

Rosetti Marino

Sempre in Utile, Nonostante un Contesto Difficile

| Rosetti Marino - Key estimates and datadati finanziari | | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| Y/E December | | 2009A | 2010A | 2011A | 2012E |
| Turnover | EUR M | 392.2 | 292.9 | 267.4 | 343.0 |
| EBITDA | EUR M | 78.5 | 38.9 | 25.9 | 19.5 |
| EBIT | EUR M | 72.6 | 27.3 | 20.0 | 14.0 |
| Utile netto | EUR M | 48.1 | 19.6 | 13.9 | 8.4 |

A: attuale; S: stime; Fonte: dati societari, Intesa Sanpaolo Research

- Turnover ancora in contrazione nel FY11.** Si conferma nel 2011 l'onda lunga della crisi del 2008 sui settori Oil&Gas e Process Plants, che, dopo qualche segnale di ripresa a cavallo tra il 2010 e il 2011, si è riacutizzata a livello mondiale (crisi economica, instabilità geopolitica, crisi debiti sovrani, ecc.). Il turnover di Rosetti Marino nel FY11 si è attestato ad EUR 267.4M, -8.7% rispetto al FY10. Si registra un rallentamento della decrescita, con una seconda parte dell'anno in calo del 5.7%, rispetto al -11.5% del primo semestre. I settori Oil&Gas e Process Plants, che rappresentano oltre il 70% del turnover FY11, sono calati rispettivamente del 15% e del 25%. D'altra parte, il settore navale è cresciuto del 21%. Nel 2011, nonostante le sopra menzionate difficoltà dei mercati di riferimento, Rosetti Marino è riuscita ad avere un portafoglio ordini per EUR 521M che garantiscono un carico di lavoro fino alla prima parte del 2013.
- La marginalità cala, ma la cassa aumenta.** L'EBITDA è stato di EUR 25.9M, -33.4% rispetto a FY10. La marginalità, anche a causa della maggiore concorrenza, si è attestata al 9.7%, in aumento rispetto al primo semestre (6.5%), ma inferiore al FY10 (13.3%). L'utile ammonta a EUR 13.9M, -29.2% rispetto al FY10. Gli investimenti non finanziari sono stati pari ad EUR 18.4M, di cui circa EUR 0.4M in immobilizzazioni immateriali ed EUR 18.0M in immobilizzazioni tecniche. La cassa disponibile a fine periodo è pari ad EUR 46.6M, in aumento rispetto al valore di FY10 (EUR 39.1M), nonostante il pagamento di dividendi per EUR 6.65M relativi all'anno 2010. L'assemblea ha approvato la distribuzione di un dividendo relativo all'esercizio 2011 di EUR 1.0/azione, pagato il 17 maggio 2012.
- Outlook.** Come menzionato precedentemente, il portafoglio ordini è pari a EUR 521M, di cui circa EUR 395M relativi al Settore Oil&Gas, EUR 18M relativi al Settore Process Plants e EUR 108M relativi al Settore Navale. Il settore Oil&Gas ha ordini che garantiscono un buon carico di lavoro fino alla prima parte del 2013. Nei primi mesi del 2012 non sono state acquisite commesse in parte a causa dello slittamento di progetti dovuto alla crisi finanziaria che sta rallentando gli investimenti in molti settori produttivi, ma il management è fiducioso che il settore possa riprendersi in modo sostenuto ai primi segnali positivi dell'economia mondiale, anche alla luce dell'elevato prezzo del petrolio. Il settore Navale ha ordini con un carico di lavoro adeguato a tutto il 2013, e consegne distribuite nel 2013 e 2014.
- Valutazione e stime.** Per quanto riguarda la valutazione, il multiplo EV/EBIT del campione di peers selezionato ha una mediana di 8.9x nel 2012E, nello stesso periodo il P/E ha una mediana di 12.6x.
- Rischi.** Dal punto di vista macroeconomico, l'andamento dell'economia globale ed il prezzo del petrolio sono due indicatori che possono influenzare negativamente la società. Da un punto di vista geografico, il ritorno dell'investimento in Kazakistan (EUR 50M previsti per le varie fasi del progetto) può essere un rischio sia per le operations che per l'esposizione al paese (valuta/inflazione). Le dimensioni limitate della società rispetto a comparables possono essere un rischio in presenza di tensioni competitive.

