

Trimestrali societarie: solidi risultati ancora negli USA

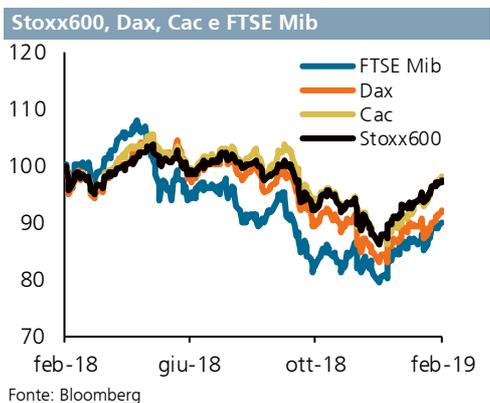
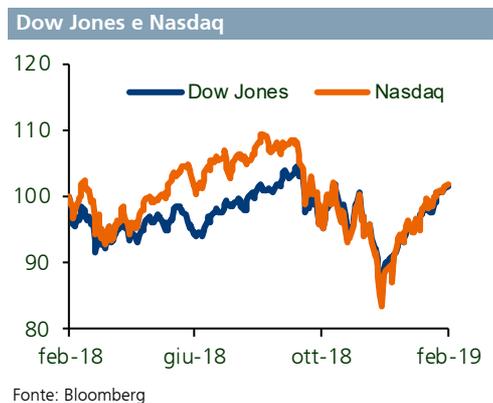
La stagione di risultati societari sta volgendo al termine, soprattutto negli Stati Uniti, rilasciando un quadro nel complesso ancora positivo, anche se le continue revisioni al ribasso delle stime di consenso indicano un rallentamento della crescita degli utili per i prossimi trimestri. Ciò in dipendenza dei continui segnali di affaticamento della crescita economica internazionale e, soprattutto, degli effetti delle politiche protezionistiche. Negli USA, gli utili del 4° trimestre 2018 registrano un incremento medio del 15,2%, rappresentando il quinto trimestre consecutivo in cui si è registrata una variazione positiva a doppia cifra. In Europa, circa il 64% delle società dell'indice Stoxx600 ha riportato i risultati del 4° trimestre 2018, facendo emergere una crescita media degli utili pari a circa il 3,3%; variazione che comunque risulta più contenuta rispetto a quelle dei precedenti trimestri. Riguardo agli outlook per i prossimi mesi, il consenso si attende una modesta flessione degli utili statunitensi nel 1° trimestre 2019, la prima degli ultimi tre anni, condizionata in particolare dall'effetto comparativo sfavorevole col 1° trimestre 2018 (che aveva risentito positivamente della riforma fiscale), per poi tornare a registrare crescita, seppur contenute, nei trimestri successivi. Per quanto riguarda gli utili europei, il consenso stima una crescita a singola cifra nel 1° trimestre 2019, in ribasso comunque rispetto alle precedenti rilevazioni, e una moderata ripresa nel 2° trimestre 2019.

Trimestrali statunitensi

Utili del 4° trimestre 2018 in crescita ancora a doppia cifra

La stagione delle trimestrali statunitensi è giunta quasi alla conclusione, con circa il 91% dei gruppi che hanno riportato i risultati. Al momento, la crescita media degli utili si attesta al 15,2%, rappresentando il quinto trimestre consecutivo in cui si è registrata una variazione positiva a doppia cifra. L'utile medio per azione risulta però più contenuto rispetto a quanto evidenziato nei precedenti due trimestri, segnale che evidentemente si è giunti a un picco. Nonostante la crescita economica statunitense si confermi solida, i gruppi statunitensi, soprattutto quelli con maggiore esposizione al commercio estero, potrebbero aver risentito delle conseguenze di un rallentamento dell'economia internazionale e, soprattutto, degli effetti delle politiche protezionistiche dei dazi, a cui si aggiunge il rafforzamento del dollaro. La percentuale di sorprese positive, ovvero risultati superiori alle attese, si attesta al 67%, il livello più basso dal 4° trimestre 2016 e ben al di sotto del picco registrato negli ultimi anni (81,4% nel 2° trimestre 2018); la percentuale si attesta anche al di sotto della media degli ultimi 10 anni. Sul dato potrebbero aver pesato le continue revisioni al rialzo da parte del consenso nell'ultima parte dello scorso esercizio.

