

Appeal fornito da dividendo elevato e attività di M&A

Il comparto Utility resta appetibile grazie alle operazioni di consolidamento e all'espansione in mercati esteri caratterizzati da tassi di crescita più elevati; il settore si conferma interessante anche sotto il profilo della distribuzione dei dividendi, con un dividend yield stimato dal consenso a un livello più elevato rispetto a quello dell'EuroStoxx per il biennio 2016-17 (5,48% vs 4,07% del benchmark europeo) e soprattutto nei confronti dei titoli di debito governativi dell'area euro.

Il miglioramento della congiuntura in Europa dovrebbe fornire sostegno alla domanda di energia che nel 2015 ha mostrato segnali di ripresa; di contro, i prezzi dell'energia elettrica dovrebbero restare sotto pressione, data la sovraccapacità ancora elevata. Ne risentono i margini di bilancio, con i valori di EBIT ed EBITDA stimati dal consenso in moderato ribasso.

Sul comparto resta anche l'appeal legato all'espansione in mercati esteri, soprattutto verso quelli dove esistono agevolazioni fiscali per la realizzazione di impianti a energia rinnovabile, come gli Stati Uniti, dal momento che l'Amministrazione Obama ha prorogato per il 2016 gli sgravi fiscali stanziando 7,4 mld di dollari per l'intero settore dell'energia pulita.

Driver fornito anche dalle attività straordinarie di fusione e acquisizione, che permettono ai gruppi del settore di creare importanti sinergie per fronteggiare gli elevati costi di trasformazione del business in atto. Nel 2015 l'M&A sul settore in Europa ha registrato un incremento del 243% a/a per un controvalore di 70,8 mld di dollari, di cui la componente più significativa è la produzione di energia pari a 31,6 mld di dollari, seguita dal gas con 28,1 mld di dollari.

Tra le criticità per il comparto si confermano gli elevati costi per la trasformazione dal nucleare ad altre fonti di energia, anche se interventi politici da parte dei vari governi potrebbero allungare i tempi nella realizzazione di tali interventi. Difficile anche la situazione attuale in Brasile, dove il contesto macroeconomico incide sui ritorni dei gruppi europei con elevata esposizione nel Paese sudamericano.

Analizzando i fondamentali, l'Euro Stoxx Utility evidenzia P/E in linea o lievemente a premio rispetto al benchmark di riferimento europeo e incorpora nei prezzi il rallentamento degli utili, atteso per l'esercizio in corso dal consenso, cui fa seguito un moderato recupero sul 2017. In termini di multipli di EBIT stimati dal consenso, si evince uno sconto ampio rispetto al benchmark, sia per l'anno in corso che per il 2017.

Manteniamo il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto in considerazione del miglioramento della crescita economica in Europa, che dovrebbe consentire riflessi positivi sulla domanda di energia, cui si aggiunge il contesto di tassi di mercato estremamente contenuti. I gruppi del settore beneficiano, infatti, di bassi costi della provvista, dal momento che presentano un elevato stock di obbligazioni emesse.

17 febbraio 2016

Settore Utility

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

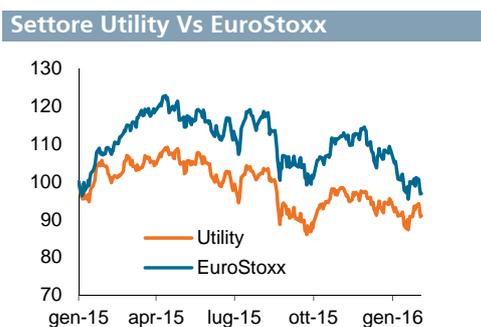
Ricerca per Investitori
privati e PMI

Laura Carozza
Analista Finanziario

Piero Toia
Analista Finanziario

Scheda Settore	
Dati Settore	
Volume (mln di pezzi)	179,6
Prezzo (euro)	244,82
Capitalizzazione (mld di euro)	183,70
Max-Min a 12 mesi (euro)	305,93-232,12
Rendimento dividend 2016 (%)	5,44
EV/EBIT 2016E Settore Utility	11,57x
EV/EBIT 2016E Eurostoxx	16,40x