22 giugno 2012

NO RATING

Italia – Settore Industriale

Ricerca per il MAC

**Intesa Sanpaolo
Research Department**

Alberto Francese
Research Analyst
+39 02 8794 9815

Corporate Broking Team

Alberto Francese
Marta Caprini
Serena Polini

Vedi pagina 9 per certificazione dell'analista e full disclosure

Banca IMI ricopre il ruolo di specialista primario relativamente ad alcuni strumenti finanziari emessi da Rosetti Marino S.p.A.

Banca IMI ricopre il ruolo di sponsor relativamente ad alcuni strumenti finanziari emessi da Rosetti Marino S.p.A..

Banca IMI distributes this report issued by

INTESA  SANPAOLO

Indice

| | |
|----------------|---|
| Risultati FY11 | 3 |
| La Valutazione | 5 |
| Financials | 7 |

Risultati FY11

Il turnover nel FY11 si è attestato ad EUR 267.4M, una contrazione dell'8.7% rispetto al FY10. Si registra un rallentamento della decrescita, con una seconda parte dell'anno in calo del 5.7%, rispetto al -11.5% del primo semestre.

Si conferma pertanto nei conti annuali l'onda lunga della crisi del 2008 sui settori Oil&Gas e Process Plants, che dopo qualche segnale di ripresa a cavallo tra il 2010 e il 2011, che ha visto Rosetti Marino protagonista attraverso l'acquisizione di importanti commesse nel mare del Nord e nel mar Caspio, si è riacutizzata a livello mondiale (crisi economica, instabilità geopolitica, crisi debiti sovrani, ecc.), con impatti sulla domanda e, per effetto della accresciuta competizione, sulla marginalità.

Questo trend è stato solo in parte bilanciato dal buon andamento delle attività del settore navale che ha accresciuto il portafoglio ordini per la realizzazione di altri quattro mezzi navali.

Nonostante il complesso quadro di riferimento, il portafoglio ordini di Rosetti Marino è pari a circa EUR 521M, che garantisce un carico di lavoro per tutto il 2012 e per la prima parte del 2013.

**Portafoglio ordini di circa
EUR 521M**

| Rosetti Marino - Risultati semestrali | | | | | | | | | |
|---------------------------------------|-------|-------|--------------|-------|-------|--------------|-------|-------|--------------|
| EUR M | 1H10A | 1H11A | Var. yoy (%) | 2H10A | 2H11A | Var. yoy (%) | FY10A | FY11A | Var. yoy (%) |
| Turnover | 152.7 | 135.2 | -11.5 | 140.2 | 132.2 | -5.7 | 292.9 | 267.4 | -8.7 |
| EBITDA | 17.7 | 8.8 | -50.1 | 21.2 | 17.1 | -19.5 | 38.9 | 25.9 | -33.4 |
| EBITDA margin (%) | 11.6 | 6.5 | | 1.7 | 3.2 | | 13.3 | 9.7 | |
| EBIT | 15.3 | 6.3 | -59.1 | 12.0 | 13.7 | 14.9 | 27.3 | 20.0 | -26.7 |
| Utile pre-tasse | 14.6 | 6.4 | -56.4 | 13.3 | 15.0 | 12.8 | 28.0 | 21.4 | -23.4 |
| Utile netto | 10.4 | 3.6 | -65.0 | 9.3 | 10.3 | 11.0 | 19.6 | 13.9 | -29.2 |
| Debito/cassa | -15.8 | -46.5 | 194.7 | -39.1 | -46.6 | 19.2 | -39.1 | -46.6 | 19.2 |

Fonte: Dati societari

In particolare:

- La business unit Oil&Gas ha avuto una flessione del turnover di circa il 15% ad EUR 160M, su cui ha inciso, accanto alla sopra menzionata contrazione della domanda globale, la cancellazione di una commessa per una piattaforma ad agosto a causa del cambiamento delle normative del paese in cui sarebbe dovuta essere installata. Non si sono avuti impatti sulla marginalità a causa della cancellazione. Il portafoglio ordini è pari ad EUR 395M (EUR 200M a fine 2010), in particolare nel corso dell'anno sono stati acquisiti ordini di:
 - 2 piattaforme offshore per il mare del Nord (EUR 233M), che si conferma al momento l'area più interessante per il settore Oil&Gas. Oltre al significativo importo, il contratto è rilevante per Rosetti Marino in quanto si tratta del primo contratto che comprende anche l'installazione a mare (contratto EPCI);
 - Attraverso la collegata Kazakhstan Caspian Offshore Industries sono stati acquisiti 2 lavori di hook up meccanico ed elettrico sull'isola D del mar Caspio (USD 250M);