Inoltre, nell'ambito delle sorprese positive, gli utili per azione hanno superato nella maggioranza



28 febbraio 2019

13:05 CET

Data e ora di produzione

28 febbraio 2019

13:10 CET

Data e ora di prima diffusione

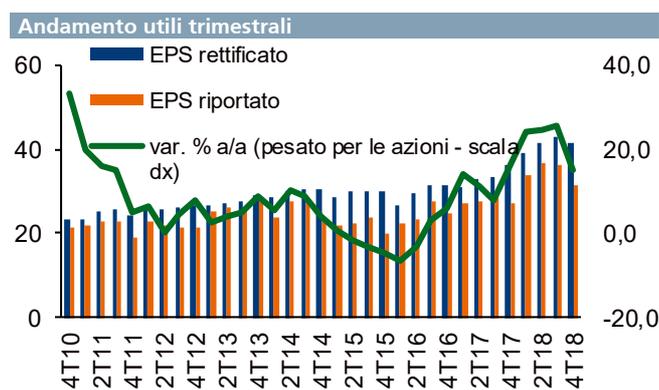
Azioni

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

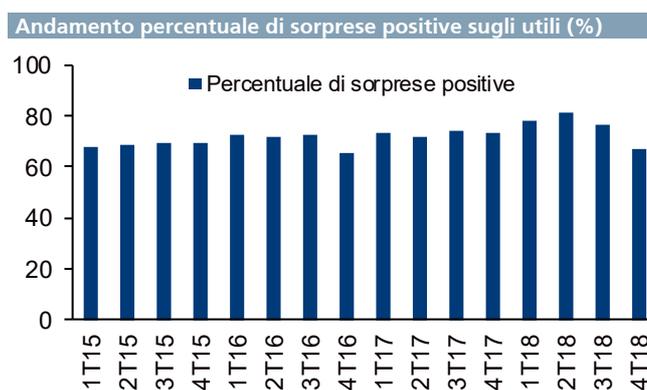
Ricerca per Investitori
privati e PMI

Piero Toia
Analista Finanziario

dei casi il valore stimato dal consenso con una percentuale inferiore al 10% (cfr. tabella riportata sotto), mentre solo una percentuale ridotta, ovvero 5 società sul totale di 305 hanno registrato un valore dell'EPS superiore del 50% rispetto a quello atteso dal mercato. Un'analoga situazione si era registrata anche nei trimestri precedenti dello scorso esercizio, anche se in questo caso il numero delle società i cui utili avevano superato di oltre il 50% le stime risultava più elevato.



Nota: valori degli EPS in dollari. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scostamento degli utili rispetto alle attese di consenso	
Percentuale di sorprese positive totali (305/455)	67%
EPS superiori alle stime tra:	Numero società
(0% e 10%)	216
(10% e 20%)	65
(20% e 30%)	12
(30% e 40%)	5
(40% e 50%)	1
(oltre il 50%)	5
Totale società con EPS superiori alle attese	305

