

**Focus su aggregazioni; immatricolazioni e utili in crescita**

Il comparto resta attraente soprattutto sotto il profilo di probabili aggregazioni che darebbero luogo a sinergie di rilievo. Le attese di crescita del fatturato si presentano disomogenee per area geografica: attesi incrementi in Europa, mentre permangono le difficoltà per i paesi latino americani e in particolare in Brasile, grande sbocco per alcuni importanti gruppi europei; in rallentamento anche il ritmo di crescita in Cina.

I dati dei primi mesi dell'anno confermano il prosieguo del trend positivo in atto. In febbraio, secondo i nuovi dati ACEA, le immatricolazioni di vetture in Europa (EU+EFTA) sono cresciute su base annua del 14%. Si tratta del trentesimo mese consecutivo di rialzo, che porta il saldo da inizio anno a +10,1%: l'Italia sovraperforma con un +27,3%.

Cina e Stati Uniti sono ancora aree in espansione, anche se per tali mercati si stimano tassi di crescita attesi più contenuti rispetto ai precedenti esercizi. Nel 2015 hanno rappresentato circa la metà del volume di auto vendute a livello globale da parte dei costruttori europei. In Cina, il mercato dell'auto può ancora contare sull'importante sostegno delle agevolazioni fiscali; lo scorso ottobre sono stati, infatti, introdotti tagli sulle tasse per l'acquisto di vetture da parte del Governo.

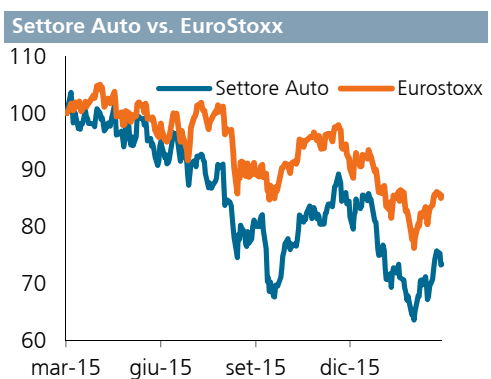
Nel mercato statunitense le immatricolazioni hanno registrato nuovi massimi relativi nel 2015 sopra i 18 mln di unità; la crescita economica ancora solida e la forza del dollaro rappresentano driver importanti per il miglioramento della presenza dei produttori europei nel mercato statunitense. I bassi prezzi del carburante, i nuovi modelli e l'elevata età media del parco auto dovrebbero sostenere gli acquisti di vetture anche nei prossimi mesi, anche se sono attesi tassi di crescita più contenuti.

Il comparto quota a P/E e multipli di Risultato Operativo a sconto rispetto alla media storica e al benchmark di riferimento, a fronte di crescite del Risultato Operativo a doppia cifra per l'anno in corso e in lieve rallentamento nel 2017, pur mantenendo una crescita importante e un PEG favorevole. I gruppi europei sono molto attenti a una politica di efficientamento dei costi che dovrebbe consentire per l'anno in corso un recupero complessivo della marginalità; quest'ultima dovrebbe beneficiare anche dei cali dei prezzi di alcune materie prime utilizzate nella produzione di veicoli.

Ribadiamo il giudizio Moderatamente Positivo in considerazione anche di un miglioramento del mercato europeo.

Scheda Settore	
Dati Settore	
Volume (mln di pezzi)	38,11
Prezzo (euro)	468,15
Capitalizzazione (mld di euro)	211,36
Max-Min a 12 mesi (euro)	666,59-399,19
Rendimento dividend 2016 (%)	3,54
EV/EBIT 2016E Settore Auto	10,71
EV/EBIT 2016E Eurostoxx	17,68

Nota: i dati sono aggiornati all'11.03.2016  
Fonte: Bloomberg e Factset



Fonte: Bloomberg

16 marzo 2016

Settore Auto

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori  
privati e PMI

Laura Carozza  
Analista Finanziario

Piero Toia  
Analista Finanziario

Performance %		
	Assoluta	Relativa EuroStoxx
1m	15,16	1,03
3m	-10,30	-6,76
12m	-26,74	-13,78
YTD	-13,69	-7,91

Fonte: Bloomberg

## M&A e ancora crescita in Europa

Il comparto resta attraente soprattutto sotto il profilo di probabili aggregazioni che darebbero luogo a sinergie di rilievo. Le attese di crescita del fatturato si presentano disomogenee per area geografica: attesi incrementi per l'Europa, mentre permangono le difficoltà per i paesi latino americani e in particolare in Brasile, grande sbocco per alcuni importanti gruppi europei; in rallentamento anche il ritmo di crescita in Cina. Ribadiamo il giudizio Moderatamente Positivo in considerazione anche di un continuo miglioramento del mercato europeo.