Nota: i dati sono aggiornati al 15.02.2016
Fonte: Bloomberg e Factset



Fonte: Bloomberg

Performance %			
Assoluta		Relativa	
		EuroStoxx	
1m	-0,85	1m	2,86
3m	-7,43	3m	6,72
12m	-13,74	12m	1,04
YTD	-7,63	YTD	5,27

Fonte: Bloomberg

Alto rendimento, M&A e focus su mercati ad alta crescita

Il comparto Utility resta appetibile grazie alle operazioni di consolidamento e all'espansione in mercati esteri caratterizzati da tassi di crescita più elevati. Il settore offre un rendimento interessante e, dato l'indebitamento consistente a causa degli importanti investimenti, beneficia dell'elevata correlazione inversa con i tassi. Confermiamo la view Moderatamente Positiva.

Il settore ha risentito del generale contesto di mercato caratterizzato da un incremento dell'avversione al rischio, mostrando però forza relativa e sovraperformando da inizio anno rispetto all'indice di riferimento EuroStoxx.

Nell'ultima riunione della BCE, il presidente Draghi ha aperto all'eventualità di un ampliamento del QE per stimolare ulteriormente la crescita economica con impatti favorevoli sulla domanda di energia in Europa, che già nel 2015 ha fornito segnali di ripresa, dopo un 2014 particolarmente negativo (in Italia +1,5% a/a nel 2015, che scende a +1,3% se comparato con gli stessi giorni lavorativi, registrando il primo incremento dopo 3 anni di calo); inoltre, tale manovra potrebbe fornire un sostegno al comparto Utility, data l'elevata correlazione inversa all'andamento dei tassi. In aggiunta, un miglioramento atteso della congiuntura economica in Europa dovrebbe avere effetti positivi sulla domanda di energia e quindi sui ricavi dei gruppi del settore.

I bassi tassi di mercato garantiscono ai gruppi del settore un costo della provvista più contenuto e un impatto positivo sui dati finanziari viste le elevate posizioni debitorie rappresentate in gran parte dall'emissione di obbligazioni. Secondo dati Bloomberg, l'intero comparto presenta debiti complessivi pari a 266 mld di euro, a un livello però inferiore rispetto agli esercizi precedenti per via della riduzione degli investimenti con il rapporto fra debito netto ed EBITDA che resta sostanzialmente invariato a 2,5x, grazie alle politiche di efficientamento dei costi attuate negli ultimi esercizi.

Le criticità per il comparto si confermano gli elevati costi per la trasformazione dal nucleare ad altre fonti di energia, anche se interventi politici da parte dei vari governi potrebbero allungare i tempi nella realizzazione di tali opere. Il Ministro dell'Energia tedesco ha recentemente aperto all'ipotesi di dilazionare la tempistica per la trasformazione della produzione dalle tradizionali fonti di energia a carbone e nucleare in nuove fonti rinnovabili; tale eventualità permetterebbe alle principali utility tedesche di registrare un impatto più diluito sui bilanci derivanti dagli elevati costi di trasformazione, in considerazione del fatto che la Germania presenta ancora un'alta dipendenza energetica da fonti tradizionali. In base ai dati a disposizione che si fermano al 2014, la produzione di energia elettrica in Germania risultava, infatti, ancora fortemente dipendente dal nucleare e dall'utilizzo di carbone, il cui peso complessivo arrivava a oltre il 60%, a un livello superiore alla media europea. Analogamente, in Francia la quota del nucleare risultava la più rilevante con circa il 77% del totale della produzione nazionale di energia elettrica.

