

Apple

La società di Cupertino macina record su record sui conti e in borsa confermando la propria leadership in un contesto che resta altamente competitivo. Non mancano punti di fragilità come il calo delle vendite in Cina o le incertezze sui prossimi progressi tecnologici ma le prospettive restano supportate dalla buona gestione del ciclo di vita dei prodotti e della loro sostituzione. Per l'autunno le attenzioni sono focalizzate sulla presentazione e l'uscita dei nuovi iPhone sui quali le aspettative restano molto elevate.

In arrivo i nuovi iPhone

Le prospettive di tenuta di fatturato e redditività di Apple sono strettamente legate al ciclo dei prodotti. In tal senso l'uscita dei nuovi modelli entro fine anno rappresenta un momento cruciale per la società. La presentazione è prevista per il 12 settembre e la commercializzazione dovrebbe iniziare a fine settembre o inizio ottobre. Gli iPhone attesi sono 3: i due nuovi iPhone con schermo LCD e l'iPhone con schermo OLED. Come di consueto in occasione del lancio di nuovi prodotti, il tema di maggior rilievo è quello riguardante la produzione e commercializzazione di milioni di modelli senza problemi riguardanti le forniture e la catena produttiva. Le attese sulle vendite di iPhone per il 4° trimestre fiscale, che termina a settembre, è di 50 mln di unità? dopo i 41 mln del 3° trimestre, ma il pieno effetto della commercializzazione dei nuovi prodotti è atteso ovviamente per il 1° trimestre del nuovo anno fiscale. C'è dibattito sul nome che sarà dato ai nuovi modelli. Sembra che le versioni con schermo LCD saranno i nuovi iPhone8 mentre la versione con schermo OLED, riconoscimento facciale e ricarica senza fili, potrebbe essere quella che richiama l'anniversario decennale del primo iPhone e potrebbe chiamarsi iPhone Edition. Il prezzo del modello OLED dovrebbe aggirarsi intorno ai 1.000 dollari nella versione con 128GB.

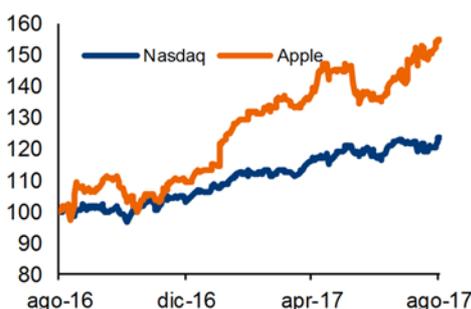
I risultati trimestrali e la *guidance*

Nel 3° trimestre Apple ha riportato ricavi per 45,4 mld di dollari (42,4 nel 2016) e utili per azione diluita di 1,67 dollari (1,42 nel 2016). Le vendite all'estero sono state il 61% del totale. Si tratta del terzo trimestre consecutivo di crescita e nell'ambito dei Servizi è stato registrato un record storico. Dunque una crescita dei ricavi del 7% e una crescita dell'EPS del 17%. Il margine lordo è stato del 38,5% e i costi operativi pari a 6,72 mld di dollari. Il margine EBIT è stato pari 10,768 mld con un'aliquota fiscale del 23,3%. Nel breve l'impatto valutario per l'andamento sfavorevole dell'euro e dello yuan è stato di circa il 2% sulla crescita, anche se nel complesso l'indebolimento del dollaro è un punto di forza. La società ha indicato per il 4° trimestre fiscale ricavi tra 49 e 52 mld di dollari, con un margine lordo tra il 37,5% e il 38%. I costi operativi sono visti tra 6,7 mld e 6,8 mld di dollari, redditi diversi per 500 mln e un'aliquota fiscale del 25,5%. Il dividendo pagato è stato di 0,63 dollari per azione.

| Scheda società | |
|-----------------------------------|---------------|
| Dati società | |
| N. azioni ordinarie (mln) | 5.165,20 |
| Prezzo (dollari) | 164,05 |
| Dati Mercato | |
| Capitalizzazione (mln di dollari) | 847.355,70 |
| Max-Min a 12 mesi (dollari) | 164,05-102,53 |
| Altre informazioni | |
| Settore | Tecnologico |
| Rendimento | |
| Ultimo dividendo (dollari) | 0,63 |
| Rendimento dividendo (%) | 1,46 |

Fonte: Bloomberg

Performance vs. Nasdaq (ultimo anno)



Fonte: Bloomberg

5 settembre 2017

11:34 CET

Data e ora di chiusura

5 settembre 2017

11:44 CET

Data e ora di prima diffusione

Azioni

Aggiornamento emittente in breve

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori privati e PMI

Paolo Guida
Responsabile

Laura Carozza
Analista Finanziario

| | Performance % | |
|-----|---------------|-----------------|
| | Assoluta | Relativa Nasdaq |
| 1m | 9,31m | 8,1 |
| 3m | 7,13m | 4,0 |
| 12m | 53,712m | 30,6 |

Fonte: Bloomberg

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 01.09.2017.

Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Il dettaglio dei risultati evidenzia un buon andamento nelle vendite di iPhone (+1,6% a/a) ma soprattutto di iPad (+14,8% a/a). Il successo degli iPad è stato evidente sia nelle vendite alle imprese che al settore scolastico, alimentato anche in prospettiva dall'introduzione del nuovo sistema operativo iOS11. Tuttavia, l'aumento delle unità vendute è stato in parte compensato dal minor prezzo medio di vendita (-11,2%) determinando un aumento dei ricavi per iPad dell'1,9%. In crescita anche le vendite Mac (+0,9%), con ricavi complessivi del comparto in aumento del 6,7% (+5,7% il prezzo medio di vendita). Da sottolineare anche la performance dei Servizi che hanno registrato una crescita dei ricavi del 21,6% su base annuale. Da un punto di vista geografico si conferma il calo delle vendite in Cina, pari al 10% (contro attese dell'8,3%).

Rischi/Benefici

Il principale **beneficio** per Apple potrà venire dal nuovo ciclo di prodotti che saranno presentati il 12 settembre. Si tratta di un evento cruciale e che probabilmente dispiegherà una domanda inespresa da tempo in attesa dei nuovi prodotti. La solidità e continuità dei risultati di Apple si basano su un progresso tecnologico costante che si concretizza nel lancio di nuovi prodotti mediamente ogni due anni. A differenza delle ultime release, l'iPhone con schermo OLED sembra essere un discreto passo tecnologico in attesa delle novità di maggior rilievo legate alla realtà virtuale e alla realtà aumentata.

Tra i **rischi** di maggior rilievo annoveriamo la gestione operativa della commercializzazione dei nuovi prodotti, con la necessità di produrre e distribuire decine di milioni di iPhone nel 1° trimestre del lancio. Inoltre la società ha la necessità di portare periodicamente sul mercato novità tecnologiche in grado di mantenere i ritmi di vendita e consentire un adeguato tasso di sostituzione dei prodotti. Infine l'effetto dei cambi e le prospettive macroeconomiche possono pesare significativamente sulla crescita dei ricavi e sulla redditività. Va inoltre sottolineato il rischio di un maggiore protezionismo, stando agli annunci del Presidente Trump.

Valutazione

Nonostante un apprezzamento delle quotazioni particolarmente elevato (il valore è raddoppiato dai minimi relativi di maggio 2016), in termini di valutazioni Apple presenta P/E inferiori alla media dell'indice dei Tecnologici e dell'S&P500, a fronte di un aumento degli utili stimato dal consenso per l'anno in corso vicino alla doppia cifra, per poi aumentare sensibilmente nel 2018 grazie soprattutto alle attese per l'iPhone 8.

| Apple Inc. - Multipli e crescita P/E vs. gli indici statunitensi | | | | | | | | | |
|--|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| | Valore (dollari) | P/E (x) | | | | Var. EPS % | | | |
| | | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| S&P 500 | 2.476 | 16,44 | 19,87 | 18,58 | 16,76 | -1,71 | 0,31 | 9,69 | 10,87 |
| NASDAQ Composite Index | 6.435 | 20,28 | 26,81 | 24,13 | 20,59 | 12,89 | -0,70 | 13,11 | 17,08 |
| Apple Inc. | 164 | 17,27 | 19,17 | 17,70 | 14,80 | 42,95 | -9,87 | 8,26 | 19,63 |

Nota: E=expected, atteso. I valori sono espressi in euro dati i competitor europei. Fonte: FactSet.