| Rosetti Marino - Spaccatura del fatturato | | | | | | | | | |
|---|-------|-------|----------|-------|-------|--------------|-------|-------|--------------|
| EUR M | 1H10A | 1H11A | Var. (%) | 2H10A | 2H11A | Var. yoy (%) | FY10A | FY11A | Var. yoy (%) |
| Oil & Gas | 96 | 74 | -23 | 93.0 | 86.0 | -8 | 189 | 160 | -15 |
| Costruzioni Navali | 37 | 46 | 25 | 26.0 | 30.0 | 15 | 63 | 76 | 21 |
| Process Plants | 19 | 15 | -21 | 21.0 | 15.0 | -29 | 40 | 30 | -25 |
| Turnover | 153 | 135 | -11 | 139.9 | 132.4 | -5 | 293 | 267 | -9 |

Fonte: Dati societari

- La business unit Costruzioni Navali ha registrato una crescita del turnover di circa il 21% ad EUR 76M. In FY11 sono stati completati alcuni lavori iniziati negli esercizi precedenti relativi a tre supply vessels, e proseguiti i lavori per la realizzazione di ulteriori 2 supply vessels ed 1 anchor handling supply vessel. Nel 2011 sono stati acquisiti contratti per complessivi EUR 95M per la costruzione di quattro supply vessels da consegnare nel 2013-14;

- La business unit Process Plants ha registrato un turnover in calo del 25% ad EUR 30M, per lo più prodotto dalla controllata Fores Engineering (85% del turnover). Il perdurare della crisi economica non ha permesso di acquisire nuovi ordini e di sviluppare tale settore, in particolare da parte della capogruppo. Il management ha pertanto deciso che l'attività futura sarà svolta solo dalla controllata Fores Engineering.

L'EBITDA è stato di EUR 25.9M, in calo del 33.4% rispetto a FY10. La marginalità si è attestata al 9.7%, in aumento rispetto al primo semestre (6.5%), ma inferiore al FY10 (13.3%).

EBITDA margin in calo

L'utile ammonta a EUR 13.9M, in calo del 29.2% rispetto al FY10.

Gli investimenti non finanziari sono stati pari ad EUR 18.4M, di cui circa EUR 0.4M in immobilizzazioni immateriali ed EUR 18.0M in immobilizzazioni tecniche.

I maggiori investimenti riguardano la realizzazione di un cantiere in Kazakistan (Aktau) che consentirà di realizzare in loco le strutture offshore per il Mar Caspio. Altri investimenti riguardano la prosecuzione dei lavori per la realizzazione di una palazzina uffici a Ravenna e l'acquisizione dal comune di Ravenna di due aree per circa 18k metri quadrati con sovrastanti fabbricati.

La cassa disponibile a fine periodo è pari ad EUR 46.6M, in aumento rispetto al valore di FY10 (EUR 39.1M), nonostante il pagamento di dividendi per EUR 6.65M relativi all'anno 2010.

Dividendi

L'assemblea ha approvato la distribuzione di un dividendo relativo all'esercizio 2011 di EUR 1.0/azione, pagato il 17 maggio 2012, per un esborso complessivo di EUR 3.8M, pari ad un pay-out del 17.8% rispetto all'utile della S.p.A.

| Rosetti Marino - Dividendi 2005A-10A | | | | | | | |
|--------------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| EUR M | 2005A | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A | 2011A |
| Utile netto consolidato | 9.0 | 12.2 | 14.9 | 36.1 | 48.1 | 19.6 | 13.9 |
| Utile netto S.p.A. | 1.8 | 4.9 | 6.5 | 28.1 | 33.3 | 32.7 | 21.3 |
| Dividendo | 0.7 | 1.0 | 12.0 | 6.4 | 7.6 | 6.65 | 3.8 |
| Pay-out consolidato (%) | 8.0 | 8.2 | 80.7 | 17.8 | 15.8 | 33.9 | 27.3 |
| Pay-out S.p.A. (%) | 40.9 | 20.3 | 186.0* | 22.9 | 22.8 | 20.3 | 17.8 |

Fonte: Dati societari * Include il pagamento di un dividendo straordinario, attraverso la distribuzione di circa EUR 5M di riserve

Outlook

Come menzionato precedentemente, il portafoglio ordini è pari a EUR 521M, di cui circa EUR 395M relativi al Settore Oil&Gas, EUR 18M relativi al Settore Process Plants ed EUR 108M relativi al Settore Navale.