Le aggregazioni, al fine di ottenere sinergie con altri operatori del settore, restano uno dei driver, dato l'aumento dei costi e degli investimenti connessi alla riduzione delle emissioni inquinanti, oltre a quelli legati al richiamo delle vetture vendute. L'obiettivo è quello di creare importanti sinergie e di fronteggiare il problema dell'eccesso di capacità produttiva in alcune aree geografiche. Anche la vulnerabilità innescata dal caso Volkswagen ha aumentato le probabilità di un processo di consolidamento; l'Associazione dei Produttori ACEA ha sempre ritenuto che non ci fossero prove affinché lo scandalo dei test sulle emissioni truccate potesse coinvolgere altri operatori del settore.

I segnali per il settore Auto appaiono disomogenei, ma complessivamente ancora in crescita, l'Associazione dei Produttori Europei (ACEA) stima un incremento delle immatricolazioni di vetture nel 2016 pari al 2%, dopo la crescita del 9,3% registrata nel 2015, anche se secondo l'Associazione non si raggiungeranno ancora i massimi pre-crisi del 2007. Di contro, le difficoltà per i costruttori europei dovrebbero arrivare ancora dal mercato latino americano, dove si stima un decremento delle vendite nel corso del 2016 di circa il 6%. In Cina il mercato dovrebbe registrare ancora crescita, seppur con un ritmo più contenuto rispetto ai precedenti anni, stimato per il 2016 dai produttori del Paese a +6% segnalando una sostanziale stabilizzazione.

Sul settore si sono ridimensionate le preoccupazioni per le conseguenze dello scandalo Volkswagen, dopo il contenimento dei costi per le modifiche da apportare ai veicoli interessati dal dieselgate, grazie a un software in grado di riportare i valori di emissione delle autovetture coinvolte conformi agli standard di legge.

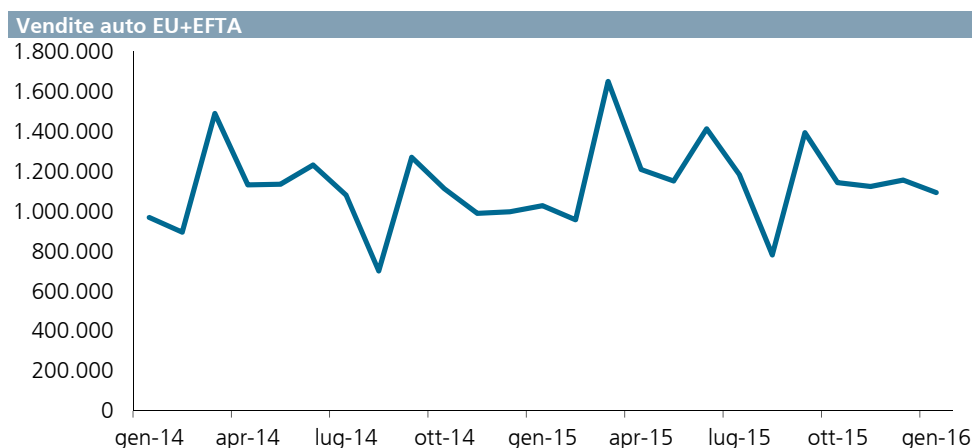
Il contesto di riferimento dell'Auto si conferma fortemente volatile, influenzato da un rallentamento più marcato delle attese per l'economia cinese, verso la quale il settore è fortemente esposto. Le varie svalutazioni dello yuan effettuate dalla Banca centrale cinese riducono il potere di acquisto dei cinesi e rendono meno competitivi i gruppi europei e statunitensi, anche se grazie agli strumenti di copertura dal rischio cambi e a ricavi in valute straniere, l'impatto viene ridimensionato. I dati macro cinesi confermano il rallentamento, ma non così evidente come ipotizzato nei mesi precedenti; inoltre il governo di Pechino sta adottando misure per ulteriori piani di stimolo e riduzioni della riserva obbligatoria per le banche in modo da migliorare la liquidità. In tale contesto, i tassi sui prestiti sono scesi al 4,25% e quelli sui depositi all'1,25%. Nel 2015 il PIL cinese è cresciuto del 6,9%, il dato peggiore da 25 anni, con il 4° trimestre in aumento del 6,8%. La produzione industriale a dicembre è cresciuta del 6,1% in linea con le attese e lievemente superiore al 5,9% di novembre. Secondo le ultime stime del Parlamento cinese, il PIL 2016 crescerà tra il 6,5% e il 7%. Si tratta di un'economia in trasformazione con un modello più orientato ai consumi interni che alla commercializzazione con l'estero. Alla base del rallentamento una molteplicità di fattori quali la debolezza delle esportazioni, l'eccesso di capacità dell'industria, il rallentamento degli investimenti e del mercato immobiliare e l'elevato livello di debito. In ogni caso non ci sono evidenze di una brusca frenata, anche se in tale contesto il focus resta legato ai timori che la domanda non riparta.

