

Mercato dell'auto atteso ancora in crescita nel 2017, ma potrebbe pesare l'effetto Trump

Il comparto Auto europeo continua a mostrare forza relativa nel breve termine, sovraperformando in modo deciso il benchmark di riferimento Euro Stoxx. Dopo aver registrato importanti minimi a inizio luglio 2016, toccando anche livelli registrati nell'ultima parte del 2013, l'indice settoriale europeo ha avviato un'importante fase rialzista, confermata dalla violazione del livello di forte valenza posto a 498 punti.

L'andamento delle vendite nei mercati europei si conferma un importante driver per i principali produttori. I recenti dati relativi alle immatricolazioni hanno confermato il trend positivo nel Vecchio Continente, con le statistiche di novembre che hanno fatto segnare un'ulteriore variazione positiva su base annua. Secondo i nuovi dati dell'Associazione ACEA (Associazione dei Produttori europei), le immatricolazioni di vetture in Europa (UE + Paesi EFTA) sono cresciute del 5,6% rispetto a novembre 2015, portando il saldo da inizio 2016 a +6,9%.

In Cina, altro importante mercato di sbocco per le principali case automobilistiche europee, è proseguito negli ultimi mesi il costante trend al rialzo, grazie in particolare agli effetti positivi degli incentivi concessi dal Governo centrale. Importanti segnali sono arrivati ancora dal mercato USA, che ha archiviato l'intero 2016 con un nuovo record di vendite: l'indice destagionalizzato SAAR si è spinto sui massimi dal 2005, archiviando l'ottavo anno consecutivo caratterizzato da aumenti.

Sul fronte degli altri importanti mercati emergenti, come Brasile e Russia, l'esercizio in corso dovrebbe registrare un freno alle decise flessioni che hanno caratterizzato l'ultimo anno, fornendo in tal modo un ulteriore sostegno alle vendite dell'intero comparto Auto. In particolare, il consenso stima una crescita nel mercato russo a doppia cifra per il 2017.

Il comparto dovrà però fronteggiare nell'attuale esercizio importanti elementi di rischio, incentrati soprattutto su un possibile atteggiamento protezionistico proposto dalla nuova amministrazione statunitense. La volontà di Trump di imporre dazi doganali alle merci importate e in particolare alle vetture prodotte al di fuori dei confini statunitensi rappresenterà sicuramente una limitazione alle vendite di auto nel Paese nordamericano, con una maggiore erosione dei margini di bilancio.

Un altro importante fattore di rischio risulta legato al costante aumento dei prezzi delle materie prime, soprattutto di quelle utilizzate nei processi di produzione di vetture, che hanno registrato nel corso degli ultimi sei mesi incrementi a doppia cifra e le cui stime vertono su nuovi rialzi per l'esercizio in corso.

D'altro canto, i maggiori rischi sopra elencati potrebbero risultare bilanciati da fattori positivi come la componente valutaria, legata principalmente a un ulteriore deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro, un andamento migliore delle attese realizzato da importanti mercati, come quello cinese, e la possibilità di implementare politiche di contenimento dei costi attraverso anche nuove aggregazioni in grado di creare importanti sinergie.

Relativamente ai fondamentali, il comparto presenta un rapporto multipli/crescite ancora conveniente, quotando a valori di P/E a sconto rispetto al benchmark europeo e alla media storica del periodo 2010-16, a fronte di crescite degli utili stimate per l'esercizio in corso ancora positive, seppur ad un livello inferiore rispetto a quanto atteso per la chiusura del 2016.