Fonte: Bloomberg

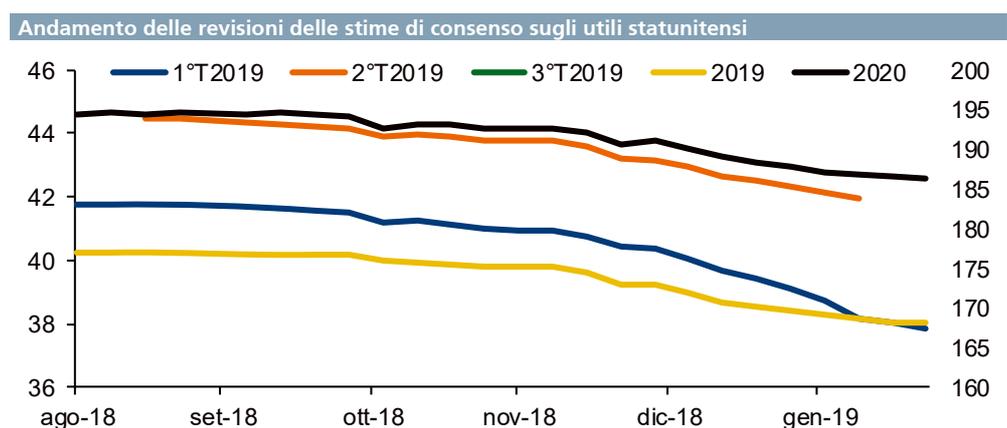
Riguardo allo spaccato per settori, le crescite più consistenti sono registrate ancora dall'Energia, con una variazione positiva su base annua degli EPS di circa il 104%, anche se in questo caso la percentuale di sorprese positive si attesta al di sotto della media di mercato (43%). Un incremento a doppia cifra caratterizza l'Industriale (+11,1%), con risultati superiori alle attese nell'83% dei casi. Crescite sostenute anche per Telefonico (+35,2%), Media (+40,5%), Farmaceutico (+12,1%) e Retail (+31,6%). Più contenuto il rialzo del Tecnologico (+6,7%), nonostante una percentuale di sorprese positive pari all'85%. Il comparto rimane sostenuto dal segmento dei semiconduttori con un incremento medio degli utili, nel trimestre considerato, pari al 12,4%: una variazione positiva ma comunque inferiore rispetto a quella dei trimestri precedenti, segnale che le crescite del settore potrebbero aver registrato una fase di maturità. A tal proposito, le recenti stime rilasciate dall'Associazione SIA (Semiconductor Industry Association) evidenziano una revisione al ribasso per quanto riguarda le vendite di semiconduttori nel 2019, anticipando la prima flessione dopo i decisi aumenti degli ultimi esercizi. Il comparto Finanziario archivia la *reporting season* con un miglioramento degli utili in media del 12,8%: i rialzi risultano comunque frenati dai cali del settore Assicurativo e dai risultati dei maggiori gruppi diversificati (per via della debolezza registrata nelle attività di *trading*). Di contro, cali degli utili hanno caratterizzato nuovamente il settore Auto (-40,5%) a cui si aggiunge la flessione degli EPS del comparto Utility (-3,1%); in quest'ultimo caso potrebbero aver pesato gli aumenti dei tassi di mercato, con riflessi negativi in termini di oneri finanziari sull'elevata struttura debitoria che tradizionalmente caratterizza il comparto.

Andamento per settore dei risultati del 4° trimestre 2018 - USA			
Settori	Percentuale di società che hanno riportato	EPS Var. % a/a	Percentuale sorprese positive
Energia	93	103,8	43
Finanziari	100	12,8	58
Farmaceutico	92	12,1	71
Industriale	99	11,1	83
Tecnologico	93	6,7	85
Risorse di base	96	2,2	54
Immobiliare	97	6,2	52
Media	100	40,5	63
Retail	40	31,6	91
Telefonico	100	35,2	67
Utility	76	-3,1	50
Totale	91	15,2	67
Ex-Finanziari	90	15,7	61
Ex-Tecnologico	91	17,7	58

Fonte: Bloomberg

L'outlook per i prossimi trimestri improntato su un ritmo di crescita degli utili più contenuto

