati per Cremonini con i multipli di mercato e i parametri valutativi applicati da JBS, otteniamo un Fair Value di €3,5-3,6 p.s., che conforta la valutazione effettuata con il DCF.

Income statement (€mn)	2006A	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E
Sales	2.348,8	2.473,1	2.105,4	2.247,8	2.353,1	2.458,5
External costs	-1.991,7	-2.089,7	-1.729,2	-1.853,0	-1.940,6	-2.031,5
Value Added	357,2	383,4	376,3	394,8	412,5	426,9
Labour costs	-218,1	-234,0	-238,7	-243,5	-248,3	-253,3
EBITDA	139,1	149,4	137,6	151,4	164,2	173,7
Depreciation & amortization	-51,3	-53,1	-38,8	-40,7	-42,8	-44,9
Other operating expenses	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	87,8	96,3	98,8	110,6	121,4	128,7
Net Interest expense	-32,7	-40,0	-29,1	-22,0	-22,5	-22,4
Other items	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraordinary items	0,0	0,0	38,0	0,0	0,0	0,0
Pretax profit	55,4	56,3	107,7	88,7	98,9	106,3
Tax	-29,3	-29,9	-36,9	-47,0	-52,4	-56,3
Minority interests	-14,5	-14,7	-16,6	-18,9	-21,1	-22,7
Net income	11,6	11,7	54,1	22,8	25,4	27,3
Adjusted Net income	11,6	11,7	16,1	22,8	25,4	27,3
Balance sheet (€mn)	2006A	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E
Net Working Capital	290,3	305,4	273,7	292,2	310,6	329,4
Net Fixed Assets	754,7	785,6	624,5	640,0	656,0	672,5
M/L term liabilities	-112,1	-112,1	-112,1	-112,1	-112,1	-112,1
Net Invested Capital	932,9	979,0	786,1	820,1	854,5	889,9
Net Financial Position	584,2	614,1	356,4	375,7	375,1	373,2
Minorities	66,2	80,9	97,6	116,5	137,6	160,2
Shareholders' equity	282,5	283,9	332,2	327,9	341,9	356,5
Financial Liabilities & Equity	932,9	979,0	786,1	820,1	854,5	889,9
Cash Flow statement (€mn)	2006A	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E
Net income	11,63	11,73	54,11	22,77	25,38	27,29
Depreciation & amortization	51,3	53,1	38,8	40,7	42,8	44,9
Minority interests	14,5	14,7	16,6	18,9	21,1	22,7
Other non cash items	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gross Operating Cash Flow	77,5	79,5	109,5	82,4	89,3	94,9
Change in Net Working Capital	-12,8	-15,1	31,7	-18,5	-18,4	-18,8
Operating Cash Flow	64,6	64,4	141,2	63,9	70,9	76,1
Capex	-65,0	-64,0	-52,6	-56,2	-58,8	-61,5
Operating Free Cash Flow	-0,4	0,4	88,6	7,7	12,0	14,6
Cash Flow from financial oper.	-29,1	-10,3	-5,9	-27,1	-11,4	-12,7
Others financial operations	-42,7	-20,0	175,0	0,0	0,0	0,0
Net Cash Flow	-72,1	-29,9	257,7	-19,4	0,7	1,9
Financial ratios (% , x)	2006A	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E
EBITDA margin	5,9%	6,0%	6,5%	6,7%	7,0%	7,1%
EBIT margin	3,7%	3,9%	4,7%	4,9%	5,2%	5,2%
Interest coverage	2,7	2,4	3,4	5,0	5,4	5,7
Tax rate	52,8%	53,0%	34,3%	53,0%	53,0%	53,0%
Net profit margin	0,5%	0,5%	2,6%	1,0%	1,1%	1,1%
ROIC	9,7%	10,1%	11,2%	13,8%	14,5%	14,8%
ROE	4,0%	4,1%	17,6%	6,9%	7,6%	7,8%
Debt-to-Equity	2,07	2,16	1,07	1,15	1,10	1,05
Net Debt/Ebitda	4,20	4,11	2,59	2,48	2,28	2,15
Payout ratio	97,6%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Growth rates (%)	2006A	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E
Sales	10,3%	5,3%	-14,9%	6,8%	4,7%	4,5%
EBITDA	18,8%	7,4%	-7,9%	10,0%	8,5%	5,8%
EBIT	22,8%	9,7%	2,6%	12,0%	9,7%	6,0%
Net income	-71,3%	0,9%	361,1%	-57,9%	11,5%	7,5%
Adjusted Net income	-56,9%	0,9%	37,3%	41,4%	11,5%	7,5%

Per share figures (€, mn)	2006A	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E
Number of ord. shares	141,8	141,8	141,8	141,8	141,8	141,8
Number of pref. shares	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Number of saving shares	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total number of shares (y/e)	141,8	141,8	141,8	141,8	141,8	141,8
Average number of shares	141,8	141,8	141,8	141,8	141,8	141,8
EPS reported	0,08	0,08	0,38	0,16	0,18	0,19
EPS adjusted	0,08	0,08	0,11	0,16	0,18	0,19
CEPS	0,44	0,46	0,65	0,45	0,48	0,51
BVPS	1,99	2,00	2,34	2,31	2,41	2,51
Dividend ord.	0,08	0,04	0,19	0,08	0,09	0,10
Dividend pref.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend saving	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Market valuation	2006A	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E
Price ord. (current, average)	2,22	2,45	2,27	2,27	2,27	2,27
Price pref. (current, average)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Price saving (current, average)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total Market Cap. (€md)	314	348	322	322	322	322
Enterprise Value (€md)	898	962	678	697	697	695
Average net cost of debt (%)	5,7%	6,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Cost of equity capital (%)	8,4%	8,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
WACC (%)	4,7%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Market ratios (x, %)	2006A	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E
P/E reported	27,0	29,6	5,9	14,1	12,7	11,8
P/E adjusted	27,0	29,6	20,0	14,1	12,7	11,8
P/CE	5,0	5,4	3,5	5,1	4,7	4,5
P/BV	1,1	1,2	1,0	1,0	0,9	0,9
Dividend yield ord.	3,6%	1,7%	8,4%	3,5%	3,9%	4,2%
Dividend yield pref.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Dividend yield saving	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Free Cash Flow Yield	-0,1%	0,1%	27,5%	2,4%	3,7%	4,5%
EV/Sales	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,5	6,4	4,9	4,6	4,2	4,0
EV/EBIT	10,2	10,0	6,9	6,3	5,7	5,4
EV/FCF	neg.	2.402,6	7,7	90,6	57,9	47,6
EV/NIC	1,0	1,0	0,8	0,9	0,8	0,8

