

Rosetti Marino

I risultati 2010 scontano la crisi del 2009

Rosetti Marino – Stime e dati finanziari						
Y/E Dicembre		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
Turnover	EUR M	326.8	392.2	292.9	293.5	308.2
EBITDA	EUR M	57.2	78.5	39.0	20.9	24.1
EBIT	EUR M	52.6	72.6	27.3	15.0	18.4
Utile netto	EUR M	36.1	48.1	19.6	9.7	10.9

A: attuale; E: stime; Fonte: dati societari, Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche

- Il turnover FY10 in calo.** Il turnover nel FY10 si è attestato ad EUR 292M, una contrazione del 25.3% rispetto all'anno precedente. Tale contrazione è totalmente riconducibile al calo del turnover degli impianti offshore che hanno subito la mancanza di investimenti da parte dei principali clienti a seguito della crisi economica mondiale. Gli investimenti sono ripartiti solo nei primi mesi del 2010, dopo la ripresa del prezzo del petrolio. Nel corso del 2010 si è acquisito un portafoglio ordini di EUR 200M, che garantisce un carico di lavoro fino alla primavera 2012. In particolare, la business unit Oil&Gas ha avuto una contrazione del turnover del 35%, quella delle Costruzioni Navali dell'11.3%, mentre la business unit Process Plants ha segnato un incremento del turnover del 33.3%, anche grazie a prodotti legati alle fonti energetiche alternative, che hanno portato nell'esercizio ordini per EUR 12.5M.
- EBITDA in contrazione, ma la cassa aumenta.** L'EBITDA è stato di EUR 39.0M, in calo del 50.4% rispetto al FY09. La marginalità si è attestata al 13.3%, significativamente inferiore al FY09 (20.0%). Ricordiamo che la marginalità nel 2009 beneficiò sia della ripresa a pieno regime dei lavori relativi a due importanti commesse all'estero, per le quali furono significativamente aumentati gli importi contrattualmente previsti, sia dell'aumento dei costi in misura inferiore rispetto all'aumento del turnover. L'utile ammonta a EUR 19.6M, in calo del 59.2% rispetto al FY09. Gli investimenti non finanziari sono stati pari ad EUR 8.1M, di cui circa EUR 1.4M in immobilizzazioni immateriali ed EUR 6.7M in immobilizzazioni tecniche. La cassa disponibile a fine periodo è pari ad EUR 39.1M, in aumento rispetto al valore di FY09 (EUR 25.5M), anche includendo l'esborso relativo ai dividendi (EUR 7.6M).
- Outlook.** Nel corso del 2010 e dei primi mesi del 2011 si sono acquisite commesse per un portafoglio ordini pari a circa EUR 275M (di cui EUR 167M riferibili alla business unit Oil&Gas), che il management giudica soddisfacente anche se non paragonabile con i livelli raggiunti nel triennio 2007-09. Il management ritiene ci siano interessanti prospettive legate ad investimenti offshore nel mare del Nord e nel mar Caspio, tali da portare il valore della produzione nel 2011 a livelli medi, mantenendo una buona redditività. Il management sta implementando strategie per accedere a livello di gruppo al mercato dell'Iraq. Alla luce di queste considerazioni, apportiamo una riduzione del turnover nel 2011E e 2012E di circa il 10.3%, con una conseguente contrazione di tutte le voci del conto economico.
- Valutazione.** Per quanto riguarda la valutazione, abbiamo individuato un panel di società comparabili. Il multiplo EV/EBIT del campione selezionato ha una mediana di 11.3x nel 2011E e di 8.5x nel 2012E. Il P/E ha una mediana di 17.7x nel 2011E e di 14.7x nel 2012E. Per quanto riguarda il DCF, abbiamo individuato un tasso di attualizzazione (WACC) pari al 9.75%.
- 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 Kazakhstan (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.

Vedi pagina 9 per certificazione dell'analista e full disclosure

- Banca IMI ricopre il ruolo di Specialista Primario relativamente agli strumenti finanziari emessi da Rosetti Marino S.p.A
- Cassa dei Risparmi di Forlì e della Romagna ricopre il ruolo di Sponsor relativamente agli strumenti finanziari emessi da Rosetti Marino S.p.A.