12 gennaio 2017

12:14 CET

Data e ora di produzione

12 gennaio 2017

12:20 CET

Data e ora di prima diffusione

Azioni

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

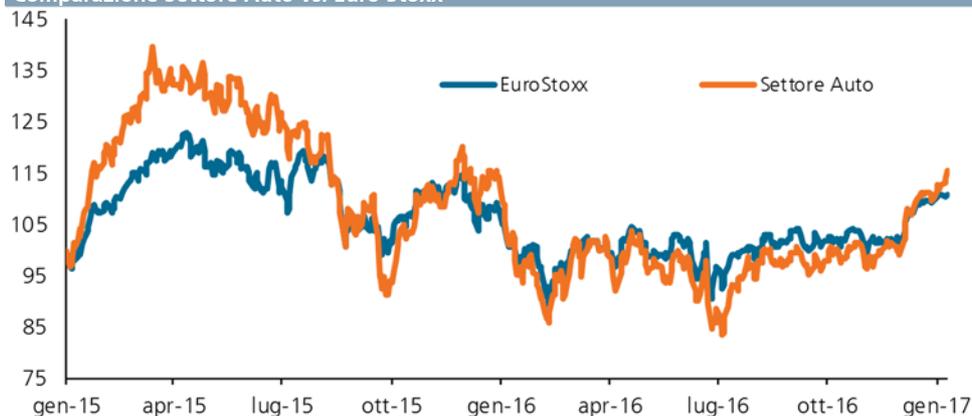
Ricerca per Investitori
privati e PMI

Piero Toia
Analista Finanziario

Comparto Auto europeo in decisa sovraperformance negli ultimi mesi

Il comparto Auto europeo continua a mostrare forza relativa nel breve termine, sovraperformando in modo deciso il benchmark di riferimento Euro Stoxx. Dopo aver registrato importanti minimi a inizio luglio 2016, toccando anche livelli registrati nell'ultima parte del 2013, l'indice settoriale europeo ha avviato un'importante fase rialzista. Un ulteriore impulso si è avuto con la violazione al rialzo della barriera di forte valenza posta a 498 punti, avvenuta a inizio dicembre, che ha favorito nuovi allunghi portando l'indice settoriale europeo a registrare nuovi massimi da gennaio 2016. Rispetto alla chiusura della giornata del 6 luglio 2016, seduta da cui è cominciata la reazione, il comparto ha registrato una variazione positiva pari al 36,53%, ben al di sopra del 19,2% registrato dall'Euro Stoxx. La sovraperformance è proseguita anche nel corso dei periodi successivi, con la variazione nell'ultimo mese che si attesta a +5,77% rispetto al +3,17% registrato dal benchmark europeo. Anche il 2017 si è aperto con un andamento sopra la media da parte del comparto europeo, che al momento presenta un guadagno del 3,6%.

Comparazione Settore Auto vs. Euro Stoxx



Nota: comparazione su base 100. Fonte: Bloomberg

Performance Settore Auto ed Eurostoxx

	Valore	Var. % 1 mese	Var. % 3 mesi	Var. % 6 mesi	Var. % inizio anno
Euro Stoxx	352,57	3,17	7,86	15,94	0,66
Settore Auto europeo	540,10	5,77	13,58	30,69	3,60

Fonte: Factset

Andamento dei principali mercati dell'auto a livello internazionale

L'andamento delle vendite nei mercati europei si conferma un importante driver per i principali produttori. I recenti dati relativi alle immatricolazioni hanno confermato il trend positivo nel Vecchio Continente, con le statistiche di novembre che hanno fatto segnare un'ulteriore variazione positiva su base annua: secondo i nuovi dati dell'Associazione ACEA (Associazione dei Produttori europei), le immatricolazioni di vetture in Europa (UE + Paesi EFTA) sono cresciute del 5,6% rispetto a novembre 2015, rimbalzando dopo la flessione, seppur modesta, registrata in ottobre. Il saldo da inizio 2016 si è attestato in tal modo a +6,9% (13,93 mln di veicoli). A livello geografico, un contributo ancora significativo è arrivato dai principali mercati, con la Spagna che ha registrato un progresso a doppia cifra (+13,5% a/a, +11,1% YTD), seguito dai rialzi di Francia e Italia, rispettivamente pari a 8,5% a/a (+5% YTD) e 8,2% a/a (+16,5% YTD). In Germania, la crescita è stata più contenuta e pari all'1,5%, mantenendo comunque una variazione positiva nei primi undici mesi dell'anno pari al 4,6%. Il soddisfacente andamento del periodo gennaio-novembre 2016 segnala che l'intero mercato europeo potrebbe archiviare il terzo anno consecutivo di rialzi, nonostante le incertezze legate soprattutto alla Brexit. Per il 2017 le stime

Mercato europeo

vertono per un'ulteriore crescita, seppur più contenuta e pari all'1,2-1,5%, nell'Europa dell'Ovest, supportata soprattutto dal maggior contributo che dovrebbe fornire il mercato italiano.