L'outlook per i prossimi trimestri sembra caratterizzato da attese di un rallentamento del ritmo di crescita degli utili, con revisioni al ribasso delle stime: il consenso si attende addirittura una modesta flessione (pari a -2,8%, la prima degli ultimi tre anni) nel 1° trimestre 2019, condizionata in particolare dall'effetto comparativo sfavorevole col 1° trimestre 2018, che beneficiava dell'impatto straordinario della nuova tassazione in seguito alla riforma fiscale. Di contro, gli utili dovrebbero tornare ad aumentare nei trimestri successivi, dell'1,5% nel 2° trimestre e del 2,7% nel terzo, portando l'incremento atteso per l'intero 2019 al 5,3%. Nel 2020, le stime vertono su un miglioramento più consistente degli utili, visti in aumento mediamente del 10,9%. La correzione degli utili, nell'esercizio in corso e in quello successivo (rispetto al 2018), dovrebbe essere interpretata come un segnale di rallentamento fisiologico, in considerazione anche del fatto che non è stimata una recessione dell'economia statunitense ma semplicemente un rallentamento del ritmo di crescita rispetto agli ultimi anni: al riguardo, le stime di Intesa Sanpaolo vertono su un incremento del PIL statunitense pari al 2,4% nel 2019 e all'1,9% nel 2020, che farebbero seguito al +2,8% del 2018.

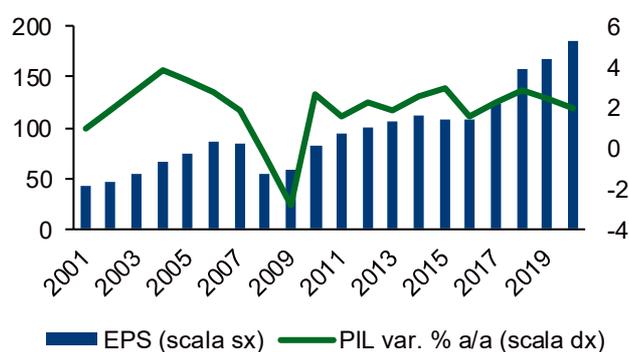


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Analizzando le serie storiche degli utili per azione e delle crescite del PIL statunitense (grafico riportato sotto, a sinistra), si nota come in fasi in cui la crescita economica statunitense registrava ritmi analoghi a quelli attesi per i prossimi anni, gli EPS in valore assoluto erano più contenuti in confronto a quanto il consenso stima per il 2019 e 2020; la decelerazione attesa per il PIL non dovrebbe incidere in misura significativa sull'incremento degli utili, evidentemente a motivo del

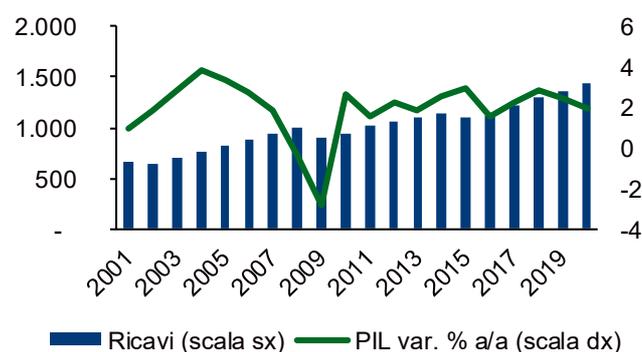
sostegno della tassazione agevolata e del fatto che le stime potrebbero incorporare una distensione dei rapporti commerciali tra USA e Cina, con riflessi positivi sulla guerra dei dazi. Se il raffronto viene condotto con riferimento ai ricavi (grafico a destra), i valori per azione risultano superiori rispetto alle analoghe fasi storiche in cui il PIL cresceva agli stessi ritmi attesi per i prossimi anni, ma il divario rispetto agli EPS risulta più contenuto; ciò presumibilmente per un mancato effetto positivo derivante dal regime fiscale più agevolato, che ha impatti quasi esclusivamente sulla *bottom line* di bilancio.