31 Maggio 2011

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

Indice

Risultati FY10	3
La valutazione	6
Financials	8

Risultati FY10

Il turnover nel FY10 si è attestato ad EUR 292M, una contrazione del 25.3% rispetto all'anno precedente (circa -23% nel primo semestre 2010), e leggermente inferiore alle nostre stime (-2.4%).

Tale contrazione è totalmente riconducibile al calo del turnover degli impianti offshore che hanno subito la mancanza di investimenti da parte dei principali clienti a seguito della crisi economica mondiale.

Gli investimenti sono ripartiti solo nei primi mesi del 2010, dopo la ripresa del prezzo del petrolio. Nel corso del 2010 si è acquisito un portafoglio ordini di EUR 200M, che garantisce un carico di lavoro fino alla primavera 2012.

Portafoglio ordini di EUR 200M acquisito nel 2010

Rosetti Marino - Risultati annuali					
EUR M	FY09A	FY10A	Var. yoy (%)	FY10E	Var. vs. FY10E (%)
Turnover	392.2	292.9	-25.3	300.0	-2.4
EBITDA	78.5	39.0	-50.4	36.1	7.9
EBITDA margin (%)	20.0	13.3		12.0	
EBIT	72.6	27.3	-62.4	31.6	-13.6
Utile pre-tasse	70.4	28.0	-60.2	31.9	-12.3
Utile netto	48.1	19.6	-59.2	22.3	-12.0
Debito/cassa	-25.5	-39.1	53.4	-17.6	122.3

A: attuale; E: stime; Fonte: dati societari, Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche

In particolare:

- La business unit Oil&Gas ha avuto una flessione del turnover di circa il 35% ad EUR 189M, per la sopra menzionata contrazione della domanda globale. Nel corso dell'anno sono stati acquisiti ordini per:
 - la realizzazione di 3 jacket e dei relativi pali per il mare del Nord (EUR 109M);
 - il revamping di 4 piattaforme installate al largo delle coste tunisine (EUR 16M);
 - la costruzione di un impianto di perforazione nel mare del Nord (EUR 29M), poi esteso all'inizio del 2011 includendo ingegneria di dettaglio (EUR 13M addizionali);
 - la costruzione di "nuove trappole" da installare nel mar Caspio (EUR 11M per il gruppo), che rappresentano la prima commessa acquisita dalla collegata K.C.O.I Llp e che verrà realizzata nel nuovo cantiere in Kazakhstan.

Rosetti Marino - Spaccatura del fatturato			
EUR M	FY09A	FY10A	Var. (%)
Oil & Gas	291	189	-35.0
Costruzioni Navali	71	63	-11.3
Process Plants	30	40	33.3
Turnover	392	293	-25.3

Fonte: Dati societari

- La business unit Costruzioni Navali ha registrato una contrazione del turnover di circa l'11.3% ad EUR 63M. Nel 2010 sono stati completati un rimorchiatore e due supply vessel iniziati negli esercizi precedenti, e sono continuati i lavori per la realizzazione di cinque supply vessel. È stato acquisito un contratto da EUR 52.8M per la costruzione di un anchor handling supply vessel da 19k cavalli, con l'opzione per una costruzione gemella esercitabile entro la fine dell'anno. I lavori attualmente in portafoglio assicurano un adeguato carico di lavoro fino a metà del 2012;
- La business unit Process Plants, dopo avere sofferto nel 2009 per un calo della domanda dovuto alla crisi economica mondiale, ha mostrato nel 2010 un forte segnale di ripresa, con un turnover in crescita del 33.3%. È ripresa l'attività della capogruppo verso i prodotti legati alle fonti energetiche alternative, che hanno portato nell'esercizio ordini per EUR 12.5M.

L'EBITDA è stato di EUR 39.0M, in calo del 50.4% rispetto al FY09, ma meglio delle nostre stime (+7.9%).

EBITDA margin in calo

La marginalità si è attestata al 13.3%, significativamente inferiore al FY09 (20.0%), ma superiore alle nostre stime (12.0%).