...domanda di energia in recupero

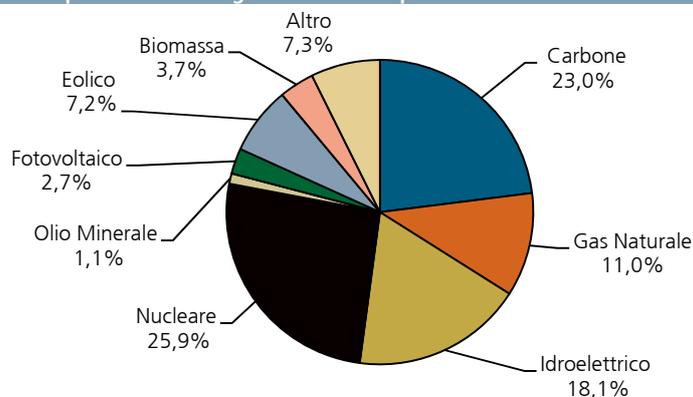
Dato l'elevato indebitamento, correlazione inversa con i tassi

Tra le criticità: alti costi di trasformazione dal nucleare ad altre fonti e difficile situazione in Brasile

Composizione fonti di produzione energia elettrica (peso %)				
	Europa	Italia	Germania	Francia
Carbone	23	13,2	46,9	1,5
Gas Naturale	11	34,9	6,6	2,6
Idroelettrico	18,1	21,7	4,3	12,6
Nucleare	25,9	0,0	14,8	77,0
Olio Minerale	1,1	6,5	0,2	0,6
Fotovoltaico	2,7	8,7	6,2	1,1
Eolico	7,2	5,6	9,9	3,2
Biomassa	3,7	4,0	6,8	1,4
Altro	7,3	5,4	4,3	0,0

Nota: dati al 2014. Fonte: RePower

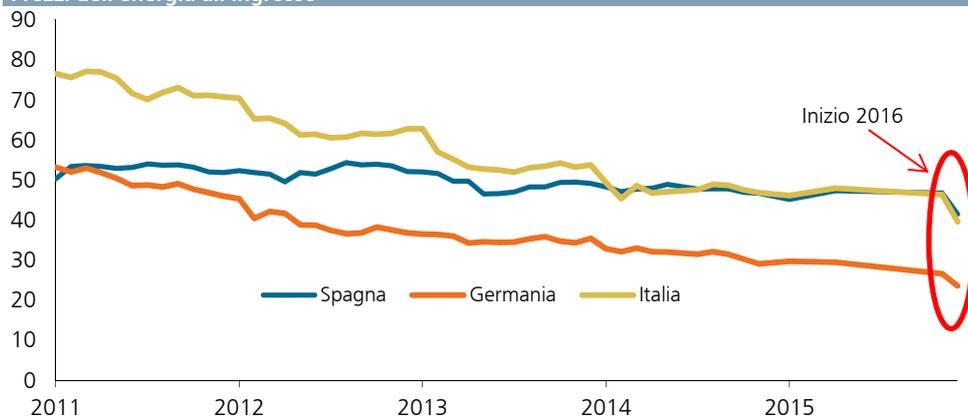
Spaccato fonti di produzione energia a livello europeo



Nota: dati al 2014. Fonte: RePower

Difficile anche la situazione attuale in Brasile, dove il contesto macroeconomico incide sui ritorni dei gruppi europei con elevata esposizione nel Paese sudamericano. Infine, i prezzi dell'energia dovrebbero restare sotto pressione, data la sovraccapacità ancora elevata. Dal grafico sottostante emerge, infatti, come nei principali paesi europei, il trend discendente dei prezzi stia proseguendo anche nei primi mesi dell'anno.