In Cina, altro importante mercato di sbocco per le principali case automobilistiche europee, è proseguito negli ultimi mesi il costante trend al rialzo. L'intero 2016 si è archiviato con un deciso rialzo a doppia cifra intorno al 14%, con un notevole impulso registrato soprattutto negli ultimi mesi dell'anno. Occorre però sottolineare come il risultato abbia risentito in particolare della fine degli incentivi statali, in scadenza appunto a dicembre 2016, incentrati su una riduzione delle tasse per l'acquisto di vetture di cilindrata inferiore a 1,6 litri. Per tale motivo, l'andamento per il 2017 potrebbe risentire della cessazione del sostegno statale e prevedere un ritmo di crescita più contenuto, seppur ancora positivo. In particolare, l'Associazione nazionale dei costruttori (CAAM, China Association of Automobile Manufacturers) si attende un incremento del 5%, a meno che il Governo, su pressioni delle varie case automobilistiche e dell'Associazione di categoria, non decida di reintrodurre nuovi stimoli al settore.

Mercato cinese

Negli USA, l'intero 2016 si è chiuso con un nuovo record di vendite: l'indice destagionalizzato SAAR ha sorpreso al rialzo, spingendosi ai massimi dal 2005. In particolare, il dato è salito a 18,3 mln di unità annualizzate, dai 17,75 mln di novembre. Il risultato di dicembre è stato raggiunto grazie ai forti incentivi offerti dai produttori, oltre che agli aumenti degli acquisti delle imprese. Il 2016 si chiude così con l'ottavo anno consecutivo in rialzo, facendo ipotizzare un 2017 caratterizzato da una fisiologica correzione delle vendite. In particolare, il mercato statunitense potrebbe registrare una flessione, seppur limitata alla singola cifra, intorno al 2,5-3,5%.

Mercato USA

Sul fronte degli altri importanti mercati emergenti, come Brasile e Russia, l'esercizio in corso dovrebbe registrare un freno alle decise flessioni che hanno caratterizzato l'ultimo anno. Relativamente al mercato brasiliano, significativo riferimento per l'intera area sudamericana, il consenso si attende un andamento sostanzialmente flat o addirittura in moderato rialzo dopo il trend decisamente negativo con cui si dovrebbe archiviare l'intero 2016. In particolare, l'Associazione dei costruttori di auto brasiliani Anfavea si attende un progresso delle vendite di vetture pari al 4% a 2,13 mln di unità nel corso dell'attuale esercizio, che andrebbe a contrastare la flessione a doppia cifra registrata in chiusura di 2016. Significativi segnali di miglioramento si sono registrati già dallo scorso ottobre, con i dati di vendita che hanno registrato incrementi significativi a doppia cifra per due mesi consecutivi.

Mercati brasiliano...

Indicazioni importanti sembrano arrivare anche dal mercato russo, con le vendite che hanno proseguito il trend di miglioramento sul finale dello scorso anno, allontanandosi dai minimi degli ultimi sei anni registrati a inizio 2016. In particolare, il dato di novembre ha rappresentato il quarto mese consecutivo in miglioramento su base mensile, riducendo così la flessione dei primi undici mesi dell'anno a -12% rispetto all'analogo periodo del 2015. Relativamente all'attuale esercizio, il consenso si attende una decisa ripresa, con una crescita della domanda di vetture indicata intorno al 13%.

