

Enel

I risultati conseguiti nel primo semestre confermano che la società è sulla buona strada per raggiungere gli obiettivi del piano Piano industriale 2017-19 che prevedono un peso crescente nelle energie rinnovabili, risultati in miglioramento e dividendi in crescita. La società sta implementando la digitalizzazione della gestione e degli asset, insieme a importanti investimenti per ottimizzare la marginalità. Inoltre, è prevista una semplificazione del Gruppo, sia della struttura generale a livello di paese sia di area di attività (in particolare in America Latina).

Risultati primo semestre 2017

Enel ha conseguito buoni risultati nel primo semestre 2017 e ha confermato i target annunciati per fine 2017, malgrado la crisi idrica che ha segnato non solo l'Italia, ma in quasi tutti i paesi in cui il gruppo è presente. I ricavi di Enel nei primi sei mesi dell'anno sono aumentati a 36,3 miliardi di euro (+6,3%) nonostante la cessione di asset, come Slovenske Elektrarn ed EGPNA oltre ad alcune attività in Nord America. L'EBITDA si è attestato a 7,68 miliardi di euro in calo del 4,7% rispetto agli 8,05 miliardi dello stesso periodo dell'anno precedente. La società ha spiegato che la contrazione è dovuta all'effetto negativo derivante dalle variazioni del perimetro di consolidamento e al calo dei margini nella penisola Iberica, solo parzialmente compensati dal positivo effetto cambi e da una buona performance in Italia, in particolare nel segmento retail. Il risultato netto è stato comunque in crescita dello 0,7%, a 1,84 miliardi; se si guarda al risultato ordinario (al netto delle partite straordinarie) la variazione è pari al 3,8%, a 1,8 miliardi. L'indebitamento netto è salito di 1,3 miliardi nei primi sei mesi dell'anno per effetto delle acquisizioni (tra cui la società di distribuzione brasiliana Celg), a quota 38,8 miliardi. Tale valore è destinato però a tornare attorno a 38 miliardi a fine anno. L'obiettivo 2017 di EBITDA è stato confermato dal management a 15,5 miliardi e il risultato netto a 3,6 miliardi.

Piano industriale 2017-19

Il Piano industriale al 2019, illustrato dal management lo scorso fine novembre, prevede un riequilibrio degli investimenti tra le reti e le energie rinnovabili, stimando risultati al rialzo e dividendi in crescita; include inoltre la proposta di un piano di riacquisto di azioni proprie fino a 2 miliardi di euro. Fra le principali linee-guida sono indicati la digitalizzazione della gestione e degli *asset* del Gruppo, con investimenti per 4,7 miliardi, e l'obiettivo di generare un incremento cumulato della marginalità. Inoltre, è prevista una semplificazione del Gruppo: razionalizzazione della struttura a livello di paese in tutte le aree (in particolare in America Latina) e nel segmento delle energie rinnovabili. Per il 2017 è previsto un dividendo minimo di almeno 0,21 euro per azione, dopo che il Gruppo ha annunciato il ritorno all'acconto sul dividendo. Il *payout ratio*, il rapporto fra dividendo e utile, è stato indicato al 65% nel 2017 per poi salire al 70% nel 2018 e

31 agosto 2017

11:15 CET

Data e ora di chiusura

31 agosto 2017

11:25 CET

Data e ora di prima diffusione

Azioni

Aggiornamento emittente in breve

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

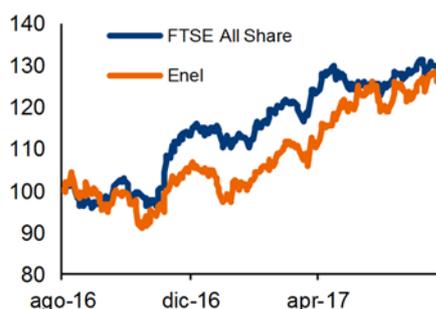
Ricerca per Investitori privati e PMI

Ester Brizzolaro
Analista Finanziario

Scheda società	
Dati società	
N. azioni ordinarie (mln)	10.166,7
Prezzo (euro)	5,0
Dati Mercato	
Capitalizzazione (mln di euro)	51.138
Max-Min a 12 mesi (euro)	5,1-3,5
Altre informazioni	
Settore	Utility
Rendimento	
Ultimo dividendo (euro)	0,18
Rendimento dividendo (%)	4,6

Fonte: Bloomberg

Performance vs. FTSE All Share (ultimo anno)



Fonte: Bloomberg

	Performance %	
	Assoluta	Relativa FTSE Italia All Share
1m	4,6	4,6
3m	6,53m	3,9
12m	27,3	12m -0,4

Fonte: Bloomberg

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 29.08.2017.