Prezzi dell'energia all'ingrosso

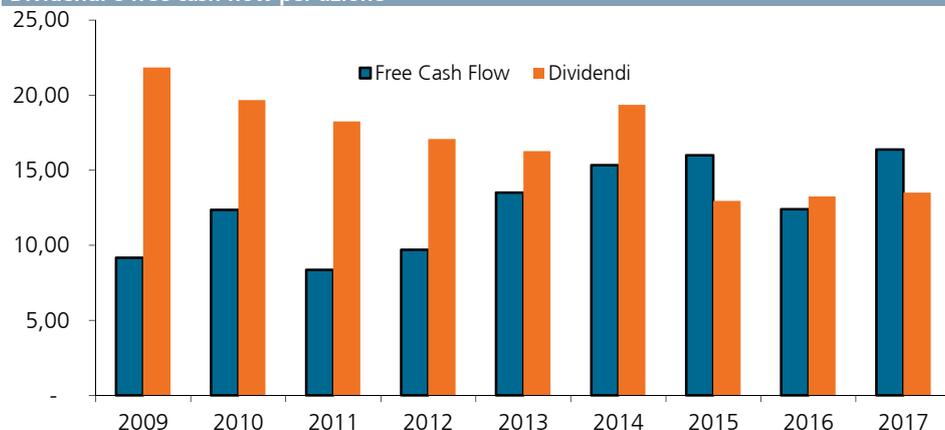


Nota: dati in euro/MWh. Fonte: Bloomberg

Il comparto continua ad attrarre sotto il profilo del dividend yield, che garantisce a questi prezzi di mercato una remunerazione più elevata rispetto ad altri strumenti di investimento, soprattutto nei confronti dei titoli di debito governativi dell'area euro. Sotto questo aspetto il consenso stima un dividend yield per il biennio 2016-17 pari al 5,48%, un livello superiore rispetto a quanto atteso per l'EuroStoxx (4,07%) e soprattutto rispetto ai rendimenti sul Bund a 10 anni, che si attestano sul mercato intorno allo 0,2% o a quelli del BTP con pari scadenza (1,6%). Risulta interessante anche il confronto con i valori stimati per gli altri comparti europei, con il dividend yield del comparto Utility che si posiziona solamente al di sotto di quelli stimati per il Bancario (5,98%), Assicurativo (5,92%) ed Energia (6,23%), comparti che comunque sono stati oggetto di maggiori pressioni in vendita da inizio anno e che quindi presentano prezzi più contenuti.

Elevato dividend yield

Dividendi e free cash flow per azione

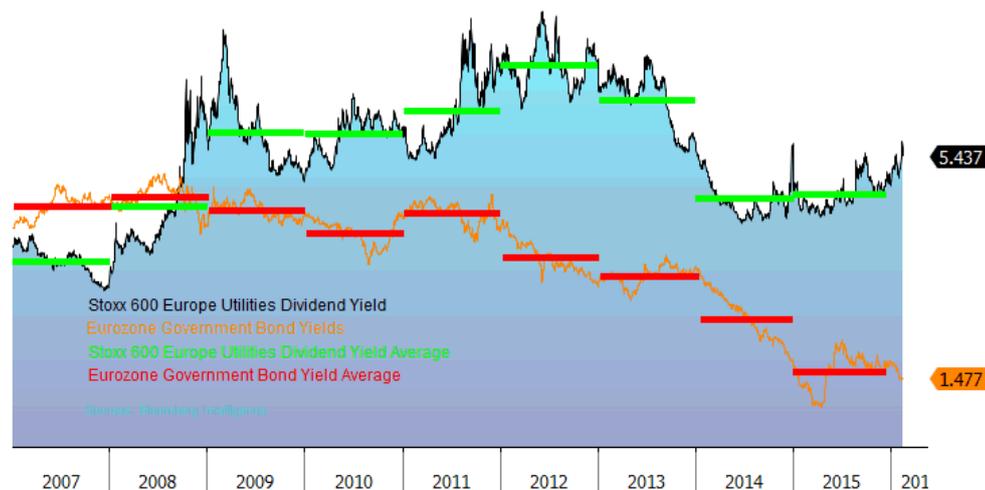


Fonte: Bloomberg

La distribuzione di dividendi resta ancora interessante e risulta garantita da flussi di cassa positivi, con il *free cash flow* che è stimato in calo per il 2016 rispetto agli ultimi due esercizi per poi migliorare nel 2017, attestandosi a un livello superiore alla media storica, come evidenziato dal grafico sovrastante (Fonte: Bloomberg).