In termini di utile operativo, il consenso stima crescita dei multipli di EBIT decisamente a sconto rispetto all'S&P500 e al Nasdaq, a fronte di una crescita del Risultato Operativo contenuta per l'anno in corso, imputabile anche al calo registrato in Cina e a un rallentamento delle vendite dell'iPhone 6. Di contro, la crescita dell'EBIT per il 2018 è attesa in forte aumento.

| Apple Inc. - Multipli e crescita EV/EBIT vs. gli indici statunitensi | | | | | | | | | |
|--|---------------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|---------------|-------------|--------------|
| | Valore (dollari) | EV/EBIT (x) | | | | Var. EBIT % | | | |
| | | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| S&P 500 | 2.476 | 15,43 | 17,04 | 15,78 | 14,34 | -6,12 | 5,50 | 10,63 | 9,84 |
| NASDAQ Composite Index | 6.435 | 15,78 | 18,66 | 18,34 | 15,90 | 5,97 | 9,62 | 10,33 | 15,26 |
| Apple Inc. | 164 | 9,55 | 11,14 | 10,94 | 9,10 | 35,67 | -15,73 | 1,36 | 15,77 |

Nota: E=expected, atteso. I valori sono espressi in euro dati i competitor europei. Fonte: FactSet.

Anche in termini di EBITDA, secondo le stime di consenso il titolo tratta a sconto rispetto agli indici di riferimento a fronte di una crescita stimata *flat* per l'anno in corso, ma particolarmente elevata per l'anno prossimo.

| Apple Inc. - Multipli e crescita EV/EBITDA vs. gli indici statunitensi | | | | | | | | | |
|--|---------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|-------------|--------------|
| | Valore (dollari) | EV/EBITDA (x) | | | | Var. EBITDA % | | | |
| | | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| S&P 500 | 2.476 | 10,37 | 11,95 | 11,40 | 10,53 | -2,87 | 1,71 | 8,27 | 8,27 |
| NASDAQ Composite Index | 6.435 | 10,82 | 12,77 | 12,57 | 11,29 | 8,94 | 9,17 | 9,34 | 11,31 |
| Apple Inc. | 164 | 8,25 | 9,48 | 9,38 | 7,68 | 36,46 | -14,50 | 0,64 | 17,57 |

Nota: E=expected, atteso. I valori sono espressi in euro dati i competitor europei. Fonte: FactSet.

Sul fronte dei ricavi, le stime di consenso indicano una crescita in linea con l'S&P500 per il 2017, mentre diventa particolarmente elevata nel 2018, a fronte di multipli sui ricavi lievemente a premio per l'anno in corso e a sconto rispetto al Nasdaq nel prossimo esercizio.

| Apple Inc. - Multipli e crescita EV/Sales vs. gli indici statunitensi | | | | | | | | | |
|---|---------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| | Valore (dollari) | EV/Sales (x) | | | | Var. Sales % | | | |
| | | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| S&P 500 | 2.476 | 2,08 | 2,39 | 2,34 | 2,24 | -3,73 | 2,23 | 5,06 | 4,64 |
| NASDAQ Composite Index | 6.435 | 2,35 | 2,82 | 2,80 | 2,61 | 4,90 | 7,08 | 8,70 | 8,05 |
| Apple Inc. | 164 | 2,91 | 3,10 | 2,92 | 2,45 | 27,86 | -7,73 | 5,64 | 14,60 |

Nota: E=expected, atteso. I valori sono espressi in euro dati i competitor europei. Fonte: FactSet.

In termini di remunerazione agli azionisti, Apple vanta un *dividend yield* superiore alla media dei principali competitor tecnologici, con un valore per il biennio 2017-18 che si attesta poco sopra l'1,5%, a un livello superiore a quello stimato per l'indice Nasdaq (1,2%).

| Apple Inc. - Dividend Yield (%) vs. i principali competitor | | | | | | |
|---|------------------|------------------|-------------|-------------|-------------|----------------|
| | Valore (euro) | Dividend Yield % | | | | Media 2017-18E |
| | | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | |
| S&P 500 | 2.476 | 2,30 | 1,96 | 2,03 | 2,16 | 2,09 |
| NASDAQ Composite Index | 6.435 | 1,48 | 1,21 | 1,21 | 1,28 | 1,24 |
| Apple Inc. | 164 | 1,25 | 1,27 | 1,51 | 1,65 | 1,58 |

Nota: E= expected, atteso. I valori sono espressi in euro dati i competitor europei. Fonte: FactSet

Conclusioni

Secondo le stime di consenso Apple mantiene prospettive di crescita interessanti soprattutto nel 2018, a fronte di multipli decisamente a sconto rispetto agli indici di riferimento statunitensi S&P500 e Nasdaq.