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

nel 2019. Enel nel Piano prevede un EBITDA a 17,2 miliardi di euro nel 2019 (in crescita del 15% rispetto ai 15 miliardi del 2016) guidato dalla crescita organica e dall'efficientamento e un utile netto ordinario di 4,7 miliardi nel 2019, rispetto ai 3,2 miliardi del 2016. Inoltre è prevista una riduzione della leva finanziaria al 2,2x nel 2019 rispetto al 2,5x del 2016, con un debito netto stimato a fine Piano di 37,5 miliardi di euro.

Il riassetto in America Latina

Enel, come previsto nel piano industriale 2017-2019, prosegue sulla semplificazione della struttura societaria. Nelle scorse settimane, infatti, il CdA della controllata Enel Chile ha avviato l'analisi di una possibile riorganizzazione delle partecipazioni nell'area del gruppo. La proposta sembra essere basata su due passaggi correlati tra loro. Il primo prevede l'integrazione in Enel Chile degli asset rinnovabili cileni detenuti da Enel Green Power Latin America, tramite fusione per incorporazione di quest'ultima nella controllata cilena. Il secondo, invece, passa attraverso il lancio da parte della stessa Enel Chile di un'offerta pubblica d'acquisto e scambio (Opas) sulla totalità delle azioni di Enel Generación Chile in mano ai soci di minoranza (pari al 40% del capitale). Non sono state fornite indicazioni sulle valutazioni ma, considerando una media a sei mesi del prezzo di mercato, queste quote di minoranza valgono circa 2,6 mld di dollari.

Sempre nell'ottica di semplificazione societaria, ricordiamo che Enel aveva chiuso a giugno scorso un altro passaggio importante con la fusione per incorporazione nel gruppo di Enel South America. In questo modo, la società italiana ha potuto beneficiare della gestione diretta delle partecipazioni detenute dalla controllata nelle due subholding latinoamericane, Enel America ed Enel Chile. Quest'ultima si appresta ora a lanciare una nuova riorganizzazione per accorciare ulteriormente la catena di controllo e migliorare l'efficienza operativa.

Titolo premiato dalle scelte strategiche

Enel ricopre una posizione importante nella classifica europea dei maggiori produttori e distributori di energia elettrica. In un orizzonte temporale di cinque anni il titolo ha performato meglio dei principali competitori europei e attualmente vanta una capitalizzazione di 51,3 miliardi di euro, prima utility in Europa per valore di mercato.

Tra le ragioni alla base di questo progresso c'è il vantaggio della società rispetto ad alcuni concorrenti nel compimento del delicato processo di transizione che le utility europee stanno attraversando legato ai piani dell'UE sulla riduzione delle emissioni inquinanti. Negli obiettivi della Commissione Europea la quota di energia prodotta da combustibili fossili, è prevista ridursi per essere sostituita da un maggior impiego di fonti rinnovabili la cui quota, oggi intorno al 25%, dovrebbe salire al 50% entro il 2030. Questa transizione sta comportando una profonda trasformazione dei modelli di business. Soprattutto dove la quota di energia prodotta da fonti non rinnovabili è ancora dominante come in Germania (centrali a carbone) e Francia (nucleare). Enel invece, nel recente passato, ha effettuato scelte strategiche che la posizionano meglio sulle energie da fonti rinnovabili rispetto ai concorrenti francesi e tedeschi. Questo segmento, che negli anni scorsi ha potuto contare su un sostanzioso contributo in termini di incentivi pubblici, attualmente vale circa il 35% della produzione di Enel. Questa scelta strategica ha bilanciato in parte i contraccolpi di mercato legati al calo dei prezzi dell'energia e salvaguardata dalle vicissitudini sul nucleare che invece interessano Francia e Germania.

Stime di consenso

Nella seguente tabella riportiamo le stime di consenso che mostrano un progressivo miglioramento dei principali dati di bilancio, nonché un incremento della marginalità. L'utile atteso dovrebbe consentire alla società di distribuire nel prossimo triennio un dividendo

crescente rispetto ai 18 centesimi relativi all'esercizio 2016. Le stime di consenso indicano 22 e 27 centesimi di euro rispettivamente per il 2017 e 2018.

I dati prospettici sotto riportati sono leggermente inferiori rispetto alle indicazioni di *business plan* fornite dalla società, il che significa che il mercato ritiene ambizioso il progetto di Enel e pertanto preferisce mantenere un atteggiamento prudente.

Enel – Principali dati economici e finanziari – Stime di consenso				
Mln di euro	2016	2017E	2018E	2019E
Ricavi	70.592	73.639	75.135	77.234
EBITDA	15.273	15.531	16.174	16.793
Marginalità %	21,6	21,1	21,5	21,7
EBIT	8.921	9.618	10.136	10.639
Marginalità %	12,6	13,1	13,5	13,8
Utile ante imposte	5.780	7.084	7.745	8.355
Utile netto	3.243	3.593	4.008	4.326
Debito netto	37.553	38.847	38.568	37.953

Nota: E= Expected, atteso. Fonte: Factset

Confronto sui multipli

Di seguito proponiamo un confronto sui multipli delle principali società comparabili.