Ricordiamo che la marginalità nel 2009 beneficiò sia della ripresa a pieno regime dei lavori relativi a due importanti commesse all'estero, per le quali furono significativamente aumentati gli importi contrattualmente previsti, sia dell'aumento dei costi in misura inferiore rispetto all'aumento del turnover.

L'utile ammonta a EUR 19.6M, in calo del 59.2% rispetto al FY09, ed inferiore del 12% rispetto alle nostre stime.

Gli investimenti non finanziari sono stati pari ad EUR 8.1M, di cui circa EUR 1.4M in immobilizzazioni immateriali ed EUR 6.7M in immobilizzazioni tecniche.

I maggiori investimenti riguardano la realizzazione di un cantiere in Kazakhstan che consentirà di realizzare in loco le strutture offshore per il Mar Caspio a partire dalla seconda parte del 2011. Gli altri investimenti hanno interessato tutti e tre i siti produttivi, per potenziare i mezzi produttivi e le infrastrutture, tra cui un nuovo magazzino ed una nuova palazzina uffici.

La cassa disponibile a fine periodo è pari ad EUR 39.1M, in aumento rispetto al valore di FY09 (EUR 25.5M), anche includendo l'esborso relativo ai dividendi. Il dato è significativamente superiore alle nostre stime (EUR 17.6M).

Dividendi e azioni proprie

L'assemblea ha approvato la distribuzione di un dividendo relativo all'esercizio 2010 di EUR 1.75/azione, in pagamento dal 12 maggio 2011, per un esborso complessivo di EUR 6.65M, pari ad un pay-out del 20.3% rispetto all'utile della S.p.A. Lo yield è del 6.2%.

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

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

Nel mese di gennaio 2010 l'Assemblea dei Soci ha deliberato l'acquisto di ulteriori 100k azioni proprie ad un prezzo compreso tra EUR 25.5-30.0/azione. La delibera ha una durata di 18 mesi, fino al 24 luglio 2011.

Il 12 marzo 2010 la società ha ottenuto l'ammissione alla quotazione al MAC, attraverso una offerta istituzionale che prevedeva la vendita da parte dell'azionista di minoranza Cosmi Holding S.p.A. di 200k azioni, pari al 5% del capitale sociale, ad un prezzo di EUR 30.0/azione.

Outlook

Nel corso del 2010 e dei primi mesi del 2011 si sono acquisite commesse per un portafoglio ordini pari a circa EUR 275M, che il management giudica soddisfacente anche se non paragonabile con i livelli raggiunti nel triennio 2007-09.

Il management ritiene ci siano interessanti prospettive legate ad investimenti offshore nel mare del Nord e nel mar Caspio, tali da portare il valore della produzione nel 2011 a livelli medi, mantenendo una buona redditività.

In particolare la business unit Oil&Gas conta su un portafoglio ordini di circa EUR 167M, che garantisce un carico di lavoro per tutto il 2011. È stato acquisito all'inizio del 2011 un contratto con Agip KCO per servizi di commissioning da eseguirsi presso il campo petrolifero di Kashagan del valore di EUR 18M in tre anni. I segnali positivi che arrivano dalla ripresa dell'economia mondiale, ed un prezzo del petrolio mediamente elevato dovrebbero sostenere i piani di investimento sospesi nel 2009. La crisi dei paesi del nord Africa potrebbe determinare un rallentamento degli investimenti nell'area del Mediterraneo, mentre il mercato kazako non ha fatto registrare contrazione della domanda;

Il management sta implementando strategie per accedere a livello di gruppo al mercato dell'Iraq.

Stime

Alla luce di quanto esposto sopra, apportiamo una riduzione del turnover nel 2011E e 2012E di circa il 10.3%, con una conseguente contrazione di tutte le voci del conto economico.