Confronto EPS e variazioni (% a/a) del PIL degli Stati Uniti



Nota: i valori degli EPS sono in dollari. I dati relativi agli esercizi 2018, 2019 e 2020 si riferiscono a stime Bloomberg per quanto riguarda gli EPS e di Intesa Sanpaolo per le crescite del PIL. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Confronto ricavi per azione e variazioni (% a/a) del PIL degli Stati Uniti



Nota: i valori dei ricavi sono in dollari. I dati relativi agli esercizi 2018, 2019 e 2020 si riferiscono a stime Bloomberg per quanto riguarda i ricavi e di Intesa Sanpaolo per le crescite del PIL. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Ricavi in crescita seppur a un ritmo più contenuto nel 4° trimestre 2018...

Relativamente ai ricavi, le crescite registrate nel corso del 4° trimestre 2018 sono state pari al 6,4%, che passerebbe al 6,8% al netto dei Finanziari e al 7,1% escluso l'apporto del Tecnologici. A differenza di quanto accaduto per gli utili, in questo caso la percentuale di sorprese positive risulta elevata e pari al 73%, anche se più bassa rispetto ai precedenti trimestri. A livello settoriale, gli apporti più significativi sono forniti dal comparto Energia, che presenta incrementi medi pari all'11,3%, superati però dagli aumenti dei ricavi di Media (+15,8%), Retail (+16,3%) e Immobiliare (+12,5%). Incrementi più contenuti sono registrati da Farmaceutico (+9,1%), Industriale (+6,8%), Finanziari (+3,7%) e Tecnologico (+0,8%). Contrariamente a quanto registrato nel caso degli utili, il comparto Utility presenta un aumento dei ricavi pari al 3,3%.

... e attesi in miglioramento a singola cifra anche per il 1° trimestre 2019

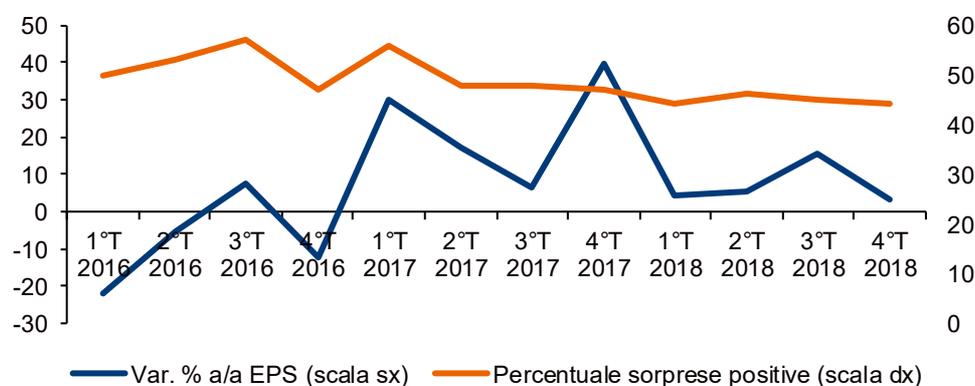
Per quanto riguarda le stime per i prossimi trimestri, il consenso si attende variazioni positive anche per i primi tre mesi del 2019, con un incremento atteso del 4%: in questo caso, l'impatto comparativo sfavorevole con l'analogo periodo 2018 non dovrebbe avere effetti paragonabili a quelli relativi alle stime di utile, sulle quali pesa la riforma fiscale introdotta lo scorso anno. Riguardo ai successivi trimestri, i ricavi sono stimati in aumento del 3,9% nel 2°, del 4,5% nel 3° e del 4,3% nel 4°, portando la variazione positiva dell'intero 2019 al 4,4%, un livello comunque più contenuto rispetto a quello con cui è atteso archiviarsi l'esercizio 2018. Una crescita nella parte bassa della singola cifra è attesa proseguire anche nel 2020, quando i ricavi dovrebbero aumentare del 5,3%. A livello settoriale, i contributi maggiori sono stimati ancora una volta da Retail, Media e Farmaceutici (fonte: Bloomberg).