Nonostante il calo dei risultati in Cina e il rallentamento vendite dell'iPhone 6, lievemente inferiori alle attese, il consenso si attende un successo dal prossimo lancio dell'iPhone 8, che presenterà importanti novità tecnologiche in grado di sostenere le maggiori richieste dei consumatori. La capacità del management di diversificare e le attese di aumento dei ricavi da servizi, che il gruppo conta di raddoppiare nei prossimi quattro anni, dovrebbero sostenere il deciso aumento dei margini per il prossimo anno. Inoltre, il prossimo esercizio dovrebbe beneficiare anche del fattore valutario grazie all'indebolimento del dollaro. Di contro, tra i rischi si annovera il fatto che le quotazioni possano aver parzialmente inglobato le attese di successo dell'iPhone 8, a cui si aggiunge la forte esposizione al mercato asiatico, che negli ultimi mesi ha deluso le attese, oltre al rischio di eventuali manovre protezionistiche da parte dell'amministrazione Trump che potrebbe frenare lo sviluppo dei prodotti.

Alla luce delle considerazioni di cui sopra, confermiamo un giudizio Moderatamente Positivo sul titolo anche se il ripido apprezzamento delle quotazioni nell'ultimo anno potrebbe condurre ad un aumento della volatilità.

Glossario

| | |
|--|--|
| Bail-in | "Salvataggio interno", modalità di risoluzione di una crisi bancaria tramite l'esclusivo e diretto coinvolgimento dei suoi azionisti, obbligazionisti, correntisti |
| Bail-out | "Salvataggio esterno", modalità di risoluzione di una crisi bancaria tramite finanziamento esterno |
| Buy-back | Riacquisto di titoli azionari o obbligazionari |
| Buy-out | Acquisizione dall'interno |
| BV, Book Value | Mezzi propri della società |
| CAGR, Compound Average Growth Rate | Tasso composto medio di crescita |
| Capital employed | Capitale investito: mezzi propri + debiti netti |
| Combined ratio | Rapporto che tiene conto del Loss ratio (sinistri / premi) e dell'Expense ratio (spese di amministrazione, raccolta / premi) |
| Common equity Tier 1 (CET 1) | Capitale primario di classe 1, che include capitale azionario, utili non distribuiti, le riserve e il fondo rischi bancari generali |
| CET1 ratio= Common equity Tier 1 ratio | E' il rapporto tra il Capitale primario di classe 1 (CET1) e il totale delle attività a rischio ponderate (espresso in percentuale) |
| Corporate governance | Norme che regolano il processo decisionale societario |
| Cost/Income ratio | Costi operativi/Margine di Intermediazione (settore bancario) |
| Cover ratio | Riserve totali/premi (settore assicurativo) |
| De-listing | Eliminazione dal listino |
| Downgrade | Peggioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito |
| DPS, Dividend Per Share | Dividendo per azione |
| Due diligence | Fase di controllo dei bilanci che precede la chiusura di operazioni straordinarie |
| EBIT | Earnings Before Interest and Tax: utile operativo |
| EBITA | Earnings Before Interest, Tax, Amortisation: utile ante oneri finanziari, tasse e ammortamenti su immobilizzaz. mater. |
| EBITDA | Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortisation: margine operativo lordo |
| EPS | Earnings Per Share: utile netto per azione |
| Embedded Value | Valore intrinseco dato dal valore attuale netto società (patrimonio netto + plusvalenze non realizzate) + valore attuale della proiezione degli utili generati dal portafoglio premi vita in essere, o a portafoglio "chiuso" (settore assicurativo) |
| EV | Enterprise Value: capitalizzazione + debito netto |
| EYR, Earnings Yield Rate | Rapporto tra rendimento dei titoli privi di rischio (BTP 10 anni) e il rendimento del mercato azionario (espresso dal reciproco del P/E stimato a fine 2004) |
| Expense ratio | Spese di amministrazione rapportate ai premi |
| Free cash flow | Reddito operativo + ammortamenti – imposte +/- variazione del capitale circolante netto |
| IPO | Initial Public Offering: offerta iniziale al pubblico |
| Leverage | Debiti netti/mezzi propri |
| Loss ratio | Indice di sinistralità, rappresentato dal rapporto sinistri/premi |
| Margine di interesse | Interessi attivi – Interessi passivi (settore bancario) |
| Margine da servizi | Commissioni attive – commissioni passive +/- profitti (perdite) da attività finanziarie +/- altri ricavi netti + dividendi (settore bancario) |
| Margine di intermediazione | Margine di interesse + Margine da servizi (settore bancario) |
| Market cap | Capitalizzazione: prezzo numero azioni |
| NAV | Net Asset Value: valore patrimoniale netto |
| NAVPS | Net Asset Value Per Share: valore patrimoniale netto/totale azioni |
| Non-performing exposures (NPE) | Prestiti che, oltre ai NPL, includono altre esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate e altre inadempienze probabili |
| Non-performing loans (NPL) | Prestiti non performanti, ossia in sofferenza. Si tratta di finanziamenti erogati a debitori che non sono più in grado di rimborsarli o per i quali la riscossione è incerta |
| NPE ratio | Rapporto tra NPE e totale dei prestiti (espresso in percentuale) |
| NPL ratio | Rapporto tra crediti deteriorati (NPL) e totale dei prestiti (espresso in percentuale) |
| P/E | Price/Earnings: prezzo/utile netto |
| Payout ratio | Quota di utili distribuita |
| Phase-in | Periodo transitorio di introduzione graduale di una normativa |
| Placement (private) | Collocamento (privato) |
| Profit warning | Annuncio di revisione di stime al ribasso |
| Risultato di gestione | Margine di intermediazione – costi operativi (settore bancario) |
| RAB (Regulatory Asset Base) | Valore del capitale investito netto come riconosciuto dall'Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas alle società di trasporto e distribuzione, al fine della determinazione delle tariffe applicabili |
| ROCE | Return On Capital Employed: utile operativo dopo le tasse/capitale investito |
| ROE | Return On Equity: utile netto/mezzi propri |
| ROTE (return on tangible equity) | Rendimento del patrimonio tangibile; utile netto/patrimonio netto tangibile |
| RWA (Risk-weighted Assets) | Attività ponderate per il loro rischio (creditizio). Le principali componenti di rischio da includere nel calcolo degli RWA sono il rischio di credito, il rischio di mercato e il rischio operativo. L'aggregazione di queste componenti determina l'entità degli RWA della banca, i quali rappresentano una sorta di attivo di bilancio corretto per il rischio. |
| Spin-off | Scorporo |
| Target price | Prezzo obiettivo |
| Upgrade | Miglioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito |
| Yield | Rendimento: dividendo per azione/prezzo azione |