### **Relativamente al settore statunitense**

Il comparto può contare anche sul contributo positivo derivante dal mercato statunitense, dove le vendite hanno registrato nuovi record dal 2014, registrando un nuovo massimo relativo nel 2015 sopra i 18 mln di unità; la crescita economica ancora solida e la forza del dollaro rappresentano driver importanti per il miglioramento della presenza dei produttori europei nel mercato statunitense. Il comparto statunitense presenta un buon rapporto multipli e crescita. Il consenso stima una variazione ancora positiva degli utili per l'esercizio in corso dopo il deciso miglioramento del 2015, a fronte di valori di PE a sconto sia rispetto a quelli dell'S&P500 che alle media storica 2008-15. Le politiche di contenimento dei costi degli ultimi anni dovrebbero garantire ancora effetti positivi sui risultati operativi. L'EBIT per il 2016 stimato dal consenso risulta in crescita del 6,8%; su quest'ultimo dovrebbero incidere positivamente anche i bassi prezzi delle materie prime, compensando però l'erosione dei margini dovuta agli incentivi applicati per stimolare la domanda. Le vendite di vetture negli Stati Uniti si confermano sui livelli massimi degli ultimi 10 anni; i bassi prezzi del carburante, i nuovi modelli e l'elevata età media del parco auto dovrebbero sostenere gli acquisti di vetture anche nei prossimi mesi, anche se sono attesi tassi di crescita più contenuti.

## Strategie geografiche

I principali gruppi europei stanno diversificando le proprie strategie geografiche per fronteggiare la debolezza della domanda in particolari aree internazionali. L'orientamento è di tornare a focalizzarsi sul mercato europeo, dove sono attesi ancora margini di crescita dopo la maggiore debolezza che lo aveva contraddistinto nel periodo di crisi 2008-13 con le nostre stime che indicano un miglioramento tra il 3 e il 4% per l'esercizio in corso che si raffronta col +2% indicato dall'Associazione dei Produttori europei ACEA. I dati dei primi mesi dell'anno confermano il prosieguo del trend positivo in atto. In febbraio, secondo i nuovi dati ACEA, le immatricolazioni di vetture in Europa (EU+EFTA) sono cresciute su base annua del 14%. Il dato conferma il trend di crescita degli ultimi anni, trattandosi del trentesimo mese consecutivo di rialzo, che porta il saldo da inizio anno a +10,1%. A livello geografico, contributi positivi sono arrivati dai principali mercati nazionali con variazioni a doppia cifra; la Germania risulta in crescita del 12%, la Francia del 13%, la Spagna del 12,6% e l'Italia sovraperforma del 27,3%. Nel nostro Paese, cresce anche la componente degli ordinativi in un contesto in cui la domanda sembra sostenuta dall'elevata età media del parco auto e dal calo dei costi di esercizio; indicatori che alimentano le aspettative di ulteriori miglioramenti per i prossimi mesi.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Acea