Raffronto tra dividend yield Stoxx600 e rendimenti dei titoli governativi

Stoxx 600 Utilities' Dividend Yields vs. Eurozone Government Bond Yields



Fonte: Bloomberg

Dividend yield stimati sui settori e principali indici						
Settore	Valori	Dividend yield				Media 2016-17
		2014	2015E	2016E	2017E	
EuroStoxx	300,61	3,33	3,72	3,91	4,24	4,07
Auto	433,75	2,85	3,49	3,78	4,18	3,98
Banche	98,30	3,86	4,66	5,44	6,52	5,98
Risorse di base	129,60	2,63	3,89	4,05	4,33	4,19
Chimici	811,48	2,65	3,28	3,48	3,70	3,59
Costruzioni e Materiali	341,52	3,15	3,25	3,43	3,70	3,56
Servizi finanziari	306,49	3,25	3,62	3,77	4,05	3,91
Alimentari	566,67	2,84	2,46	2,52	2,72	2,62
Farmaceutici	722,36	2,74	2,54	2,66	2,79	2,72
Beni e servizi Industriali	554,01	2,84	3,17	3,42	3,74	3,58
Assicurazioni	211,79	3,61	5,51	5,77	6,07	5,92
Media	215,26	3,43	5,43	3,99	4,17	4,08
Petrolio & Gas	248,15	5,09	6,19	6,22	6,24	6,23
Beni personali e per la casa	609,11	2,22	2,33	2,50	2,73	2,62
Real Estate	207,14	4,99	4,00	4,41	4,66	4,54
Retail	419,54	2,87	2,69	2,83	3,08	2,96
Tecnologici	341,87	1,56	2,00	1,93	2,11	2,02
Telecom	327,36	5,25	4,54	4,69	5,00	4,84
Turismo e Tempo libero	197,78	1,60	2,26	2,22	2,45	2,34
Utility	244,82	4,70	5,28	5,44	5,52	5,48

Nota: dati aggiornati al 09.02.2016. Fonte: FactSet

Sul comparto resta anche l'appello legato all'espansione in mercati esteri, soprattutto verso quelli dove esistono agevolazioni fiscali per la realizzazione di impianti a energia rinnovabile. Gli Stati Uniti rappresentano un mercato interessante da questo punto di vista, dal momento che l'Amministrazione Obama ha prorogato per il 2016 gli sgravi fiscali stanziando 7,4 mld di dollari per l'intero settore dell'energia pulita; somme che risultano in aumento rispetto a quelle degli ultimi due esercizi quando gli stanziamenti risultavano pari a 6,9 mld nel 2015 e a 6,5 mld nel 2014. Si conferma importante anche il tema legato alle attività di M&A, che permettono ai gruppi del settore di creare rilevanti sinergie per fronteggiare gli elevati costi di trasformazione del business. Secondo dati Bloomberg, le attività straordinarie di fusione e acquisizione hanno registrato nel 2015 in Europa un incremento del 243% su base annua attestandosi a 70,8 mld di dollari in termini di controvalore; la componente più significativa è quella legata ad aggregazioni nel settore della produzione di energia con un controvalore pari a 31,6 mld di dollari, seguite da quelle nel segmento gas con 28,1 mld di dollari. Da inizio anno, l'attività è proseguita a un ritmo ancora sostenuto, con un tasso di crescita tra i più elevati a livello settoriale europeo rispetto ai primi mesi dello scorso esercizio.