Il settore Oil&Gas ha ordini che garantiscono un buon carico di lavoro fino alla prima parte del 2013, con un livello nel 2012 superiore a quello del 2011 e una buona marginalità.

Oil&Gas

Nei primi mesi del 2012 non sono state acquisite commesse in parte a causa dello slittamento di progetti dovuto alla crisi finanziaria che sta rallentando gli investimenti in molti settori produttivi.

Il management è fiducioso che non appena matureranno i primi segnali di ripresa mondiale il settore possa riprendersi in modo sostenuto, anche alla luce dell'elevato prezzo del petrolio.

Continua l'internazionalizzazione del gruppo, in particolare in Kazakhstan (USD 250M di ordini acquisiti nel 2011) ed anche in Croazia dove è stata recentemente costituita una società paritetica con un importante partner locale. Si sta valutando l'opportunità di iniziative in Mozambico ed Algeria.

Il settore Navale ha ordini con un carico di lavoro adeguato a tutto il 2013, e consegne distribuite nel 2013 e 2014.

Navale

Le migliori prospettive nel settore riguardano al momento rimorchiatori AHTS per le attività "deep water", la società sta sviluppando competenze per questa tipologia di costruzioni

Nel Settore Process Plants gli ordini in portafoglio per EUR 18M sono stati acquisiti da parte della controllata Fores Engineering.

Process plant

La Valutazione

Valutiamo la società con metodi relativi (multipli) e metodi assoluti (DCF).

Valutazione con i multipli

Per valutare Rosetti Marino con la metodologia dei multipli abbiamo scelto il panel di società comparabile riportate nelle tabelle seguenti.

Si segnala che Rosetti Marino ha margini di EBIT e net income 2011A-12E inferiori alla media dei comparables.

| Redditività delle società comparabili | | | | | |
|---------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------------|--------------------------|
| % | Mkt Cap (EUR M) | EBIT margin 11A | EBIT margin 12E | Net income margin 11A | Net income margin 12E |
| Saipem SpA | 14,796 | 11.9 | 12.4 | 7.3 | 7.8 |
| Trevi Finanziaria Industriale | 279 | 6.5 | 6.2 | 2.4 | 2.3 |
| Tenaris SA | 16,327 | 19.0 | 21.4 | 13.3 | 15.3 |
| Tecnicas Reunidas SA | 1,837 | 5.8 | 5.7 | 5.0 | 5.0 |
| Technip SA | 8,977 | 10.4 | 9.9 | 7.4 | 6.9 |
| Petrofac | 6,236 | 11.8 | 12.2 | 9.3 | 9.7 |
| Amec | 4,064 | 8.4 | 8.4 | 7.1 | 6.2 |
| Foster Wheeler AG | 1,532 | 5.2 | 5.9 | 3.6 | 4.4 |
| National Oilwell Varco | 22,498 | 20.3 | 19.9 | 13.6 | 13.6 |
| Cameron International Corp. | 8,649 | 13.1 | 13.8 | 7.5 | 9.9 |
| Media | | 11.2 | 11.6 | 7.7 | 8.1 |
| Rosetti Marino* | | 7.5 | 4.1 | 5.2 | 2.5 |

Prezzi al 26.10.2011. Fonte: Factset., e* Stime Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche

Per quanto riguarda i multipli, l'EV/EBIT 2012E del campione selezionato risulta compreso tra 4.8-10.7x, con una mediana a 8.9x, mentre il multiplo dell'utile nel 2012E risulta compreso tra 9.9-17.5, con una mediana a 12.6x.

