

# Rosetti Marino

## Le attività nel Mar Caspio trainano il semestre

Rosetti Marino – Stime cruciali e dati finanziari					
Y/E December		2009A	2010A	2011A	2012E
Turnover	EUR M	392.2	292.9	267.4	385.0
EBITDA	EUR M	78.5	38.9	25.9	35.5
EBIT	EUR M	72.6	27.3	20.0	27.0
Utile netto	EUR M	48.1	19.6	13.9	17.5

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

- Turnover in forte crescita nel primo semestre.** Il turnover nel 1H12 si è attestato ad EUR 182.3M, +34.9% vs. 1H11, un dato positivo dopo gli ultimi 2 semestri in contrazione (2H11 in declino del 5.7%, 1H11 in declino dell'11.5%), e nonostante continui il periodo di crisi internazionale. In particolare: 1) la business unit Oil&Gas ha avuto un turnover di EUR 130M, +76%, grazie in particolare all'esecuzione di attività di hook up meccanico ed elettrico nel Mar Caspio, del valore di USD 171M; 2) la business unit Costruzioni Navali ha registrato una contrazione del turnover di circa il 7% ad EUR 43M; 3) la business unit Process Plants ha registrato un turnover in calo del 40% ad EUR 9M, in seguito all'uscita della capogruppo da tale attività.
- La marginalità aumenta, cassa sostanzialmente stabile.** L'EBITDA è stato di EUR 18.4M, +108.2% vs. 1H11. La marginalità si è attestata al 10.1%, in aumento rispetto al primo semestre 2011 (6.5%). L'utile ammonta a EUR 8.6M, in aumento del 136.7% rispetto al 1H11. Gli investimenti non finanziari sono stati pari ad EUR 5.1M, e riguardano principalmente il completamento della prima fase di realizzazione di un cantiere in Kazakistan (Aktau) che consentirà di realizzare in loco le strutture offshore per il Mar Caspio. La cassa disponibile a fine periodo è pari ad EUR 42.2M (EUR 46.5M in 1H11). Il 17 maggio 2012 è stato pagato un dividendo relativo all'esercizio 2011 di EUR 1.0/azione, per un esborso complessivo di EUR 3.8M, pari ad un pay-out del 17.8% rispetto all'utile della S.p.A.
- Outlook.** Il portafoglio ordini è pari a EUR 464M, di cui circa EUR 322M relativi al Settore Oil&Gas, EUR 117M relativi al Settore Navale ed EUR 25M relativi al Settore Process Plants. Il settore Oil&Gas ha ordini che garantiscono un buon carico di lavoro fino alla metà del 2013. La società ha ricevuto nel primo semestre un ordine di circa EUR 45M per una piattaforma living da installare nel Mare del Nord. Il management segnala una buona ripresa della domanda in West Africa e Mare del Nord, anche se caratterizzata da una forte competitività. Nell'area del Mar Caspio, terminate le commesse in essere entro la metà del 2013, è prevedibile un rallentamento delle attività offshore, a causa dello slittamento della fase due degli investimenti programmati. Il settore Navale si concentrerà prevalentemente su ordini ricevuti negli esercizi precedenti. Relativamente agli anchor handling tug supply vessel, tipologia di imbarcazione che secondo il management può rappresentare un importante filone di attività per il futuro, è stata effettuata una consegna a settembre, e acquisito nel mese di luglio un nuovo ordine con consegna nel 2014.
- Valutazione e stime.** Per quanto riguarda la valutazione, il multiplo EV/EBIT del campione di peers selezionato ha una mediana di 10.4x nel 2012E, nello stesso periodo il P/E ha una mediana di 14.7x.
- 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.

9 novembre 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

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 1H12	3
La Valutazione	5
Financials	7

## Risultati 1H12

Il turnover nel 1H12 si è attestato ad EUR 182.3M, un incremento del 34.9% rispetto al 1H11, un dato positivo dopo gli ultimi 2 semestri in contrazione (2H11 in declino del 5.7%, 1H11 in declino dell'11.5%), e nonostante continui il periodo di crisi internazionale.

La crescita è interamente imputabile alla business unit Oil&Gas, il cui turnover è cresciuto di circa il 76%, mentre la business unit Costruzioni Navali ha visto una contrazione del turnover di circa il 7% e la business unit Process Plant ha subito una contrazione del turnover di circa il 40%, in seguito all'uscita della capogruppo da tale attività, ormai interamente riconducibile alla controllata Fores Engineering.

Nonostante il complesso quadro di riferimento, il portafoglio ordini di Rosetti Marino è pari a circa EUR 464M, che garantisce un carico di lavoro fino a metà del 2013.