ANALYST CERTIFICATION

Questa pubblicazione è stata realizzata da **SIMONA PEDRAZZINI**.

Si certifica che le opinioni espresse sulle società menzionate nel presente documento rispecchiano le personali opinioni dell'analista e che nessuna diretta o indiretta ricompensa è stata, né verrà, ricevuta dall'analista a seguito delle suddette opinioni espresse.

DISCLAIMER

Il presente documento è stato redatto da Centrosim, Società di Intermediazione Mobiliare iscritta al n. 32 dell'albo di cui all'art. 20 comma 1 del D. Lgs n. 58/98 (delibera Consob n.11761 del 22/12/98), in conformità a quanto previsto dall'art.69 del Regolamento Consob n. 11971/99 e della Delibera Consob n. 6027054, del 28/3/2006.

Centrosim non ha uno specifico interesse riguardo all'emittente, agli strumenti finanziari o alle operazioni oggetto di analisi.

Le notizie e i dati utilizzati nel presente documento, provengono da informazioni fornite al pubblico dalla società in oggetto e/o da altra documentazione di pubblico dominio. Centrosim SpA non risponde dell'accuratezza, completezza, precisione e imparzialità di tali dati e notizie. Il presente documento è stato redatto in via autonoma e indipendente e senza la collaborazione della società oggetto di analisi ovvero di società ad essa collegate da un rapporto di partecipazione o di controllo. Il presente documento è stato redatto da un analista finanziario dell'Equity Research Department di Centrosim SpA, il cui nominativo è ivi indicato. In nessun caso la società e l'analista, in qualità di autore dello studio, potranno essere ritenuti responsabili (per colpa o altrimenti) per danni derivanti dall'utilizzo delle informazioni ovvero opinioni in esso riportate. Il presente documento ha esclusivamente finalità informative e non può essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi, né pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi finalità. Questo documento non costituisce proposta di acquisto, né intende sollecitare l'acquisto o la vendita dei titoli in oggetto. I destinatari del presente documento sono vincolati ad osservare le limitazioni sopra riportate.

Centrosim intende dare copertura al titolo con continuità, secondo una cadenza temporale dipendente dalle circostanze ritenute rilevanti (eventi societari, cambi di raccomandazione, ecc.). La tabella successiva illustra le raccomandazioni emesse sul titolo nel corso degli ultimi 12 mesi.

Data	Raccomandazione	Target price (€)	Commento
15/05/2006	BUY, HR	3.20	
24/10/2007	U.R.	U.R.	
06/12/2007	BUY, HR	3.60	
14/01/2008	BUY, HR	3.50	

Le versioni italiana ed inglese di questo studio sono state distribuite tramite posta elettronica a partire dalla data indicata sul documento a circa 600 investitori professionali italiani ed esteri. Il documento è disponibile in formato elettronico sul sito Internet di Centrosim, nella sezione accessibile esclusivamente tramite password ad investitori istituzionali italiani ed esteri.

RATING SYSTEM

Per ogni livello di rischio:

- ❑ il rating **BUY** viene assegnato qualora esista un scostamento tra prezzo corrente e target price superiore al tasso benchmark decennale lordo più un livello fisso di extra-rendimento richiesto (crescente all'aumentare del grado di rischio che l'analista attribuisce al titolo);
- ❑ il rating **SELL** viene assegnato qualora esista un scostamento tra prezzo corrente e target price inferiore al tasso benchmark decennale lordo;
- ❑ il rating **NEUTRAL** viene assegnato qualora lo scostamento tra prezzo corrente e target price si collochi all'interno delle fasce individuate secondo i criteri precedenti.

La logica di fondo della metodologia utilizzata per l'assegnazione del rating:

1. collega parzialmente la definizione del rating da assegnare al titolo al livello corrente dei tassi di mercato;
2. individua una fascia ristretta entro la quale l'analista esprime una raccomandazione neutrale.

La griglia dei rating è riportata dalla successiva tabella (FRR = Free Risk Rate, approssimato dal tasso benchmark decennale lordo).

Rating table	High Risk	Medium Risk	Low Risk
upside potential	HR	MR	LR
BUY	> FRR+10%	> FRR+5%	> FRR+3,5%
NEUTRAL	FRR - FRR+10%	FRR - FRR+5%	FRR - FRR+3,5%
SELL	< FRR	< FRR	< FRR
U.R.	Recommendation/T.P. Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Il rating è determinato sulla base del **ritorno assoluto atteso a 12 mesi** e non sulla base dell'over/underperformance stimata rispetto a un indice di mercato. In questo modo, una volta definita la classe di rischio nella quale l'analista fa rientrare un titolo, è possibile legare direttamente il rating allo scostamento percentuale atteso tra prezzo corrente e target price.