| Multipli delle società comparabili | | | |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| x | Price (EUR) | EV/EBIT 12E | P/E12E |
| Saipem S.p.A. | 33.52 | 10.7 | 14.3 |
| Trevi-Finanziaria Industriale S.p.A. | 3.98 | 9.6 | 10.5 |
| Tenaris S.A. | 13.83 | 8.4 | 11.9 |
| Tecnicas Reunidas S.A. | 32.87 | 7.2 | 13.2 |
| Technip S.A. | 80.88 | 10.3 | 17.5 |
| Petrofac Ltd. | 18.03 | 8.4 | 12.3 |
| AMEC PLC | 12.66 | 9.4 | 12.9 |
| Foster Wheeler AG | 14.21 | 4.8 | 9.9 |
| National Oilwell Varco Inc. | 52.78 | 6.9 | 11.3 |
| Cameron International Corp. | 35.11 | 9.9 | 13.8 |
| Media | | 8.9 | 12.6 |
| Rosetti Marino* (EUR M) | | | |
| EBIT 2012E | 14.0 | | |
| Utile 2012E | 8.4 | | |

Prezzi al 26.10.2011. Fonte: Factset. e * Stime Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche

Applicando la media di EV/EBIT e P/E sull'anno 2012E ai relativi valori di Rosetti Marino, individuiamo un fair value compreso tra EUR 106-172M.

| Applicazione dei multipli per valutare il fair value Rosetti Marino | |
|---|------------|
| EUR M | 2012E |
| EBIT | 14.0 |
| EV/EBIT | 8.9 |
| EV | 125 |
| Debito | -46.6 |
| Equity value | 172 |
| Net income | 8.4 |
| P/E | 12.6 |
| Equity value | 106 |

E: stime; Fonte: Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche

I range valutativi sopra indicati non incorporano un probabile sconto da applicare alla valutazione della società, tenendo conto delle minori dimensioni (in termini di market cap) rispetto alle società comparabili, la minore redditività e il limitato flottante.

Alla luce dell'azionariato stabile della società, come dimostrato anche dai limitati scambi, non assegniamo rating alla società.

| Azionisti di Rosetti Marino | |
|-----------------------------|-------|
| Rosfin | 54.25 |
| Saipem | 20.0 |
| Cosmi Holding | 17.5 |
| Azioni proprie | 5.0 |
| Carisp. Ravenna | 2.5 |
| Altri | 0.75 |

Fonte: Company profile da website della società (01.06.2011)

Valutazione con DCF

Nell'applicazione del metodo del discounted cash flow (DCF), utilizziamo i flussi di cassa 2012E, ed i seguenti parametri a contorno:

- Un equity risk premium del 6% (5.75% nel precedente report);
- Un risk-free rate del 5.5% (4.75% nel precedente report);
- Un gearing (debito/capitale investito) pari a zero.

Sulla base dei precedenti parametri calcoliamo un WACC del 11.5%.

Per il terminal value si possono utilizzare due approcci diversi:

- Perpetualizzare l'ultimo flusso di cassa con un WACC del 11.5% ed una crescita del valore terminale al 2%;
- Perpetualizzare l'EBIT mid-cycle 2010A-12E con un WACC del 11.5% ed una crescita del valore terminale al 2%.

| Calcolo del WACC (%) | |
|----------------------|-------------|
| Gross Debt Rate | NA |
| Tax rate | NA |
| Net Debt Rate | NA |
| Beta Levered | NA |
| Gearing | 0.0 |
| Beta Re-Levered | NA |
| Risk Free Rate | 5.5 |
| Equity Risk Premium | 6.0 |
| Cost of equity | 11.5 |
| WACC | 11.5 |

Fonte: Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche NA = non applicabile

Financials

| Conto economico (2008A-12E) | | | | | |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EUR M | 2008A | 2009A | 2010A | 2011A | 2012E |
| Turnover | 326.8 | 392.2 | 292.9 | 267.4 | 343.0 |
| Costo materie prime | -122.9 | -126.0 | -67.7 | -63.4 | -120.0 |
| Altri costi operativi | -116.1 | -147.6 | -146.9 | -136.1 | -155.0 |
| Costo del lavoro | -31.7 | -38.7 | -39.9 | -46.5 | -49.0 |
| Altri costi operativi | 0.0 | -9.2 | -0.5 | 1.8 | 0.0 |
| EBITDA | 57.2 | 78.5 | 39.0 | 25.9 | 19.5 |
| EBITDA margine (%) | 17.5 | 20.0 | 13.3 | 9.7 | 5.7 |
| Ammortamenti | -4.5 | -5.8 | -12.2 | -5.9 | -5.5 |
| EBIT | 52.6 | 72.6 | 27.3 | 20.0 | 14.0 |
| EBIT margine (%) | 16.1 | 18.5 | 9.3 | 7.5 | 4.1 |
| Interessi netti | 1.5 | -2.4 | -0.3 | 1.6 | -0.6 |
| Altro | 0.1 | 0.2 | 1.0 | -0.2 | 0.0 |
| Utile pre-tasse | 54.2 | 70.4 | 28.0 | 21.4 | 13.4 |
| Tasse | -18.1 | -22.2 | -8.4 | -7.5 | -5.0 |
| Minorities | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Utile netto | 36.1 | 48.1 | 19.6 | 13.9 | 8.4 |