Rosetti Marino - Risultati semestrali						
EUR M	1H11A	% var. yoy	2H11A	% var. yoy	1H12A	% var. yoy
Turnover	135.2	-11.5	132.2	-5.7	182.3	34.9
EBITDA	8.8	-50.1	17.1	-19.5	18.4	108.2
EBITDA margin (%)	6.5		3.2		10.1	
EBIT	6.3	-59.1	13.7	14.9	14.9	137.6
Utile netto	3.6	-65.0	10.3	11.0	8.6	136.7
Debito/cassa	-46.5	194.7	-46.6	19.2	-42.2	-9.1

Fonte: Dati societari

In particolare:

- La business unit Oil&Gas ha avuto un turnover in crescita di circa il 76% ad EUR 130M, grazie in particolare all'esecuzione di attività di hook up meccanico ed elettrico sull'isola D del Mar Caspio, del valore di USD 171M. Sono stati consegnati 2 jacket da installare nel Mare del Nord, ed è proseguita l'attività per la realizzazione di due importanti piattaforme destinate al Mare del Nord, con consegna prevista nel 2013;

Rosetti Marino - Spaccatura del fatturato						
EUR M	1H11A	% var. yoy	2H11A	% var. yoy	1H12A	% var. yoy
Oil & Gas	74	-23	86	-8	130	76
Costruzioni Navali	46	25	30	15	43	-7
Process Plants	15	-21	15	-29	9	-40
Turnover	135	-11	132.4	-5	182	35

Fonte: Dati societari

- La business unit Costruzioni Navali ha registrato una contrazione del turnover di circa il 7% ad EUR 43M. In 1H12 sono stati completati alcuni lavori iniziati negli esercizi precedenti relativi a due supply vessels, e proseguiti i lavori per la realizzazione di ulteriori 4 supply vessels ed 1 anchor handling tug supply vessel. L'anchor handling tug supply vessel è stato consegnato a settembre, e, secondo il management, questa tipologia di imbarcazioni può rappresentare un importante filone di attività per il futuro;
- La business unit Process Plants ha registrato un turnover in calo del 40% ad EUR 9M, in seguito all'uscita della capogruppo da tale attività, ormai interamente riconducibile alla controllata Fores Engineering.

L'EBITDA è stato di EUR 18.4M, +108.2% vs. 1H11. La marginalità si è attestata al 10.1%, in aumento rispetto al primo semestre 2011 (6.5%).

L'utile ammonta a EUR 8.6M, in aumento del 136.7% rispetto al 1H11.

Gli investimenti non finanziari sono stati pari ad EUR 5.1M, di cui circa EUR 0.1M in immobilizzazioni immateriali ed EUR 5.0M in immobilizzazioni tecniche.

I principali investimenti riguardano il completamento della prima fase di realizzazione di un cantiere in Kazakistan (Aktau) che consentirà di realizzare in loco le strutture offshore per il Mar Caspio.

La cassa disponibile a fine periodo è pari ad EUR 42.2M (EUR 46.5M in 1H11).

#### Dividendi

Il 17 maggio 2012 è stato pagato un dividendo relativo all'esercizio 2011 di EUR 1.0/azione, per un esborso complessivo di EUR 3.8M, pari ad un pay-out del 17.8% rispetto all'utile della S.p.A.

#### Outlook

Come menzionato precedentemente, il portafoglio ordini è pari a EUR 464M, di cui circa EUR 322M relativi al Settore Oil&Gas, EUR 117M relativi al Settore Navale ed EUR 25M relativi al Settore Process Plants.

Il settore Oil&Gas ha ordini che garantiscono un buon carico di lavoro fino alla metà del 2013.

Oil&Gas

Lo slittamento di progetti dovuto alla crisi finanziaria che continua a rallentare nel corso del 2012 gli investimenti in molti settori produttivi, in tale contesto è positivo segnalare l'ordine di circa EUR 45M per una piattaforma living da installare nel Mare del Nord.

Il management segnala una buona ripresa della domanda in West Africa e Mare del Nord, anche se caratterizzata da una forte competitività. Nell'area del Mar Caspio, terminate le commesse in essere entro la metà del 2013, è prevedibile un rallentamento delle attività offshore, a causa dello slittamento della fase due degli investimenti programmati.

Il settore Navale si concentrerà prevalentemente su ordini ricevuti negli esercizi precedenti. Nel mese di luglio è stato acquisito un ordine per la realizzazione di un anchor handling tug supply vessel da consegnare nel 2014, a conferma di quanto descritto precedentemente circa la rilevanza di questa tipologia di imbarcazioni per Rosetti Marino.

Settore Navale  
Settore Navale

Nel Settore Process Plants, l'acquisizione di ordini per EUR 25M conferma una certa ripresa della domanda.

Process Plant

#### Cambio delle stime

Alla luce dei risultati del primo semestre apportiamo le modifiche alle nostre stime 2012E come riportato nella tabella sottostante.