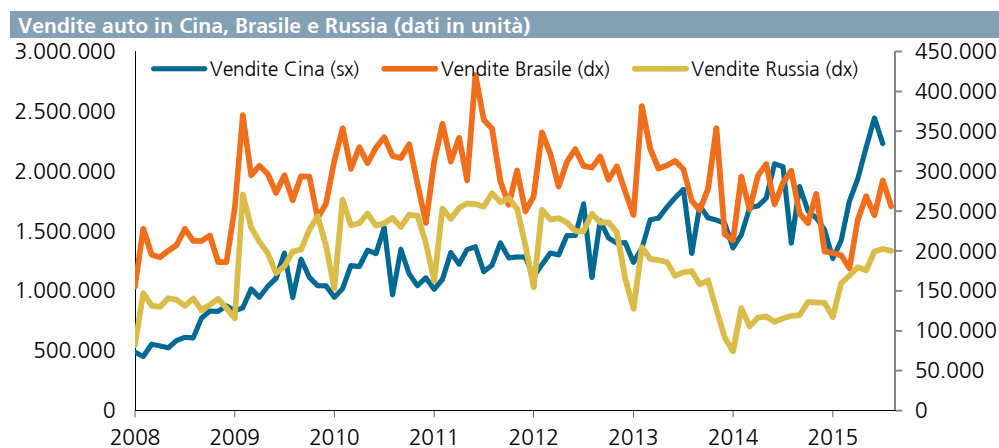
Per quanto riguarda le altre zone geografiche, Cina e Stati Uniti sono ancora aree in espansione, anche se tali mercati sembrano risultare maturi e con tassi di crescita attesi più contenuti rispetto ai precedenti esercizi. Nel 2015 hanno rappresentato circa la metà del volume di auto vendute a livello globale da parte dei costruttori europei. In Cina, il mercato dell'auto può ancora contare sull'importante sostegno delle agevolazioni fiscali; lo scorso ottobre sono stati, infatti, introdotti tagli sulle tasse per l'acquisto di vetture da parte del Governo. Come emerge dal grafico a pagina successiva, i dati di vendita hanno registrato un significativo impulso nell'ultima parte del 2015 dopo il minimo registrato nel mese di luglio, arrivando a superare per la prima volta la soglia di 21 mln di unità vendute nell'intero anno (+7%). I dati di gennaio hanno confermato l'andamento positivo, con una crescita su base annua del 9,3%, portando l'Associazione CAAM (China Association of Automobile Manufactures) a stimare per il 2016 un ulteriore incremento del 6%, a un ritmo però più contenuto rispetto ai precedenti esercizi.

In Cina, le scorte di vetture dei concessionari sono scese a gennaio al livello più basso degli ultimi due anni; le auto invendute proseguono così un trend discendente avviato lo scorso ottobre, grazie al sostegno delle vendite ancora in crescita, seppur a ritmi più contenuti, e soprattutto alle agevolazioni fiscali. Sotto quest'ultimo aspetto, sta influenzando positivamente il taglio delle tasse sugli acquisti. Tale situazione dovrebbe portare a un incremento della produzione nei prossimi mesi per risollevarne il livello delle scorte e sostenere la domanda da parte dei consumatori.

Tipicamente, i concessionari aumentano il livello delle scorte in anticipo rispetto all'incremento delle vendite dopo le festività per l'avvio del nuovo anno lunare.

Negli Stati Uniti, le vendite di vetture si confermano sui livelli massimi degli ultimi 10 anni, superando anche in febbraio la soglia record di 17 mln di unità. Gli ultimi dati mostrano ancora uno slittamento delle preferenze da parte dei consumatori per l'acquisto di pick-up e Suv, il cui segmento garantisce ai produttori una maggiore marginalità. Nello scorso mese, il 58% del totale dei veicoli commercializzati negli Stati Uniti è stato rappresentato proprio dai light vehicle. Per i prossimi mesi si attende ancora un incremento delle immatricolazioni anche se in rallentamento rispetto al trend precedente.