Cambiamenti di stime

Variazione stime 2011E-12E						
EUR M	2011E old	2011E new	var. (%)	2012E old	2012E new	var. (%)
Turnover	327.0	293.5	-10.2	343.4	308.2	-10.3
EBITDA	24.5	20.9	-14.6	26.9	24.1	-10.4
EBITDA margin	7.5	7.1		7.8	7.8	
EBIT	18.6	15.0	-19.3	20.6	18.4	-10.7
Utile netto	12.1	9.7	-20.1	12.3	10.9	-11.6
Debito (Cassa)	-35.2	-28.5	-19.0	-39.3	-34.6	-11.9

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche

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 2011E-12E inferiori alla media dei comparables.

Reddittività delle società comparabili					
%	Mkt Cap (EUR M)	EBIT margin 11E	EBIT margin 12E	Net income margin 11E	Net income margin 12E
Maire Tecnimont SpA	422	3.4	4.4	2.0	2.8
Saipem SpA	16,094	12.0	12.6	7.5	8.1
Trevi Finanziaria Industriale	653	9.9	10.8	5.4	6.0
Tenaris SA	21,374	21.7	25.3	15.4	17.4
Tecnicas Reunidas SA	2,177	5.6	5.7	5.0	5.2
Technip SA	8,166	9.7	10.2	6.6	7.1
Petrofac	6,338	12.0	12.3	9.5	9.6
Amec	4,423	8.5	8.9	6.6	7.0
Foster Wheeler AG	2,945	5.3	7.0	4.2	5.5
National Oilwell Varco	21,617	19.4	20.8	13.0	14.3
Cameron International Corp.	8,140	14.2	16.1	9.9	11.7
Media		11.1	12.2	7.7	8.6
Rosetti Marino*		5.1	6.0	3.3	3.5

Prezzi al 27.05.2011. Fonte: Factset, e* Stime Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche

Per quanto riguarda i multipli, esclusa Maire Tecnimont, l'EV/EBIT 2011E del campione selezionato risulta compreso tra 8.7-14.0x, con una mediana a 11.3x, mentre l'EV/EBIT 2012E risulta compreso tra 7.2-11.1x, con una mediana a 8.5x.

Per quanto riguarda il multiplo dell'utile, sempre esclusa Maire Tecnimont, nel 2011E risulta compreso tra 12.2-21.6x, con una mediana a 17.7x, nel 2012E risulta compreso tra 9.9-15.8x, con una mediana a 14.7x.

Multipli delle società comparabili					
x	Price (EUR)	EV/EBIT 11E	EV/EBIT 12E	P/E11E	P/E12E
Maire Tecnimont S.p.A.	1.31	2.5	1.6	7.5	5.5
Saipem S.p.A.	36.46	13.1	10.8	17.8	14.9
Trevi-Finanziaria Industriale S.p.A.	10.21	9.7	7.9	12.2	9.9
Tenaris S.A.	18.11	13.5	9.5	19.5	15.1
Tecnicas Reunidas S.A.	38.95	8.7	7.2	14.0	12.4
Technip S.A.	74.07	10.4	8.4	18.9	15.8
Petrofac Ltd.	18.33	12.8	11.1	17.5	15.6
AMEC PLC	13.32	11.0	9.2	16.7	14.5
Foster Wheeler AG	23.77	14.0	8.6	21.6	15.2
National Oilwell Varco Inc.	51.09	10.7	8.0	17.6	13.9
Cameron International Corp.	33.22	11.7	8.5	18.2	13.8
Media (ex Maire Tecnimont)		11.3	8.5	17.7	14.7
Rosetti Marino* (EUR M)					
EBIT 2011E	15.0				
EBIT 2012E	18.4				
Utile 2011E	9.7				
Utile 2012E	10.9				

Prezzi al 27.05.2011. Fonte: Factset, e* Stime Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche

Applicando la media di EV/EBIT e P/E sull'anno 2011E e 2012E ai relativi valori di Rosetti Marino, individuiamo un fair value compreso tra EUR 160-209M.

Applicazione dei multipli per valutare il fair value Rosetti Marino		
EUR M	2011E	2012E
EBIT	15.0	18.4
EV/EBIT	11.3	8.5
EV	170	157
Debito	-39.1	-39.1
Equity value	209	196
Net income	9.7	10.9
P/E	17.7	14.7
Equity value	171	160

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, a non assegnamo rating alla società.