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.

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters-Datastream, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

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 persone ad essi strettamente collegate 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.

Intesa Sanpaolo pubblica ricerca sulla Società su base regolare. L'ultima nota societaria Retail su Apple è stata pubblicata in data 15.02.2017.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto 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.intesaspaolo.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.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed 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 separazione 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 www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Inoltre, si riportano di seguito le seguenti informazioni sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- Una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono emittenti di strumenti finanziari collegati a APPLE INC.

Certificazione degli analisti

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

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

(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 strettamente legata agli analisti hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. Gli analisti citati nel 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.

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp

Note Metodologiche

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

Dati societari e stime di consenso

I commenti sui dati societari vengono elaborati sulla base di notizie e dati societari disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le stime di consenso relative alle previsioni sulle crescite dei dati societari (utili, dividendi, prezzo di libro) vengono desunte dal provider FactSet e rielaborate e commentate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo.

Definizioni e storia delle raccomandazioni

| Raccomandazioni equity | | |
|------------------------|---|-------------------|
| View | Definizione | Orizzonte |
| Positiva | Si riferisce a un target più alto del 10% rispetto al prezzo attuale di mercato. | 12 mesi |
| Moderatamente Positiva | Si riferisce a un target in un range contenuto tra il 5% e il 10% rispetto al prezzo attuale di mercato. | 12 mesi |
| Neutrale | Si riferisce a un target in un range contenuto tra il -5% e il +5% rispetto al prezzo attuale di mercato. | 12 mesi |
| Moderatamente Negativa | Si riferisce a un target in un range contenuto tra il -5% e il -10% rispetto al prezzo attuale di mercato. | 12 mesi |
| Negativa | Si riferisce a un target più basso del 10% rispetto al prezzo attuale di mercato. | 12 mesi |
| No Rating | La Società viene coperta dal desk Retail Research senza esprimere alcuna raccomandazione o per scelta o per attenersi a precise disposizioni che riguardano circostanze particolari (ad esempio se Intesa Sanpaolo ha interessi o conflitti di interesse particolari nella Società oggetto del documento o ricopre ruoli in operazioni di mercato che riguardano la Società). | Non significativo |
| Rating sospeso | La raccomandazione sulla Società viene sospesa se non esistono elementi di natura fondamentale sufficienti per esprimere un giudizio sul titolo. | Non significativo |