Cambio stime 2012E			
EUR M	2012E old	2012E new	% var.
Turnover	343.0	385.0	12.2
EBITDA	19.5	35.5	82.1
EBITDA margin	5.7	9.2	
EBIT	14.0	27.0	93.0
Utile netto	8.4	17.5	108.1
Debito (Cassa)	-41.0	-36.6	-10.8

Source: Intesa Sanpaolo Research estimates

## 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 2012E inferiori alla media dei comparables.

Redditività delle società comparabili			
%	Mkt Cap - EUR M	EBIT margin 12E	Net income margin 12E
Saipem SpA	14,796	12.4	7.8
Trevi Finanziaria Industriale	279	6.2	2.3
Tenaris SA	16,327	21.4	15.3
Tecnicas Reunidas SA	1,837	5.7	5.0
Technip SA	8,977	9.9	6.9
Petrofac	6,236	12.2	9.7
Amec	4,064	8.4	6.2
Foster Wheeler AG	1,532	5.9	4.4
National Oilwell Varco	22,498	19.9	13.6
Cameron International Corp.	8,649	13.8	9.9
<b>Media</b>		<b>11.6</b>	<b>8.1</b>
Rosetti Marino*		7.0	4.5

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 7.3-12.1x, con una mediana a 10.4x, mentre il multiplo dell'utile nel 2012E risulta compreso tra 12.2-19.4, con una mediana a 14.7x.

Multipli delle società comparabili			
x	Price (EUR)	EV/EBIT 12E	P/E12E
Saipem S.p.A.	35.26	11.9	15.4
Trevi-Finanziaria Industriale S.p.A.	5.25	11.9	15.8
Tenaris S.A.	15.11	9.5	12.6
Tecnicas Reunidas S.A.	38.20	8.9	15.3
Technip S.A.	87.86	11.9	19.4
Petrofac Ltd.	19.97	10.0	13.8
AMEC PLC	13.51	10.8	14.1
Foster Wheeler AG	17.52	7.3	13.9
National Oilwell Varco Inc.	55.78	8.1	12.2
Cameron International Corp.	38.70	12.1	15.8
<b>Media</b>		<b>10.4</b>	<b>14.7</b>
<b>Rosetti Marino* (EUR M)</b>			
EBIT 2012E	27.0		
Utile 2012E	17.5		

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 257-328M.

Applicazione dei multipli per valutare il fair value Rosetti Marino	
EUR M	2012E
EBIT	27.0
EV/EBIT	10.4
EV	282
Debito	-46.6
<b>Equity value</b>	<b>328</b>
Net income	17.5
P/E	14.7
<b>Equity value</b>	<b>257</b>

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
Argentario S.p.A.	2.5
Altri	0.75

Fonte: Company profile da website della società (14.09.2012)

## Valutazione con DCF

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

- Un equity risk premium del 6%;
- Un risk-free rate del 5.5%;
- 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
<b>WACC</b>	<b>11.5</b>

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	385.0
Costo materie prime	-122.9	-126.0	-67.7	-63.4	-95.0
Altri costi operativi	-116.1	-147.6	-146.9	-136.1	-205.0
Costo del lavoro	-31.7	-38.7	-39.9	-46.5	-50.0
Altri costi operativi	0.0	-9.2	-0.6	1.8	0.0
EBITDA	57.2	78.5	38.9	25.9	35.5
EBITDA margine (%)	17.5	20.0	13.3	9.7	9.2
Ammortamenti	-4.5	-5.8	-11.6	-5.9	-8.5
EBIT	52.6	72.6	27.3	20.0	27.0
EBIT margine (%)	16.1	18.5	9.3	7.5	7.0
Interessi netti	1.5	-2.4	-0.3	1.6	-2.5
Altro	0.1	0.2	1.0	-0.2	0.0
Utile pre-tasse	54.2	70.4	28.0	21.4	24.5
Tasse	-18.1	-22.2	-8.4	-7.5	-7.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Utile netto	36.1	48.1	19.6	13.9	17.5

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	109.9
Capitale circolante netto	28.8	48.5	39.6	22.3	39.8
Capitale investito netto	99.6	126.6	125.5	125.7	149.7
Patrimonio netto	110.5	152.1	164.6	172.3	186.3
Debito (Cassa)	-10.9	-25.5	-39.1	-46.6	-36.6
Totale copertura	99.6	126.6	125.5	125.7	149.7

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](http://www.bancaimi.com) or [www.intesasanpaolo.com](http://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](http://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 August 2012)					
Number of companies subject to recommendations: 97	BUY	ADD	HOLD	REDUCE	SELL
Total Equity Research Coverage %	49	17	32	2	-
of which Intesa Sanpaolo's Clients % (*)	70	67	59	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.

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

**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**

Catherine D'Aragon +39 02 7261 5929 catherine.daragon@bancaimi.com  
Carlo Cavalieri +39 02 7261 2722 carlo.cavalieri@bancaimi.com  
Francesca Guadagni +39 02 7261 5817 francesca.guadagni@bancaimi.com  
Nicola Maccario +39 02 7261 5517 nicola.maccario@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

**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