...e russo

Rischi e driver di sostegno

Il comparto dovrà fronteggiare nell'attuale esercizio importanti elementi di rischio, incentrati soprattutto su un possibile atteggiamento protezionistico proposto dalla nuova amministrazione statunitense. La volontà di Trump di imporre dazi doganali alle merci importate e in particolare alle vetture prodotte al di fuori dei confini statunitensi rappresenterà sicuramente una limitazione alle vendite di auto nel Paese nordamericano. Il rischio per i produttori europei risulterebbe quindi rappresentato da un'erosione dei margini, qualora non si riuscisse a traslare sui prezzi di vendita le maggiorazioni imposte, a cui si aggiunge un'inevitabile riduzione della domanda. Per quest'ultimo aspetto, un elemento di attenuazione potrebbe arrivare dal fatto che le vetture di fascia alta (per esempio a marchio BMW, Mercedes, Audi e Porsche) mantengono

Rischio politiche protezionistiche USA

un appeal a prescindere dal proprio prezzo, data la capacità di spesa dei cittadini statunitensi con livelli di reddito elevati. Inoltre, le decisioni protezionistiche avrebbero ripercussioni in ultima analisi anche sulla stessa industria americana. Gran parte delle importazioni del settore automobilistico riguarda infatti la componentistica: se si analizzano i dati dei primi 9 mesi del 2016 relativi a quanto importato per esempio dal Messico (paese caratterizzato da una forte espansione negli ultimi anni in termini di produzione per il settore automobilistico), più della metà riguardava appunto la componentistica destinata alle case automobilistiche statunitensi. Un altro importante aspetto che potrebbe far pensare a un'attenuazione dei proclami elettorali di Trump è quello legato alla nomina di Mary Barra, attuale amministratore delegato di General Motors, nel comitato di esperti che affiancherà il neopresidente nelle decisioni in materia di politica economica.

Un altro importante fattore di rischio risulta legato al costante aumento dei prezzi delle materie prime, soprattutto di quelle utilizzate nei processi di produzione di vetture, come per esempio alluminio, zinco e rame, che hanno registrato nel corso degli ultimi sei mesi incrementi a doppia cifra mostrando, come evidenziato nel grafico sottostante, un trend in deciso rialzo. Ulteriori miglioramenti sono attesi anche per l'esercizio in corso e per i successivi, comportando quindi maggiori pressioni sui margini di bilancio delle case automobilistiche.

Rischio legato a ulteriori aumenti dei prezzi delle materie prime

Andamento dei principali metalli industriali



Fonte: Bloomberg

D'altro canto, i maggiori rischi sopra elencati potrebbero risultare bilanciati da fattori positivi come la componente valutaria, legata principalmente a un ulteriore deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro. In aggiunta, un altro fattore positivo potrebbe essere un andamento migliore delle attese realizzato da importanti mercati come quello cinese, a cui si aggiunge la possibilità di implementare politiche di contenimento dei costi attraverso anche nuove aggregazioni in grado di creare importanti sinergie.

Debolezza dell'euro, politiche di contenimento dei costi e possibili nuove M&A tra i fattori positivi

Valutazione

Relativamente ai fondamentali, il settore quota come di consueto a multipli contenuti e a forte sconto rispetto al benchmark europeo, con valori di P/E pari a 8,5x sul 2017, che passa a 8,2x relativamente al prossimo esercizio. Tali valori si confermano a sconto anche nei confronti della media storica del settore per il periodo 2010-16 e pari a 10,6x. Pertanto, il rapporto multipli/crescite resta decisamente favorevole, potendo contare su aumenti degli utili stimati dal consenso ancora interessanti soprattutto per l'esercizio in corso, dopo il forte incremento con cui è atteso chiudersi l'esercizio 2016.