Fonte: Dati societari E: Stime Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche

| Stato patrimoniale (2008A-12E) | | | | | |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EUR M | 2008A | 2009A | 2010A | 2011A | 2012E |
| Immobilizzazioni | 70.8 | 78.1 | 85.9 | 103.4 | 99.9 |
| Capitale circolante netto | 28.8 | 48.5 | 39.6 | 22.3 | 36.3 |
| Capitale investito netto | 99.6 | 126.6 | 125.5 | 125.7 | 136.2 |
| Patrimonio netto | 110.5 | 152.1 | 164.6 | 172.3 | 177.3 |
| Debito (Cassa) | -10.9 | -25.5 | -39.1 | -46.6 | -41.0 |
| Totale copertura | 99.6 | 126.6 | 125.5 | 125.7 | 136.2 |

Fonte: Dati societari E: Stime Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche

Notes

Avvertenza Generale

Il presente documento è stato preparato dal Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo SpA e distribuito da Banca IMI. Intesa Sanpaolo SpA e Banca IMI, appartenenti al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, sono banche di diritto italiano autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia.

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 SpA 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 SpA, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo SpA 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 Bancario 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.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI esclusivamente a investitori professionali, come definiti nell'allegato II della Direttiva 2004/39/CE del 21.04.2004 e recepito all'art. 6 comma 2 del TUF ed all'art. 26 comma 1 del Regolamento Consob n. 16736.

Il presente documento non è stato predisposto da o con la collaborazione dell'Emittente.

Politica di copertura

L'elenco completo delle società coperte dall'ufficio studi è disponibile su richiesta. Intesa Sanpaolo SpA intende fornire una copertura continuativa delle società ivi contenute in occasione della pubblicazione dei bilanci e/o delle relazioni periodiche e/o degli eventi eccezionali che l'analista ritenga possano condizionare l'operatività dell'Emittente. Le società per cui Banca IMI opera in qualità di Sponsor o Specialist sono coperte nel rispetto dei regolamenti del mercato tempo per tempo in vigore. Nel caso di studi brevi, consigliamo agli investitori di fare riferimento al più recente studio societario pubblicato dall'ufficio studi di Intesa Sanpaolo SpA al fine di effettuare un'analisi completa della metodologia valutativa, delle ipotesi sugli utili, sui rischi e sull'evoluzione delle raccomandazioni e dei target price. La ricerca è disponibile sul sito internet di Banca IMI (www.bancaimi.com or www.intesasanpaolo.com) o contattando il vostro sales representative.

Metodologia di valutazione

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

Otteniamo un fair value utilizzando un certo numero di metodologie valutative, tra cui: discounted cash flow method (DCF), dividend discount model (DDM), embedded value methodology, return on allocated capital, break-up value, asset-based valuation method, sum-of-the-parts, and multiples-based models (per es. P/E, P/BV, PCF, EV/Sales, EV/EBITDA, EV/EBIT, etc.). A loro discrezione, gli analisti finanziari utilizzano le sopracitate metodologie alternativamente e/o congiuntamente. Il target price assegnato può differire dal fair value poiché il primo prende in considerazione anche le condizioni generali del mercato/settore, eventi societari o di mercato, e specificità aziendali (per es. sconti holding) ragionevolmente considerati come possibili condizionamenti della performance del prezzo. Questi fattori possono essere valutati anche usando le metodologie sopra indicate.