Operazioni straordinarie

Crescita degli utili e PE sui settori europei									
Settore	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
EuroStoxx	300,61	14,47	13,83	13,14	11,66	18,99	15,68	5,26	12,68
Auto	433,75	10,69	8,67	7,56	6,86	27,46	20,04	14,67	10,23
Banche	98,30	13,86	8,72	8,56	7,24	78,15	70,82	1,89	18,18
Risorse di base	129,60	15,42	NS	16,70	12,48	High	Neg.	High	33,86
Chimici	811,48	15,83	14,14	13,44	12,18	11,17	8,99	5,16	10,36
Costruzioni e Materiali	341,52	16,88	17,38	14,96	13,08	14,39	10,93	16,18	14,38
Servizi finanziari	306,49	16,04	14,87	12,99	12,38	3,78	36,14	14,53	4,93
Alimentari	566,67	18,26	21,77	21,13	19,40	5,19	2,37	3,03	8,92
Farmaceutici	722,36	16,25	16,79	16,02	15,11	5,45	9,85	4,85	5,97
Beni e servizi Industriali	554,01	16,34	16,31	14,43	12,87	22,20	5,83	12,99	12,17
Assicurazioni	211,79	9,91	8,85	8,92	8,56	10,81	15,39	-0,76	4,23
Media	215,26	19,49	19,31	17,68	16,19	2,51	17,70	9,21	9,19
Petrolio & Gas	248,15	11,02	11,21	18,06	11,86	7,52	-22,81	-37,90	52,25
Beni personali e per la casa	609,11	19,46	21,51	19,73	18,16	13,31	16,61	9,03	8,69
Real Estate	207,14	16,44	19,78	18,33	17,13	4,17	20,07	7,93	6,98
Retail	419,54	17,14	20,56	18,23	16,42	14,75	0,06	12,82	11,03
Tecnologici	341,87	19,65	18,12	16,64	14,71	67,94	26,66	8,86	13,16
Telecom	327,36	14,07	17,47	16,89	14,85	-6,75	36,09	3,40	13,75
Turismo e Tempo libero	197,78	18,15	17,05	13,48	11,53	72,44	High	26,49	16,91
Utility	244,82	14,09	13,12	13,45	12,81	-10,10	0,79	-2,41	4,95

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

Per il 2016-17 il settore Utility quota in linea e lievemente a premio rispetto al benchmark europeo e secondo le stime di consenso mantiene prospettive di crescita moderata degli utili per il biennio considerato. Il comparto incorpora nei prezzi la difficile situazione dovuta alla sovraccapacità produttiva; il momento peggiore dovrebbe essere passato e per il prossimo anno è previsto un ritorno alla crescita degli utili. Il comparto resta favorito dai tassi bassi con cui registra un'elevata correlazione inversa.