Trimestrali europee

Un quadro moderatamente positivo dai risultati societari del 4° trimestre 2018

La stagione delle trimestrali sta rilasciando un quadro nel complesso ancora positivo anche in Europa: secondo i dati di Factset, circa il 64% delle società dell'indice Stoxx600 hanno riportato i risultati del 4° trimestre 2018, facendo emergere una crescita media degli utili pari a circa il 3,3%, a fronte di una percentuale di sorprese positive del 44%. Variazioni che comunque risultano più contenute rispetto a quelle dei precedenti trimestri: nel 3° trimestre 2018, l'incremento degli utili su base annua era stato pari al 15,4%, con una percentuale di sorprese positive del 45%, mentre a chiusura del 2° trimestre 2018 la percentuale di sorprese positive era risultata pari al 46%, con un incremento medio degli EPS pari al 5,1%.

Crescite degli utili e percentuale di sorprese positive per trimestri – Stoxx600 mancano le scale



Nota: i dati relativi al 4° trimestre 2018 risultano riferiti al 64% delle società dello Stoxx600. Fonte: Factset

Riguardo allo spaccato settoriale, i risultati del 4° trimestre 2018 evidenziano nuovamente l'apporto del comparto Energia, i cui utili hanno registrato un incremento medio del 30%, con una percentuale di sorprese positive che però si attesta al 31%, al di sotto della media di mercato. Aumenti a doppia cifra sono registrati anche dalle Utility (15,8%), per via anche di un effetto comparativo favorevole con i dati del 2017, condizionati ancora dai maggiori costi per la trasformazione delle attività dal nucleare a quelle di generazione di energia da fonti alternative. Crescite sono state evidenziate anche dai settori Farmaceutico (+5,8%), a cui fanno seguito gli aumenti più contenuti del Tecnologico (+3,2%); in quest'ultimo caso, il contributo positivo è garantito dal segmento *hardware* e dai semiconduttori. Di contro, decrescite a doppia cifra caratterizzano il Telefonico e il Turismo e tempo libero, con quest'ultimo condizionato soprattutto dai risultati in calo riportati da importanti gruppi come Air France e Ryanair. In calo anche gli utili del comparto Auto (-18,1%), frenati dai maggiori costi per l'adeguamento alle nuove normative antinquinamento, oltre che dagli effetti delle politiche sui dazi.

Andamento per settore dei risultati del 4° trimestre 2018 - Europa			
	% Soc. che hanno riportato	Crescita media degli utili (Var.% a/a)	Percentuale di sorprese positive (%)
Stoxx600	63,83	3,26	43,87
Auto	68,75	-18,14	80,00
Bancario	87,50	32,30	38,71
Risorse di base	70,00	-8,41	33,33
Chimico	62,50	-40,95	50,00
Costruzioni/Cementieri	59,09	7,38	57,14
Servizi Finanziari	37,04	7,20	25,00
Alimentare	79,17	68,30	40,00
Farmaceutico	67,27	5,86	57,69
Industriale	58,82	-3,98	45,45
Assicurativo	57,14	-43,63	54,55
Media	57,14	-34,75	50,00
Energia	78,26	30,21	31,25
Beni Personali e per la casa	62,86	-11,41	60,00
Immobiliare	55,56	22,48	0,00
Retail	48,00	8,73	40,00
Tecnologico	76,67	3,22	53,85
Telefonico	73,68	-30,24	20,00
Turismo e tempo libero	63,16	-165,14	33,33
Utility	50,00	15,78	14,29