Legenda delle raccomandazioni

Nelle sue raccomandazioni, Intesa Sanpaolo SpA usa un sistema di rating 'assoluto', ovvero non correlato alla performance del mercato azionario, e le cui definizioni sono di seguito riportate:

| Legenda delle raccomandazioni equity | |
|--------------------------------------|--|
| Long-term rating | Definizione |
| BUY | Se il target price è del 20% maggiore del prezzo di mercato |
| ADD | Se il target price è tra il 10%-20% maggiore del prezzo di mercato |
| HOLD | Se il target price è compreso tra +10% e -10% rispetto al prezzo di mercato |
| REDUCE | Se il target price è tra il 10%-20% inferiore dal prezzo di mercato |
| SELL | Se il target price è del 20% inferiore del prezzo di mercato |
| RATING SUSPENDED | La raccomandazione di investimento e di target price per questo titolo sono stati sospesi poiché non ci sono basi fondamentali sufficienti per determinare una raccomandazione di investimento o un target price. I precedenti consigli di raccomandazione di investimento e target price, sempre che ve ne siano, non sono più applicabili. |
| NO RATING | La società è o potrebbe essere coperta dall'ufficio studi ma nessuna raccomandazione o target price è assegnato, o volontariamente o per in ottemperanza a regolamenti applicabili e/o politiche aziendali, incluso quando Intesa Sanpaolo SpA agisce in qualità di advisor in operazioni di fusione o comunque strategiche che riguardano la società. |
| TARGET PRICE | Il prezzo di mercato che l'analista ritiene possa essere raggiunto entro un anno. |
| MARKET PRICE | Prezzo di chiusura del giorno precedente la data di pubblicazione dello studio, come indicato in prima pagina, a meno che non sia indicato diversamente. |

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo SpA dichiara i seguenti interessi e conflitti di interesse ai sensi degli articoli 69-quater e 69-quinquies, del regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14.05.1999, e successive modificazioni ed integrazioni e dell'art. 24 del "Regolamento della Banca d'Italia e della Consob ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis del Testo Unico della Finanza":

- 1 Il Gruppo Intesa Sanpaolo si trova in una situazione di conflitto di interessi in quanto intende sollecitare operazioni di investment banking o intende ricercare compensi dagli emittenti citati nella presente ricerca nei prossimi tre mesi.
- 2 Il Gruppo Intesa Sanpaolo è uno dei principali finanziatori di ROSETTI MARINO S.p.A. e del suo gruppo di appartenenza.
- 3 Banca IMI ricopre il ruolo di specialista primario relativamente ad alcuni strumenti finanziari emessi da ROSETTI MARINO S.p.A.
- 4 Banca IMI ricopre il ruolo di sponsor relativamente ad alcuni strumenti finanziari emessi da ROSETTI MARINO S.p.A..

La Banca 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 SpA (www.intesasanpaolo.com).

Certificazione dell'analista

L'analista che ha predisposto la presente raccomandazione, e il cui nome e ruolo sono riportati in prima pagina, dichiara che:

- (a) Le opinioni espresse sull'Emittente citato nel documento riflettono accuratamente la sua opinione personale;
- (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 della sua famiglia hanno interessi finanziari nei titoli dell'Emittente citato nel documento.
2. Né l'analista né qualsiasi altra persona della sua famiglia operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nell'Emittente citato nel documento.
3. L'analista citato nel documento è socio AIAF.
4. L'analista citato nel documento non riceve bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.
5. I research supervisor non hanno interessi finanziari nei titoli dell'Emittente citato nel documento.

Raccomandazioni storiche e trend del target price (orizzonte lungo termine: 12M)

| Target price and market price trend (-1Y) | Historical recommendations and target price trend (-1Y) |
|---|---|
|---|---|

NOT AVAILABLE

NOT AVAILABLE

Equity rating allocations (long-term horizon: 12M)

| Intesa Sanpaolo Research Rating Distribution (at May 2012) | | | | | |
|--|-----|-----|------|--------|------|
| Number of companies subject to recommendations: 84 (**) | BUY | ADD | HOLD | REDUCE | SELL |
| Total Equity Research Coverage % | 42 | 14 | 42 | 2 | - |
| of which Intesa Sanpaolo's Clients % (*) | 69 | 75 | 63 | 50 | - |

(*) Companies on behalf of whom Intesa Sanpaolo and the other companies of the Intesa Sanpaolo Group have provided corporate and Investment banking services in the last 12 months; percentage of clients in each rating category. (**) The total number of companies covered is 94

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA. 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 SpA.