Debolezza è attesa arrivare ancora dalla Russia e Brasile, Paesi con aspettative di crescita economica ancora deboli per l'esercizio in corso. In Russia, il 2015 si è archiviato con una flessione delle vendite di vetture pari al 36%, rappresentando il peggior risultato dal 2013 e per il 2016 l'Association of European Businesses stima ancora un'ulteriore contrazione del 5%. Nel Paese sudamericano, le immatricolazioni di auto e veicoli commerciali leggeri sono scese del 26% nel corso del precedente esercizio, penalizzando soprattutto Fiat Chrysler, Volkswagen, Daimler, Peugeot e Renault la cui quota di mercato complessiva aveva raggiunto il 35% del totale nel 2015. Ulteriore debolezza risulta stimata anche per l'esercizio in corso, per il quale l'Associazione dei Concessionari brasiliani si attende un calo del 6%.



Nota: valori in unità. Fonte: Bloomberg su dati CAAM (China Association of Automobile Manufactures), Anfavea (Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores), AEB (l'Association of European Businesses)

## Valutazione

Il settore quota come di consueto a multipli contenuti e a forte sconto rispetto al benchmark europeo, a fronte di prospettive di crescita degli utili a doppia cifra per il prossimo biennio, presentando un PEG decisamente favorevole.

Crescita degli utili sui settori europei										
Settore	Valore	P/E (x)				Var. EPS %				PEG (P/E 16E su var. media EPS 16E-17E)
		2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	
<b>Euro Stoxx</b>	<b>325,19</b>	<b>18,79</b>	<b>14,50</b>	<b>14,41</b>	<b>12,82</b>	<b>13,23</b>	<b>14,68</b>	<b>5,55</b>	<b>12,36</b>	<b>1,61</b>
Auto	468,15	13,94	9,16	8,16	7,43	24,99	18,81	16,26	9,81	0,63
Banche	115,00	21,42	9,00	10,34	8,82	118,33	70,62	-1,46	17,13	1,32
Risorse di base	148,00	29,20	-11,90	20,32	14,95	273,29	Neg.	High	35,96	NS
Chimici	859,43	20,46	14,55	14,99	13,49	1,24	8,51	0,63	11,15	2,55
Costruzioni e Materiali	371,12	21,02	18,03	16,25	14,26	1,94	12,50	12,70	13,99	1,22
Servizi finanziari	325,77	20,71	15,54	13,56	13,39	-2,00	35,76	16,91	1,30	1,49
Alimentari	587,74	23,27	21,57	22,04	20,29	7,77	4,30	0,45	8,61	4,87
Farmaceutici	755,40	20,42	17,50	16,81	15,88	2,97	9,60	4,59	5,85	3,22
Beni e servizi Industriali	606,72	20,18	17,22	15,91	14,19	9,93	6,43	12,66	12,07	1,29
Assicurazioni	232,96	11,45	9,62	9,79	9,42	9,01	11,21	3,35	3,88	2,71
Media	231,54	27,58	20,87	19,17	17,52	-10,44	18,69	9,37	9,44	2,04
Petrolio & Gas	274,17	11,29	12,49	20,08	13,27	-8,77	-26,13	-31,72	51,38	2,04
Beni personali e per la casa	632,78	25,57	22,03	20,66	19,02	2,12	16,67	8,17	8,65	2,46
Real Estate	225,32	23,30	20,70	20,04	18,76	17,07	19,53	9,13	6,83	2,51
Retail	441,28	21,93	21,43	19,54	17,56	7,90	-1,04	11,72	11,27	1,70
Tecnologici	364,38	23,25	19,19	17,98	15,76	79,79	26,97	7,35	14,12	1,67
Telecom	357,30	23,16	18,84	18,97	16,67	-16,99	30,17	9,02	13,79	1,66
Turismo e Tempo libero	216,11	27,83	16,94	14,16	12,21	26,00	High	15,78	15,91	0,89
Utility	250,15	15,79	13,22	14,04	13,46	-8,95	-0,12	-4,19	4,29	NS

Nota: i valori degli indici sono in valuta locale. E= expected, atteso; NS= non significativo; High= valore fortemente positivo, che spesso scaturisce da un confronto con un valore precedente molto ridotto; Neg.= dato negativo. Fonte: FactSet

Il comparto quota a multipli di EBIT a sconto rispetto alla media storica e al benchmark di riferimento, a fronte di crescite del Risultato Operativo a doppia cifra per l'anno in corso e in lieve rallentamento nel 2017, pur mantenendo una crescita importante. I gruppi europei sono molto attenti a una politica di efficientamento dei costi che dovrebbe consentire per l'anno in corso a un recupero complessivo della marginalità; quest'ultima dovrebbe beneficiare anche dei cali dei prezzi di alcune materie prime utilizzate nella produzione di veicoli.