Crescita degli utili e multipli P/E dei settori europei									
Settore	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
Euro Stoxx	350,26	14,56	16,78	14,46	13,12	14,36	1,04	16,06	10,14
Auto	521,33	9,15	9,40	8,58	8,20	18,83	41,19	9,57	4,66
Banche	117,67	9,02	17,54	10,99	9,70	70,83	-37,16	59,53	13,33
Risorse di base	228,89	-11,91	19,14	17,03	14,15	Neg.	High	12,41	20,39
Chimici	998,87	14,55	17,26	15,89	14,52	8,51	3,14	8,64	9,48
Costruzioni e Materiali	407,47	18,02	18,46	16,35	14,59	12,54	15,81	12,90	12,02
Servizi finanziari	354,11	15,29	17,90	15,75	15,30	39,00	-3,22	13,62	2,99
Alimentari	557,12	21,57	23,44	19,67	17,79	4,27	-14,22	19,17	10,59
Farmaceutici	817,92	17,50	18,22	17,57	15,97	9,85	5,32	3,71	10,01
Beni e servizi Industriali	704,74	17,27	18,77	16,97	15,12	6,14	15,62	10,64	11,78
Assicurazioni	246,53	9,61	10,48	10,61	10,19	11,28	2,05	-1,27	4,16
Media	220,18	20,87	19,48	17,27	15,48	18,69	-0,56	12,82	11,54
Petrolio & Gas	324,01	12,92	18,81	14,03	12,43	-28,58	-14,68	34,07	12,90
Beni personali e per la casa	705,29	22,25	22,78	20,79	18,87	17,48	6,48	9,56	10,21
Real Estate	225,10	20,69	19,69	18,44	17,38	19,53	13,79	6,80	6,12
Retail	476,48	21,64	21,48	18,77	16,70	-1,08	11,18	14,41	12,42
Tecnologici	409,36	19,19	22,81	19,42	16,76	26,87	-3,30	17,44	15,91
Telecom	333,73	19,68	18,27	15,66	13,87	25,96	7,64	16,70	12,90
Turismo e Tempo libero	209,36	17,17	16,48	15,32	13,97	High	-7,74	7,61	9,60
Utility	244,51	13,22	13,48	13,14	12,30	-0,09	-5,61	2,57	6,88

Nota: i valori degli indici sono in valuta locale. E= expected, atteso; NS= non significativo; High= valore fortemente positivo, che spesso scaturisce da un confronto con un valore precedente molto ridotto; Neg= dato negativo. Fonte: FactSet

Lo sconto a cui quota il comparto si estende anche ai multipli di EV/EBIT, nonostante in questo caso il divario risulti più limitato rispetto a quanto atteso in termini di P/E; in particolare il valore sul 2017 si attesta a 10,6x contro 12,8x dell'Euro Stoxx. Per quanto riguarda le crescite dell'utile operativo, il consenso stima miglioramenti più limitati alla singola cifra sia per l'esercizio in corso che per il prossimo, dopo il deciso rialzo atteso in chiusura di 2016. Nonostante il continuo processo di efficientamento dei costi avviato negli scorsi anni, la marginalità potrebbe risentire dell'aumento dei costi delle materie prime.

Crescita degli utili operativi e multipli EV/EBIT dei settori europei									
Settore	Valore	EV/EBIT (x)				Var. EBIT %			
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
Euro Stoxx	350,26	13,71	14,17	12,84	11,80	1,66	6,67	7,67	7,90
Auto	521,33	11,69	11,44	10,66	10,29	5,49	46,32	8,15	4,47
Banche	117,67	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Risorse di base	228,89	70,08	12,95	12,49	10,92	-97,02	High	4,99	17,73
Chimici	998,87	12,82	15,08	13,73	12,68	9,10	3,01	9,34	7,89
Costruzioni e Materiali	407,47	13,18	14,06	12,84	11,95	5,41	8,64	9,12	7,45
Servizi finanziari	354,11	19,07	13,07	12,21	13,17	-3,43	13,35	6,40	-4,81
Alimentari	557,12	16,25	15,83	13,52	12,50	-0,24	1,46	19,06	8,36
Farmaceutici	817,92	13,21	13,23	12,78	11,77	12,24	8,92	4,30	8,64
Beni e servizi Industriali	704,74	13,51	14,52	13,30	11,99	-1,31	8,98	9,03	10,69
Assicurazioni	246,53	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Media	220,18	13,15	13,07	12,22	11,23	24,01	3,66	7,62	10,98
Petrolio & Gas	324,01	12,46	18,55	11,95	9,88	-41,75	-22,74	56,49	20,39
Beni personali e per la casa	705,29	13,16	13,89	12,70	11,67	14,18	5,15	9,16	8,27
Real Estate	225,10	27,45	26,71	25,28	22,87	15,13	-6,42	-9,80	5,36
Retail	476,48	14,34	15,20	13,57	12,32	-0,24	10,01	12,17	10,83
Tecnologici	409,36	14,93	15,94	14,16	12,50	17,11	7,57	12,63	13,24
Telecom	333,73	20,54	16,00	14,76	13,49	-10,08	34,64	8,78	9,90
Turismo e Tempo libero	209,36	12,61	12,39	11,65	10,81	64,69	8,48	4,87	7,23
Utility	244,51	11,40	11,77	11,68	11,33	1,68	6,19	-2,80	4,19