La ricerca retail equity presenta dei giudizi la cui interpretazione è riportata nella tabella precedente. L'attribuzione del giudizio si basa sull'analisi fondamentale. Quest'ultima tende a individuare il valore intrinseco delle azioni di una società quotata. Tale valore viene confrontato col prezzo espresso dal mercato, per individuare i titoli sottovalutati, ipotizzando che il mercato possa riportare la quotazione a tali valori. I metodi applicati sono di tipo quantitativo e qualitativo.

Metodo quantitativo: approccio utilizzato per quantificare il valore della società; scaturisce dalla media delle valutazioni rivenienti dai diversi metodi applicati, quali i Multipli, il Discounted Cash Flow, la Sum of Part (onde necessario se il gruppo è presente su business differenti). Per metodo dei "Multipli" si intende la comparazione con un paniere di titoli di riferimento quotati comparabili il più possibile simili alla società da valutare, tenendo conto delle prospettive di crescita e della redditività. La *peer analysis* viene svolta con i seguenti criteri: 1) si individua un paniere di titoli comparabili (per settore e dimensione); 2) si calcolano i principali multipli del paniere di riferimento sulla base dei dati di consensus FactSet ed altri consensus (IBES); 3) si realizza la mappa dei valori che solitamente associa il multiplo EV/Ricavi, margine EBITDA e EBIT, P/E, ecc. per l'anno corrente e quelli prospettici, oltre a multipli particolari come ad esempio il P/BV nel caso di banche e il P/EV nel caso di assicurazioni, ecc.; 4) si valuta il posizionamento del titolo al di sopra, al di sotto o sulla retta di regressione che indica il benchmark di riferimento, o la media, del paniere individuato.

Il DCF (Discounted Cash Flow) misura la valutazione dei flussi di cassa scontati ad oggi secondo il criterio tale per cui il valore del capitale di un'azienda è dato dal valore attuale dei flussi di cassa che la società sarà in grado di generare in futuro, scontati a un tasso di attualizzazione (definito come costo medio ponderato del capitale, WACC). Il calcolo del DCF prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito, al quale si aggiunge un valore finale di lungo periodo ("Terminal value") e si sottrae l'indebitamento.

La SOP (somma delle parti) è un metodo che prevede la valutazione effettuata per singole divisioni: ogni divisione viene paragonata ai propri peers e infine si effettua la somma delle valutazioni dei singoli business.

Metodo qualitativo: il metodo qualitativo viene integrato da una serie di considerazioni legate a:

- Rendimento atteso (yield %);
- Analisi della contendibilità (struttura dell'azionariato);
- Analisi della posizione competitiva;
- SWOT analisi (punti di forza/debolezza; rischi/opportunità).

| Storia delle raccomandazioni (12 mesi) | | |
|--|------------------------|---|
| Emittente | Raccomandazione | Data di assegnazione/conferma raccomandazione |
| Apple | Moderatamente Positiva | 05/09/2017 |
| Apple | Moderatamente Positiva | 15/02/2017 |

| Distribuzione dei rating/rapporti bancari (giugno 2017) | | | | | |
|---|----------|------------------------|----------|------------------------|----------|
| Numero di società coperte: 53 | POSITIVO | MODERATAMENTE POSITIVO | NEUTRALE | MODERATAMENTE NEGATIVO | NEGATIVO |
| Distribuz. Copertura Desk Retail con riferimento all'ultima raccomandazione | 0% | 66% | 34% | - | 0% |
| Clienti Intesa Sanpaolo * | 0% | 46% | 44% | - | 0% |

Nota: * Società alle quali Intesa Sanpaolo o altre società del Gruppo hanno fornito servizi di Corporate e Investment Banking negli ultimi 12 mesi; in questo caso la percentuale indica quante società (sulle quali il Desk Retail Research ha un giudizio) sono anche clienti del Gruppo.

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: Monica Bosi