Crescita degli utili sui settori europei										
Settore	Valore	EV/EBIT (x)				Var. EBIT %				Media EV/EBIT 2008-13
		2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	
<b>Euro Stoxx</b>	<b>345,16</b>	<b>19,12</b>	<b>17,93</b>	<b>17,68</b>	<b>16,19</b>	<b>2,37</b>	<b>2,21</b>	<b>4,85</b>	<b>9,25</b>	<b>14,30</b>
Auto	542,42	15,30	11,51	10,71	10,00	8,49	5,63	13,19	8,46	13,75
Banche	127,87	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Risorse di base	151,63	12,91	70,14	14,36	11,78	44,31	Neg.	High	27,39	177,30
Chimici	947,59	16,76	12,84	12,77	11,66	1,05	10,24	1,12	9,63	11,15
Costruzioni e Materiali	375,17	14,30	13,48	12,30	11,16	-1,39	4,13	11,63	9,92	11,85
Servizi finanziari	368,33	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Alimentari	608,52	16,60	16,28	16,34	15,96	4,52	-0,24	1,80	6,35	10,95
Farmaceutici	812,76	13,76	12,47	11,71	11,15	9,66	12,02	8,33	5,46	9,46
Beni e servizi Industriali	626,07	14,64	13,49	12,43	11,27	7,38	-1,05	13,08	10,38	11,44
Assicurazioni	261,21	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Media	234,01	16,12	13,17	12,43	11,60	-8,45	23,78	8,05	9,08	9,31
Petrolio & Gas	271,36	8,05	13,06	19,95	11,28	-17,69	-43,74	-30,70	77,00	6,40
Beni personali e per la casa	626,25	14,45	13,11	12,47	11,52	-0,45	14,74	6,94	8,12	13,07
Real Estate	222,63	26,47	20,76	23,19	23,13	6,99	17,16	-22,46	0,39	21,22
Retail	454,30	14,57	14,32	13,81	12,68	2,48	-0,25	6,69	9,82	10,67
Tecnologici	393,71	16,66	37,40	32,81	29,09	19,11	17,05	13,67	12,78	12,87
Telecom	363,26	15,65	20,77	15,73	14,59	-0,31	0,23	34,97	9,73	9,99
Turismo e Tempo libero	224,41	18,51	13,18	10,59	9,37	11,99	62,99	16,72	12,65	21,96
Utility	265,06	12,09	11,90	12,13	11,87	-9,11	1,66	4,43	0,60	10,07

Nota: i valori degli indici sono in valuta locale. E= expected, atteso; NS= non significativo; High= valore fortemente positivo, che spesso scaturisce da un confronto con un valore precedente molto ridotto; Neg.= dato negativo. Fonte: FactSet

Il settore offre un rendimento stimato per l'anno in corso al 3,54% e in linea con il benchmark europeo e in crescita costante negli anni.

Dividend Yield stimati sui settori europei				
Settore	Dividend Yield			
	2014	2015E	2016E	2017E
<b>Euro Stoxx</b>	<b>3,05</b>	<b>3,60</b>	<b>3,60</b>	<b>3,87</b>
Auto	2,31	3,34	3,54	3,92
Banche	3,31	4,54	4,57	5,37
Risorse di base	2,87	3,66	3,55	3,60
Chimici	2,25	3,19	3,21	3,41
Costruzioni e Materiali	2,95	3,09	3,14	3,35
Servizi finanziari	2,76	3,51	3,59	3,81
Alimentari	2,21	2,60	2,57	2,67
Farmaceutici	2,20	2,42	2,51	2,63
Beni e servizi Industriali	2,50	2,98	3,10	3,39
Assicurazioni	4,26	5,25	5,24	5,49
Media	2,38	5,10	3,70	3,97
Petrolio & Gas	5,91	5,65	5,45	5,51
Beni personali e per la casa	2,06	2,30	2,41	2,63
Real Estate	3,36	3,84	4,06	4,28
Retail	2,36	2,60	2,66	2,90
Tecnologici	1,37	1,99	1,90	2,08
Telecom	3,57	4,42	4,33	4,62
Turismo e Tempo libero	2,24	1,98	2,01	2,25
Utility	6,32	5,28	5,22	5,00