Azionisti di Rosetti Marino	
Rosfin	52.45
Saipem	20.0
Cosmi Holding	17.5
Azioni proprie	5.0
Carisp. Ravenna	2.5
Altri	0.75

Fonte: Company profile da website Mercato Alternativo del Capitale (13.12.2010)

Valutazione con DCF

Nell'applicazione del metodo del discounted cash flow (DCF), utilizziamo i flussi di cassa 2010E-12E, ed i seguenti parametri a contorno:

- Un equity risk premium del 5.75% (5.5% nel precedente studio);
- Un risk-free rate del 4%;
- Un gearing (debito/capitale investito) pari a zero.

Sulla base dei precedenti parametri calcoliamo un WACC del 9.75%.

Per il terminal value si possono utilizzare 2 approcci diversi:

- Perpetualizzare l'ultimo flusso di cassa con un WACC del 9.75% ed una crescita del valore terminale al 2%;
- Perpetualizzare l'EBIT mid cycle 2010E-12E con un WACC del 9.75% 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	4.00
Equity Risk Premium	5.75
Cost of equity	9.75
WACC	9.75

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

Financials

Conto economico (2008-12E)					
EUR M	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
Turnover	326.8	392.2	292.9	293.5	308.2
Costo materie prime	-122.9	-126.0	-67.7	-99.8	-102.0
Altri costi operativi	-116.1	-147.6	-146.9	-121.8	-129.4
Costo del lavoro	-31.7	-38.7	-39.9	-45.5	-48.2
Altri costi operativi	0.0	-9.2	-0.5	-6.0	-5.0
EBITDA	57.2	78.5	39.0	20.9	24.1
EBITDA margine (%)	17.5	20.0	13.3	7.1	7.8
Ammortamenti	-4.5	-5.8	-12.2	-5.9	-5.7
EBIT	52.6	72.6	27.3	15.0	18.4
EBIT margine (%)	16.1	18.5	9.3	5.1	6.0
Interessi netti	1.5	-2.4	-0.3	-0.6	-1.1
Altro	0.1	0.2	1.0	0.1	0.1
Utile pre-tasse	54.2	70.4	28.0	14.4	17.3
Tasse	-18.1	-22.2	-8.4	-4.8	-6.4
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Utile netto	36.1	48.1	19.6	9.7	10.9

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

Stato patrimoniale (2008-12E)					
EUR M	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
Immobilizzazioni	70.8	78.1	85.9	94.5	99.8
Capitale circolante netto	28.8	48.5	39.6	44.6	40.1
Capitale investito netto	99.6	126.6	125.5	139.1	139.8
Patrimonio netto	110.5	152.1	164.6	167.6	174.4
Debito (Cassa)	-10.9	-25.5	-39.1	-28.5	-34.6
Totale copertura	99.6	126.6	125.5	139.1	139.8

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

Cash flow (2008-12E)					
EUR M	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
Debito (Cassa) inizio anno	-22.3	-10.9	-25.5	-39.1	-28.5
Utile netto	36.1	48.1	19.6	9.7	10.9
Ammortamenti	4.5	5.8	12.2	5.9	5.7
Var. capitale circolante	-27.6	-19.7	8.9	-5.0	4.5
Operating cash flow	13.0	34.3	40.7	10.6	21.1
Capex	-9.9	-9.8	-8.2	-10.0	-9.0
Investimenti	-	-12.5	-5.5	-4.5	-2.0
Cessioni	-	-	-	-	-
Free cash flow	3.1	12.0	27.1	-3.9	10.1
Dividendi	-12.0	-6.4	-7.6	-6.7	-4.0
Altri movimenti	-2.4	9.0	-5.8	-	-
Cash flow	-11.3	14.5	13.6	-10.6	6.1
Debito (cassa) fine anno	-10.9	-25.5	-39.1	-28.5	-34.6

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

Avvertenza Generale

Il presente documento è stato preparato, per conto dello Sponsor Cassa dei Risparmi di Forlì e della Romagna (Cariromagna) e dello Specialista Primario Banca IMI, dal Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è inviato da Banca IMI per vostra esclusiva informazione e non può essere riprodotto o ridistribuito a nessun altro soggetto o ente.