Nota: i valori degli indici sono in valuta locale. E= expected, atteso; NS= non significativo; High= valore fortemente positivo, che spesso scaturisce da un confronto con un valore precedente molto ridotto; Neg= dato negativo. Fonte: FactSet

Nonostante il rialzo delle quotazioni registrato negli ultimi mesi, il comparto garantisce ancora un rendimento cedolare soddisfacente e superiore a quello offerto da altre asset class come i titoli governativi; il dividend yield stimato dal consenso per l'anno in corso si attesta infatti al 3,35%, sostanzialmente in linea con quello dell'Euro Stoxx e con un ulteriore miglioramento atteso anche per il prossimo esercizio.

Dividend Yield stimati sui settori europei				
Settore	Dividend Yield			
	2015	2016E	2017E	2018E
Euro Stoxx	3,59	3,28	3,40	3,65
Auto	3,33	3,04	3,35	3,64
Banche	4,53	4,11	4,40	4,89
Risorse di base	3,66	2,08	2,45	3,06
Chimici	3,20	2,71	2,87	3,08
Costruzioni e Materiali	3,09	2,78	2,95	3,17
Servizi finanziari	3,48	3,09	3,23	3,38
Alimentari	2,61	2,76	2,85	2,98
Farmaceutici	2,42	2,30	2,41	2,54
Beni e servizi Industriali	2,99	2,62	2,84	3,09
Assicurazioni	5,25	4,88	5,07	5,30
Media	5,10	3,78	3,53	3,81
Petrolio & Gas	5,65	4,85	4,83	4,88
Beni personali e per la casa	2,29	2,18	2,36	2,57
Real Estate	3,84	4,11	4,39	4,62
Retail	2,58	2,52	2,78	3,07
Tecnologici	1,99	1,59	1,72	1,89
Telecom	4,41	4,63	3,86	4,06
Turismo e Tempo libero	1,97	1,83	1,98	2,21
Utility	5,28	5,26	5,20	5,60

Fonte: FactSet

Conclusioni

Manteniamo un giudizio Moderatamente Positivo sul comparto anche per i prossimi mesi, in considerazione delle valutazioni ancora particolarmente interessanti a cui quota il settore nel suo complesso e di attese di crescita delle vendite in mercati particolarmente importanti per i produttori europei. D'altro canto, un'attenzione particolare deve essere posta su un'eventuale politica protezionistica particolarmente aggressiva da parte del neopresidente statunitense che, accanto ai rialzi dei prezzi delle materie prime, potrebbero creare maggiore pressione sui margini di bilancio.

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

La pubblicazione 'Focus' viene redatta senza una cadenza predefinita per analizzare temi di particolare interesse e che possono variare a seconda delle circostanze. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 11.01.2017.

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.intesaspaolo.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.intesaspaolo.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.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

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. Le stime di consenso relative alle previsioni sulle crescite dei dati societari (utili, dividendi, prezzo di libro) vengono desunti dal provider FactSet (JCF) e rielaborati e commentati dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo.

Definizioni e storia delle raccomandazioni

Raccomandazioni equity		
View	Definizione	Orizzonte
Positiva	Si riferisce ad un target più alto del 10% rispetto al prezzo attuale di mercato.	12 mesi
Moderatamente Positiva	Si riferisce ad un target in un range contenuto tra il 5% e il 10% rispetto al prezzo attuale di mercato.	12 mesi
Neutrale	Si riferisce ad un target in un range contenuto tra il -5% e il +5% rispetto al prezzo attuale di mercato.	12 mesi
Moderatamente Negativa	Si riferisce ad un target in un range contenuto tra il -5% e il -10% rispetto al prezzo attuale di mercato.	
Negativa	Si riferisce ad 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 ad 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 JCF 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 ed 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 ad 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).

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: Cristina Baiardi