Fonte: FactSet

## Analisi tecnica

I livelli di questa sezione sono aggiornati alla data odierna.

### Settore Auto – grafico mensile



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

### Settore Auto – grafico settimanale



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Tecnicamente il settore è impostato in un trend di medio periodo rialzista, anche se nell'ultimo anno ha sviluppato un ritracciamento piuttosto consistente acuitosi lo scorso agosto, sulla scia della turbolenza dei mercati asiatici e dei timori per il rallentamento della crescita cinese. La correzione ha intercettato una zona supportiva di forte valenza posta in area 389, che ha consentito dapprima un rimbalzo e successivamente un ri-test poco superiore ai mini precedenti. L'eventuale superamento della barriera posta a 486 favorirebbe allunghi verso 500 in prima battuta e 549 successivamente. Sopra tale area il settore supererebbe la parte alta del flag in cui si trova da un anno a questa parte, ripristinando un trend rialzista. In tale contesto, la violazione di 577 riproporrebbe le barriere in area 600 per poi proseguire verso 638 e 657-666 massimi



assoluti di marzo 2015. L'eventuale superamento di quest'area fornirebbe un segnale di forza verso la parte alta del canale costruito sui minimi del 2011.

Sul fronte opposto, l'eventuale cedimento dell'area posta sui minimi di periodo tra 399-389, confermata dalla perdita di 383-375 indebolirebbe la grafica con primi obiettivi a 333 e 303.

### **Conclusioni**

Dopo aver sviluppato una correzione piuttosto ripida, il settore si è riportato su quotazioni contenute con prospettive di crescita di utili ancora elevate e un PEG attraente; inoltre, vanta un appeal speculativo sul fronte di M&A. Il comparto quota a P/E e multipli di Risultato Operativo a sconto rispetto alla media storica e al benchmark di riferimento, a fronte di crescite a doppia cifra del Risultato Operativo per l'anno in corso e in lieve rallentamento nel 2017. Le politiche di efficientamento adottate dai gruppi europei dovrebbero consentire per l'anno in corso un recupero complessivo della marginalità, che dovrebbero beneficiare anche dei cali dei prezzi di alcune materie prime utilizzate nella produzione di veicoli.

Ribadiamo il giudizio Moderatamente Positivo in considerazione anche di prospettive di un miglioramento del mercato europeo.

Nota bene: ulteriori approfondimenti saranno contenuti nella nota societaria su BMW di prossima pubblicazione.

## Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le rispettive famiglie possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

La pubblicazione 'Focus' viene redatta senza una cadenza predefinita per analizzare temi di particolare interesse e che possono variare a seconda delle circostanze. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 14.03.2016.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet di Banca IMI (<http://www.bancaimi.prodottiequotazioni.com/Studi-e-Ricerche>) e di Intesa Sanpaolo ([www.intesaspa.com](http://www.intesaspa.com)) nella sezione Risparmio-Mercati.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: [http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_wvp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wvp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti e alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto agli articoli 69-quater e 69-quinquies del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14.05.1999 e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 - tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

## Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo sono riportati nella prima pagina del documento, dichiarano che:

(a) le opinioni espresse sulle Società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Altre indicazioni

1. Né gli analisti né qualsiasi altra persona della loro famiglia hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né gli analisti né qualsiasi altra persona della loro famiglia operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. Gli analisti che hanno redatto il presente documento sono soci AIAF.
4. Gli analisti che hanno predisposto la presente raccomandazione non ricevono bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

**Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice**

### Responsabile Retail Research

Paolo Guida

### Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

### Analista Obbligazionario

Serena Marchesi

Fulvia Risso

Cecilia Barazzetta

### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Sonia Papandrea