I fondamentali: P/E in linea o lievemente a premio, stime utili ancora deboli

Multipli, crescite EBIT sui settori europei									
Settore	Valore	EV/EBIT (x)				Var. EBIT %			
		2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
EuroStoxx	345,16	16,77	16,77	16,40	15,03	7,33	3,90	4,04	9,26
Auto	542,42	13,39	11,10	10,16	9,34	6,02	5,52	12,94	10,18
Banche	127,87	33,38	28,10	29,43	27,12	10,40	10,53	-4,01	8,29
Risorse di base	151,63	12,51	59,83	12,28	10,42	40,48	Neg.	High	22,08
Chimici	947,59	12,90	12,30	11,69	10,80	9,55	11,60	5,90	8,11
Costruzioni e Materiali	375,17	12,46	13,00	11,76	10,66	8,54	5,41	9,44	10,03
Servizi finanziari	368,33	9,52	7,36	6,24	6,21	7,50	-2,88	20,98	-0,78
Alimentari	608,52	11,69	16,16	15,63	15,11	4,44	0,93	3,25	7,59
Farmaceutici	812,76	11,19	12,04	11,23	10,62	7,82	12,81	7,57	6,24
Beni e servizi Industriali	626,07	11,82	12,95	11,62	10,54	18,54	-0,33	13,22	10,46
Assicurazioni	261,21	14,81	10,28	10,22	10,05	4,26	9,38	0,71	2,03
Media	234,01	13,24	12,27	11,52	10,81	3,41	24,67	8,14	8,42
Petrolio & Gas	271,36	6,86	12,36	17,76	10,59	6,87	-44,24	-25,76	66,48
Beni personali e per la casa	626,25	12,62	12,85	12,02	11,10	8,32	14,70	7,40	8,21
Real Estate	222,63	21,17	21,45	23,48	22,72	8,71	9,01	-5,33	3,17
Retail	454,30	11,29	14,15	13,27	12,12	8,71	0,23	7,40	10,33
Tecnologici	393,71	13,49	13,37	12,46	11,13	18,82	18,48	7,71	12,12
Telecom	363,26	12,46	15,94	14,75	13,60	-6,45	7,40	10,65	10,63
Turismo e Tempo libero	224,41	12,22	12,54	10,78	9,53	43,64	56,96	15,56	12,76
Utility	265,06	11,54	11,27	11,57	11,32	-2,05	12,53	-3,25	0,72

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

Analizzando i multipli di EBIT stimati dal consenso, si evince uno sconto ampio rispetto al benchmark, sia per l'anno in corso che per il 2017. Secondo le stime di consenso per il 2016 è atteso un moderato calo dei margini, che risentono ancora della pressione sui prezzi dell'Energia elettrica dovuta alla sovraccapacità produttiva; il dato è comunque incorporato nei prezzi.

Ampio sconto sui multipli EV/EBIT

Analisi Tecnica

Grafico settimanale



Fonte: Bloomberg rielaborazione Intesa Sanpaolo

Tecnicamente il settore è impostato in un trend di medio periodo rialzista, costruito sui minimi di inizio giugno 2012, anche se negli ultimi 6 mesi è incanalato in un *flag* discendente che lo ha riportato a ritestare l'area supportiva di forte valenza posta in area 233-230, la cui tenuta dovrebbe consentire un rimbalzo delle quotazioni in area 252. L'eventuale superamento di quest'ultima riproporrebbe i test a 263 e 268, per poi proseguire verso 277-278. Solo la violazione di quest'area favorirebbe nuovi allunghi verso 289 per poi tornare sui massimi dello scorso anno posti a 305,9. Di contro, l'eventuale cedimento dell'area posta a 232 aprirebbe spazi a nuove discese con obiettivo nuovamente a 218-213, la cui perdita riproporrebbe i test in zona 206-202, area di forte valenza da non perdere per non deteriorare la grafica. L'eventuale cedimento di quest'ultimo aprirebbe la strada a ulteriori discese, dapprima in area 182-170.

In conclusione Manteniamo il giudizio Moderatamente Positivo in considerazione dell'elevato dividend yield, delle operazioni di aggregazione, del miglioramento della crescita economica in Europa, che dovrebbe consentire riflessi positivi sulla domanda di energia, cui si aggiunge il contesto di tassi di mercato estremamente contenuti. I gruppi del settore beneficiano, infatti, di bassi costi della provvista, dal momento che presentano un elevato stock di obbligazioni emesse.

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 11.02.2016.

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.intesasnpaolo.com) nella sezione Risparmio-Mercati.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Ai sensi del Regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14.05.1999 e successive modificazioni ed integrazioni, Intesa Sanpaolo ha posto in essere idonei meccanismi organizzativi e amministrativi (information barriers), al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse in rapporto alle raccomandazioni prodotte. Per maggiori informazioni si rinvia al documento "Policy per studi e ricerche" e all'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse" a disposizione sul sito internet di Intesa Sanpaolo (www.intesasanpaolo.com).

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