Il presente documento non è, né deve essere considerato parte di, o interpretato come, un'offerta di azioni di Area Impianti, costituendo una valutazione autonoma ed indipendente della società Area Impianti (di seguito anche l'“Emittente”) predisposta da Intesa Sanpaolo, sulla base delle informazioni comunicate dall'Emittente nel ambito delle negoziazioni sul MAC (Mercato Alternativo dei Capitali), Sistema multilaterale di negoziazione gestito e organizzato da Borsa Italiana Spa.

Tale documento non è stato predisposto da o con la collaborazione di Rosetti Marino o dall'azionista venditore. 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.

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 stato redatto da un soggetto appartenente a un Gruppo che può avere un proprio specifico interesse riguardo a Rosetti Marino, alle azioni dell'Emittente o alle operazioni oggetto di analisi. In qualità di specialista Banca IMI si impegna (ai sensi di quanto previsto dal Regolamento del MAC) a produrre almeno due ricerche all'anno concernenti l'Emittente, da redigersi in occasione della pubblicazione dei risultati di esercizio e dei dati semestrali.

Il presente documento è inviato contestualmente alla prima distribuzione alla Borsa Italiana SpA

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.

Politica di copertura

L'elenco completo delle società coperte dall'ufficio studi è disponibile su richiesta. Intesa Sanpaolo SpA intende a fornire una copertura continuativa delle società ivi contenute in occasione della pubblicazione dei bilanci e delle relazioni periodiche così come per qualsiasi evento eccezionale che possa condizionare l'operatività dell'Emittente. Le società per cui Banca IMI opera in qualità di Sponsor o Specialist sono coperte nel rispetto dei regolamenti emessi dalle autorità di vigilanza competenti. 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

L'ufficio studi equity di Intesa Sanpaolo SpA valuta le società per cui assegna delle raccomandazioni come segue:

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 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 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".

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 (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 trends 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

Disclosure

Si rappresentano le seguenti informazioni relative agli interessi ed ai conflitti d'interesse del Gruppo Intesa Sanpaolo:

- 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 Banca IMI ricopre il ruolo di Specialista Primario relativamente agli strumenti finanziari emessi da Rosetti Marino S.p.A
- 3 Cassa dei Risparmi di Forlì e della Romagna ricopre il ruolo di Sponsor relativamente agli strumenti finanziari emessi da Rosetti Marino S.p.A.

Equity rating allocations

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

Intesa Sanpaolo Research Rating Distribution (at May 2011)					
Number of companies subject to recommendations: 94 (**)	BUY	ADD	HOLD	REDUCE	SELL
Total Equity Research Coverage %	29	38	30	2	1
of which Intesa Sanpaolo's Clients % (*)	78	56	50	100	-

(*) 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 101

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 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@intesaspaolo.com
-----------------	------------------	----------------------------------

Equity Research

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

Corporate Broking Research

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

Research Production

Anna Whatley	+39 02 8794 9824	anna.whatley@intesaspaolo.com
Cinzia Bovina	+39 02 8794 9811	cinzia.bovina@intesaspaolo.com
Bruce Marshall	+39 02 8794 9816	robert.marshall@intesaspaolo.com
Annita Ricci	+39 02 8794 9823	annita.ricci@intesaspaolo.com

Banca IMI**Institutional Sales**

Nicola Maccario	+39 02 7261 5517	nicola.maccario@bancaimi.com
Carlo Cavalieri	+39 02 7261 2722	carlo.cavalieri@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
Virginia Mortari	+39 02 7261 5853	virginia.mortari@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
Jack Del Duca	+1 212 326 1234	jack.delduca@bancaimi.com
Barbara Leonardi	+1 212 326 1232	barbara.leonardi@bancaimi.com
Gregory Halvorsen	+1 212 326 1237	gregory.halvorsen@bancaimi.com

Sales Trading

Roberto Gussoni	+39 02 7261 5929	roberto.gussoni@bancaimi.com
Claudio Manes	+39 02 7261 5542	claudio.manes@bancaimi.com
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