Enel - Multipli società comparabili										
	Prezzo	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			Div. Yield (%)		
	EURO	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Enel SpA	5,03	14,0	12,6	11,7	5,7	5,2	5,7	4,4	5,4	5,9
RWE AG	20,61	10,8	12,8	11,3	3,5	3,7	3,6	2,4	2,7	3,2
E.ON SE	9,41	15,2	14,9	14,0	5,6	5,0	5,0	3,2	4,3	4,7
EVN AG	13,00	11,4	12,7	12,4	5,8	5,9	5,5	3,2	3,2	3,2
Endesa S.A.	20,51	16,5	15,2	14,4	8,0	7,7	7,6	6,5	6,7	7,0
Iberdrola SA	6,87	15,7	14,4	13,5	9,4	8,7	8,3	4,8	5,0	5,4
Gas Natural SDG, S.A.	20,08	15,4	13,9	12,7	7,6	7,2	6,9	5,0	5,0	5,5
EDP-Energias de Portugal SA	3,22	13,2	12,9	11,6	7,2	7,1	6,8	5,9	5,9	5,9
Electricité de France SA	8,88	15,6	12,3	11,9	5,0	4,7	4,6	3,7	3,7	4,1
ENGIE SA	14,03	14,1	13,8	13,1	5,8	5,8	5,6	5,0	5,0	5,3
Media (esclusa Enel)		14,2	13,7	12,8	6,4	6,2	6,0	4,4	4,6	4,9

Fonte: FactSet

Alla luce dei risultati semestrali conseguiti a fine giugno 2017, degli obiettivi del Piano strategico 2017-19 illustrato dal management e considerando che il titolo quota a sconto rispetto alla media dei multipli delle società confrontabili, confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo in un'ottica di lungo periodo. Sottolineiamo tuttavia che il titolo ha messo a segno una performance del 20% da inizio anno e del 39% dalla presentazione del Piano, incorporando buona parte degli obiettivi di crescita indicati. Considerando inoltre la ripidità della salita messa a segno dal titolo negli ultimi mesi, riteniamo probabili eventuali prese di beneficio nel breve termine. Possibili *up-side* del titolo potrebbero arrivare dalla maggiore visibilità sul raggiungimento degli obiettivi aziendali, dal riacquisto delle quote di minoranza e dal potenziamento in mercati esteri a elevato tasso di crescita dei consumi energetici. Il titolo offre un interessante *dividend yield*.

Principali rischi

Riteniamo che i principali rischi specifici dell'azienda siano i seguenti: *i*) rischi normativi in materia di infrastrutture in nuovi mercati, in particolare in Brasile e Colombia; *ii*) rischi di mancato raggiungimento degli obiettivi di redditività sui nuovi investimenti inclusi nel Piano industriale; *iii*) mancato raggiungimento degli obiettivi di riduzione dei costi; *iv*) rischio cambio valutario soprattutto nei Paesi dell'America Latina.

Glossario

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

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

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

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente collegate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Intesa Sanpaolo pubblica ricerca sulla Società su base regolare. L'ultima nota societaria Retail su ENEL è stata pubblicata in data 23.06.2017.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet di Banca IMI (<http://www.bancaimi.prodottiequotazioni.com/Studi-e-Ricerche>) e di Intesa Sanpaolo (www.intesasanpaolo.com) nella sezione Risparmio-Mercati.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto agli articoli 69-quater e 69-quinquies del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14.05.1999 e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 - tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

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

1. Una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo hanno erogato finanziamenti significativi a favore di ENEL SPA e del suo gruppo di appartenenza;
2. Una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo negli ultimi 12 mesi hanno svolto funzioni di lead-manager o di co-lead-manager nell'ambito di un'offerta pubblica di strumenti finanziari dell'emittente ENEL SPA;
3. Una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono emittenti di strumenti finanziari collegati a ENEL SPA.

Certificazione dell'analista

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

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

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Altre indicazioni

1. Né l'analista né qualsiasi altra persona strettamente legata all'analista hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né l'analista né qualsiasi altra persona strettamente legata all'analista operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. L'analista citato nel documento è socio AIAF.
4. L'analista che ha predisposto la presente raccomandazione non riceve bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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

Note Metodologiche

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

Dati societari e stime di consenso

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

Definizioni e storia delle raccomandazioni

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

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

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

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

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

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

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

Storia delle raccomandazioni (12 mesi)		
Emittente	Raccomandazione	Data di assegnazione/conferma raccomandazione
Enel	Moderatamente Positiva	31/08/2017
Enel	Moderatamente Positiva	23/06/2017
Enel	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Enel	Moderatamente Positiva	21/02/2017
Enel	Moderatamente Positiva	30/11/2016

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

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

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi

Fulvia Risso

Cecilia Barazzetta

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Monica Bosi