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

Intesa Sanpaolo Research Department – Head of Research Gregorio De Felice

Head of Equity & Credit Research

Giampaolo Trasi +39 02 8794 9803 giampaolo.trasi@intesasnpaolo.com

Equity Research

Monica Bosio +39 02 8794 9809 monica.bosio@intesasnpaolo.com
 Luca Bacoccoli +39 02 8794 9810 luca.bacoccoli@intesasnpaolo.com
 Laura Carmignani +39 02 8794 9813 laura.carmignani@intesasnpaolo.com
 Manuela Meroni +39 02 8794 9817 manuela.meroni@intesasnpaolo.com
 Gian Luca Pacini +39 02 8794 9818 gianluca.pacini@intesasnpaolo.com
 Elena Perini +39 02 8794 9814 elena.perini@intesasnpaolo.com
 Bruno Permutti +39 02 8794 9819 bruno.permutti@intesasnpaolo.com
 Fabio M. Picardi +39 02 8794 9820 fabio.picardi@intesasnpaolo.com
 Roberto Ranieri +39 02 8794 9822 roberto.ranieri@intesasnpaolo.com

Corporate Broking Team

Alberto Francese +39 02 8794 9815 alberto.francese@intesasnpaolo.com
 Marta Caprini +39 02 8794 9812 marta.caprini@intesasnpaolo.com
 Serena Polini +39 02 8794 9821 serena.polini@intesasnpaolo.com

Research Production

Anna Whatley +39 02 8794 9824 anna.whatley@intesasnpaolo.com
 Bruce Marshall +39 02 8794 9816 robert.marshall@intesasnpaolo.com
 Annita Ricci +39 02 8794 9823 annita.ricci@intesasnpaolo.com
 Wendy Ruggeri +39 02 8794 9811 wendy.ruggeri@intesasnpaolo.com

Banca IMI

Institutional Sales

Nicola Maccario +39 02 7261 5517 nicola.maccario@bancaimi.com
 Carlo Cavallieri +39 02 7261 2722 carlo.cavallieri@bancaimi.com
 Catherine D'Aragnon +39 02 7261 5929 catherine.daragnon@bancaimi.com
 Francesca Guadagni +39 02 7261 5817 francesca.guadagni@bancaimi.com
 Robert Meier +39 02 7261 2158 robert.meier@bancaimi.com
 Alberto Sartori +39 02 7261 5880 alberto.sartori@bancaimi.com
 Daniela Stucchi +39 02 7261 5708 daniela.stucchi@bancaimi.com
 Mark Wilson +39 02 7261 2758 mark.wilson@bancaimi.com

Corporate Broking

Carlo Castellari +39 02 7261 2122 carlo.castellari@bancaimi.com
 Laura Spinella +39 02 7261 5782 laura.spinella@bancaimi.com

US Institutional Sales

Stephane Ventilato +1 212 326 1233 stephane.ventilato@bancaimi.com
 Barbara Leonardi +1 212 326 1232 barbara.leonardi@bancaimi.com
 Gregory Halvorsen +1 212 326 1237 gregory.halvorsen@bancaimi.com

Sales Trading

Lorenzo Pennati +39 02 7261 5647 lorenzo.pennati@bancaimi.com

Equity Derivatives Institutional Sales

Andrea Martini +39 02 7261 5977 andrea.martini@bancaimi.com
 Emanuele Manini +39 02 7261 5936 emanuele.manini@bancaimi.com
 Massimiliano Murgino +39 02 7261 2247 massimiliano.murgino@bancaimi.com

Market Hub – Brokerage & Execution

Italian Equities - Sergio Francolini +39 02 7261 5859 sergio.francolini@bancaimi.com
 Foreign Equities - Francesco Riccardi +39 02 7261 2901 francesco.riccardi@bancaimi.com

Market Hub – Exchange Traded Derivatives

Biagio Merola - Milan +39 02 7261 2420 biagio.merola@bancaimi.com

Market Hub – @ sales

Giovanni Spotti +39 02 7261 2339 giovanni.spotti@bancaimi.com

Banca IMI SpA

Largo Mattioli, 3
20121 Milan, Italy
Tel: +39 02 7261 1

**Banca IMI
Securities Corp.**

1 William Street
10004 New York, NY, USA
Tel: (1) 212 326 1230

**Banca IMI
London Branch**

90 Queen Street
London EC4N 1SA, UK
Tel +44 207 894 2600