Outlook sugli utili

Con riferimento alle stime relative agli utili dei prossimi trimestri, il consenso si attende una crescita degli utili dello Stoxx600 ancora più contenuta nel 1° trimestre 2019, come conseguenza dei maggiori segnali di rallentamento della crescita economica internazionale e soprattutto di quella europea. In tal modo, la variazione stimata per i primi tre mesi dell'attuale esercizio risulta pari al 2,7%, in ribasso rispetto alle precedenti rilevazioni. Ad incidere sul dato complessivo sono soprattutto i cali attesi per i comparti Auto (-13%), Risorse di base (-14,4%) e Telefonico (-17%), con il primo che dovrebbe risentire nuovamente degli effetti delle politiche sui dazi e dei maggiori costi per l'adeguamento alle normative antinquinamento, oltre che delle spese di ricerca e sviluppo nell'ambito del potenziamento del segmento delle vetture elettriche ed ibride. Di contro, un sostegno è atteso, tra l'altro, giungere dalle crescite degli utili del comparto Industriale (+10,8%), Energia (+4%), Alimentare (+21,2%), Bancario (+4,6%) e Tecnologico (+3,1%). Sostanzialmente *flat* le stime di crescita degli utili per il comparto Utility (+0,1%), anche se in questo caso il consenso ha migliorato le stime rispetto alle precedenti rilevazioni, presumibilmente in considerazione di una politica monetaria ancora particolarmente accomodante. Relativamente al 2° trimestre 2019 le crescite degli utili stimate dal consenso risultano pari al 3,6%, grazie in particolare a un recupero dei risultati dei comparti Utility, Telefonico e Auto, mentre restano caratterizzate da una flessione a doppia cifra le Risorse di base. Dovrebbe proseguire ancora l'apporto positivo degli Industriali e Costruzioni. Relativamente all'intero esercizio 2019, il consenso si attende un incremento dell'8,6% (fonte: FactSet).

Ricavi in crescita nel 4° trimestre 2018

Relativamente ai ricavi, la crescita media nel 4° trimestre 2018 si attesta al 5,4%, con una percentuale di risultati superiori alle attese pari al 60%. Dallo spaccato settoriale emerge anche in questo caso una crescita al di sopra della media di mercato per i ricavi dell'Energia (+16,4%), a cui si aggiunge quella del Farmaceutico (+6,9%). I ricavi del comparto Tecnologico risultano in miglioramento su base annua del 10,1%, meglio di quanto il comparto abbia registrato in termini di utile. In aumento anche i ricavi del settore Turismo e tempo libero, a differenza di quanto registrato per gli utili, sui quali hanno pesato i maggiori costi per il carburante conseguenti al rialzo del petrolio, a cui si sono aggiunti i maggiori oneri per il personale. Al pari

di quanto registrato per gli utili, il comparto Costruzioni evidenzia un miglioramento anche per quanto riguarda i ricavi del 4° trimestre 2018 (+9%). Di contro, flessioni caratterizzano i comparti Bancario (-2,4%), Utility (-6,4%) e Chimico (-0,1%).

Outlook sui ricavi

Per i primi tre mesi del 2019 e per il successivo 2° trimestre, il consenso stima una crescita ancora più contenuta dei ricavi per i gruppi appartenenti allo Stoxx600; in particolare, nel primo caso, l'incremento atteso risulta pari a 3,1% e nel secondo al 2,1%, con entrambe le variazioni riviste al ribasso rispetto alle precedenti rilevazioni.

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 persone ad essi strettamente legate 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 14.02.2019.

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 (<https://www.intesaspaolo.com/it/persone-e-famiglie/mercati.html>).

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/chisiamo/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 dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" 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 S.p.A. 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 in conformità della normativa applicabile.

Certificazione dell'analista

L'analista che ha predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo sono riportati in prima pagina, dichiara 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 l'analista né qualsiasi altra persona strettamente legata all'analista hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né l'analista né qualsiasi altra persona strettamente legata all'analista operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. L'analista citato nel documento è socio AIAF.
4. L'analista che ha predisposto la presente raccomandazione non riceve 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

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/contentData/view/link?id=CNT-05-00000004DF584>.

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

Andrea Volpi

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi