

Indici sostenuti da congiuntura in miglioramento

Gli indici europei restano poco sotto i massimi, sostenuti da dati macro che indicano un ritmo di crescita dell'economia in miglioramento e da trimestrali che hanno evidenziato una crescita degli utili pari al 30,1%.

Analizzando i fondamentali degli indici europei rispetto alla media storica dal 2005 non emerge una sopravvalutazione e le stime di crescita degli utili indicate dal consenso appaiono in costante crescita e più elevate della media storica.

In Europa, il mercato può continuare a contare su una politica monetaria molto espansiva data l'inflazione ancora debole; questo è il messaggio dell'ultima riunione della BCE, che ha corretto al ribasso le proiezioni di aumento dei prezzi del prossimo triennio portandole a una media leggermente inferiore all'1,5%, rispetto alle precedenti indicazioni dell'1,7%. La Banca Centrale ha anche rivisto le attese di crescita del PIL dell'area euro all'1,9% per l'anno in corso e dell'1,8% per il 2018, sostenuta soprattutto dai consumi, dagli investimenti e dalle esportazioni in entrambi gli anni. La disoccupazione è attesa al 9,3% per il 2017 e in calo all'8,9% nel 2018.

Gli indici statunitensi rinnovano i massimi storici, in un contesto di volatilità su minimi importanti, con i fondi che tornano a registrare afflussi di capitale sul mercato USA. Nonostante gli ultimi dati occupazionali inferiori alle stime, il clima di propensione al rischio resta sostenuto dalle attese di ulteriori miglioramenti dei risultati societari, con gli operatori fiduciosi in merito alla concretizzazione dei provvedimenti in campo fiscale promessi dal presidente Trump. Le stime di consenso in termini di crescita degli utili per l'S&P500 vertono per un aumento pari al 10,38% nell'intero 2017 (Fonte: FactSet) e del 7,2% nel 2° trimestre (Fonte: Bloomberg).

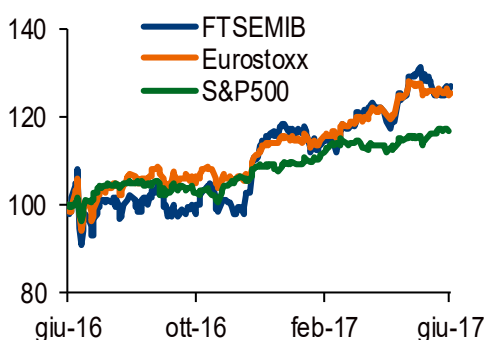
Analizzando i fondamentali degli indici statunitensi non emergono sopravvalutazioni tali da far pensare a imminenti correzioni rilevanti: i P/E degli Stati Uniti sono moderatamente più elevati della media storica 2005-2016, ma compensati da crescita degli utili maggiori e stimate dal consenso a doppia cifra per il prossimo triennio.

Tra gli elementi critici elenchiamo le tensioni geopolitiche in Medio Oriente e Corea del Nord, affiancate dal rischio politico negli Stati Uniti, tra cui quello di *impeachment* del Presidente, tale da mettere in discussione la riforma fiscale espansiva, la cui attuazione, di contro, potrebbe comunque portare a un indebitamento eccessivo statunitense. Inoltre, eventuali vittorie di partiti populistici in qualche paese dell'Eurozona, come l'Italia, potrebbero mettere in discussione la moneta unica, a cui si aggiunge il persistere della debolezza delle quotazioni delle materie prime. Da monitorare anche la situazione di alcuni istituti bancari, per i quali si rischiano nuove ricapitalizzazioni.

Indice	Valore	Var. % 1 mese	Var. % da inizio anno
Stoxx 600	386,62	-2,28	6,97
Euro Stoxx	382,90	-1,87	9,32
Euro Stoxx 50	3.543,95	-2,57	7,70
CAC 40	5.240,59	-3,05	7,78
DAX	12.690,44	-0,63	10,53
IBEX	10.842,40	-0,50	15,94
FTSE 100	7.511,87	1,03	5,17
FTSE All Share	23.125,95	-2,83	10,46
FTSE/MIB	20.910,23	-3,08	8,71
S&P 500	2.429,39	1,61	8,51
NASDAQ Comp.	6.175,47	0,89	14,72
Dow Jones Indus.	21.235,67	1,62	7,45
Nikkei 225	19.908,58	0,12	4,16

Nota: valori e performance in valuta locale. Fonte: FactSet

Confronto FTSE MIB vs. Eurostoxx e S&P500



Fonte: Bloomberg

14 giugno 2017

14:26 CET

Data e ora di produzione

14 giugno 2017

14:33 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori
privati e PMI

Ester Brizzolara
Analista Finanziario

Laura Carozza
Analista Finanziario

Piero Toia
Analista Finanziario

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 12.06.2017 (salvo la sezione 'Analisi tecnica', che è aggiornata alla data odierna).

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

Europa

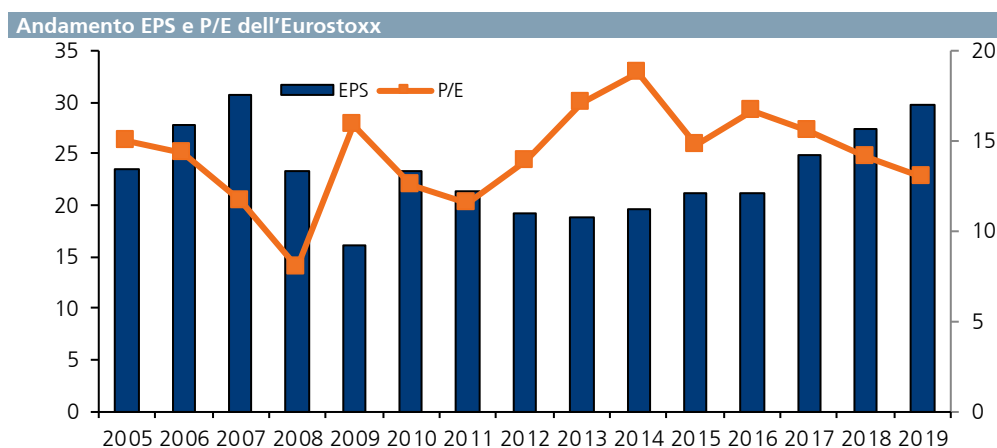
Prosegue la forza degli indici europei

Gli indici europei restano poco sotto i massimi, sostenuti da dati macro che indicano un ritmo di crescita dell'economia in miglioramento e da trimestrali che hanno evidenziato una crescita degli EPS pari al 30,1%. In tale contesto, il mercato può contare su una politica monetaria molto accomodante ancora per un lungo periodo, data l'inflazione debole, con la BCE che rivede per il prossimo triennio al ribasso le stime di inflazione e al rialzo quelle di crescita del PIL dell'area euro.

Analizzando i fondamentali degli indici europei rispetto alla media storica dal 2005 non emergono sopravvalutazioni e le stime di crescita degli utili indicate dal consenso appaiono in costante miglioramento e più elevate della media storica.

Il mercato può continuare a contare su una politica monetaria molto espansiva; questo è il messaggio dell'ultima riunione della BCE, che ha confermato il costo del denaro, rivedendo solo lievemente i toni della *forward guidance*. La conferenza stampa di Draghi ha illustrato le nuove stime trimestrali su crescita e inflazione per il triennio 2017/2019. In particolare, Francoforte ha corretto al ribasso le proiezioni di inflazione del prossimo triennio, portandole a una media leggermente inferiore all'1,5%, rispetto alle precedenti indicazioni, che davano una media armonizzata a 1,7% per il triennio. L'accelerazione mostrata dai recenti dati ha consentito un aumento delle stime anche da parte della BCE, che si attende ora una crescita dell'1,9% per l'anno in corso e dell'1,8% per il 2018, sostenuta soprattutto dai consumi, dagli investimenti e dalle esportazioni in entrambi gli anni. Nel complesso, il quadro macro conferma la ripresa, con la stima finale per il PIL della zona euro nel 1° trimestre rivista al rialzo allo 0,6% t/t, in aumento rispetto al precedente (0,5%), grazie soprattutto alla domanda interna, sostenuta dagli investimenti privati; in tale contesto, si confermano le nostre stime per l'intero anno al 2,0% per poi attestarsi all'1,6% nel 2018. La disoccupazione è attesa al 9,3% per il 2017 e in calo all'8,9% nel 2018.

Il mercato può contare su una politica espansiva ancora per un lungo periodo



Tra gli elementi critici elenchiamo le tensioni geopolitiche in Medio Oriente e Corea del Nord, affiancate dal rischio politico negli Stati Uniti, da eventuali vittorie di partiti populistici in qualche paese dell'Eurozona come l'Italia, che potrebbero mettere in discussione la moneta unica; a questi rischi si aggiunge anche il persistere della debolezza delle quotazioni delle materie prime. Da monitorare anche la situazione di alcuni istituti bancari, per i quali si rischiano nuove ricapitalizzazioni.

Elementi di criticità

Relativamente ai fondamentali, l'Eurostoxx mantiene un P/E inferiore alla media storica 2010-2016, a fronte di utili stimati in crescita dal consenso al 24,8% per l'anno in corso e comunque a intorno alla doppia cifra per il 2018. I dati relativi al 1° trimestre hanno evidenziato una crescita dei ricavi pari al 7,8%, con sorprese positive nel 79,5% dei casi, e gli utili sono cresciuti del 30,1%, grazie soprattutto al recupero del comparto Energia, superando le attese nel 62,2% dei casi (Fonte: Bloomberg). I dati macro evidenziano un continuo miglioramento, con l'attività del settore manifatturiero della zona euro cresciuta a maggio con il ritmo più marcato da sei anni, con il PMI confermato a 57, dopo il 56,7 di aprile. Positivo anche il dato del PMI composito a 56,8, sostenuto soprattutto dall'attività dei servizi grazie alla crescita della domanda. Secondo Williamson, capo economista a Markit, la prospettiva per l'economia della zona euro sembra si stia spostando verso l'alto e sembra probabile che inizieremo a vedere al rialzo, nei prossimi mesi, molte stime sulla crescita nel 2017. Analizzando i dati nazionali, emergono ancora andamenti opposti per gli indici di produzione industriale, con la Germania che evidenzia in aprile un forte aumento rispetto alle attese, mentre la Francia riporta un dato in calo.

Attesi in forte crescita gli utili dell'Eurostoxx

Multipli, crescite dell'Eurostoxx e del benchmark al netto dei Bancari									
	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	382,90	16,71	15,53	14,15	12,99	2,60	24,86	9,79	9,00
Euro Stoxx Ex Bancari	180,90	17,40	16,82	15,29	14,11	10,37	14,69	9,97	8,55

Nota: i valori degli indici sono in valuta locale. E= expected, atteso; ND, non disponibile. Fonte: FactSet

Multipli, crescite dei principali indici azionari									
	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	382,90	16,71	15,53	14,15	12,99	2,60	24,86	9,79	9,00
Euro Stoxx 50	3.543,95	15,60	15,01	13,76	12,66	1,29	14,31	9,14	8,63
Stoxx 600	386,62	17,37	15,95	14,64	13,44	0,27	20,22	8,94	9,02
DAX	12.690,44	14,93	14,08	13,10	12,17	4,76	13,96	7,44	7,68
CAC 40	5.240,59	15,44	15,42	14,08	12,91	15,43	9,87	9,58	9,05
FTSE 100	7.511,87	18,12	15,16	14,19	12,98	-2,60	23,08	6,87	9,31
IBEX 35	10.842,41	15,93	15,65	14,40	13,19	40,91	17,70	8,73	9,17
FTSE MIB	20.910,23	18,48	14,63	12,34	11,05	-6,18	53,52	18,55	12,86
FTSE All Share	23.125,95	19,77	15,18	12,76	11,40	-5,04	53,67	18,81	12,83
SMI	8.807,85	19,19	17,80	16,04	14,76	-8,16	11,59	10,96	8,70
S&P500	2.429,39	19,91	18,55	16,62	15,16	0,30	10,38	11,59	10,23
NASDAQ Composite	6.175,46	26,92	24,09	20,51	18,05	-0,61	13,84	17,38	16,16
Dow Jones Industrial	21.235,67	19,00	17,51	15,94	14,59	-0,84	10,77	9,86	9,25
Nikkei 225	19.908,58	19,47	17,52	16,17	14,25	11,41	10,22	8,22	9,50
Hang Seng	25.708,04	13,28	12,89	11,85	10,99	-7,22	8,29	8,78	7,89
Sensex 30	31.095,70	20,87	20,53	17,31	14,99	5,26	10,98	18,63	15,42
Bovespa	61.700,00	18,06	11,32	10,46	9,11	122,37	76,13	8,30	14,73
RTS Interfax	1.119,98	7,06	6,20	5,56	5,14	6,05	10,43	11,44	8,37

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

Confermiamo un giudizio Moderatamente Positivo per l'IBEX, che evidenzia P/E del biennio **ibex** fortemente a sconto rispetto alla media storica 2010-2016 e in linea con i principali indici europei, a fronte di crescite degli utili in media a doppia cifra per il biennio 2017-18. L'economia spagnola conferma un ritmo di crescita sostenuta, che, secondo la Banca centrale nazionale, potrebbe superare le precedenti indicazioni del 2,8% e addirittura oltrepassare il 3%. Il settore dei servizi conferma espansione a maggio, indicando che l'economia potrebbe aumentare il ritmo di crescita rispetto al 1° trimestre. L'indice PMI dei servizi, che pesa per oltre la metà dell'economia del Paese, si è attestato a 57,3, non lontano da 57,8 di aprile, massimo da 20 mesi. In miglioramento i dati occupazionali, con la creazione di posti di lavoro al massimo da 19 anni, come indicato dalla scomposizione delle voci del PMI manifatturiero, salito a 55,4 in maggio da 54,5 di aprile, il massimo da gennaio. Relativamente alla criticità degli istituti bancari, Moody's ha confermato un

outlook stabile del sistema creditizio spagnolo, apprezzando l'impegno nella "riduzione dei crediti problematici" e ribadendo la fiducia per il "ritorno a una stabilità dei profitti nel 2017 e 2018", per i quali l'agenzia di rating intravede una possibile evoluzione positiva del merito di credito nei prossimi 12-18 mesi. Nello specifico, dopo che la BCE aveva annunciato un significativo deterioramento della situazione di liquidità del Banco Popular, tale da non garantire il pagamento dei debiti e di altre passività nel prossimo futuro, è stato adottato, in tempi rapidi, uno schema di risoluzione che prevede la vendita della banca iberica a Banco Santander, a un prezzo simbolico di 1 euro. Inoltre, quest'ultima procederà a un aumento di capitale da 7 mld di euro, già interamente sottoscritto, per adeguare i parametri di capitale e rafforzare patrimonialmente il Banco Popular.

Moderata Positività per il CAC, che conferma P/E a sconto rispetto alla media storica e in linea con il benchmark europeo, da confrontare con crescite degli utili stimate dal consenso vicine alla doppia cifra per il biennio in corso. Nel 1° trimestre, gli utili sono aumentati del 69,7%, trainati soprattutto dagli Industriali, e i ricavi sono aumentati del 9,9% (Fonte: Bloomberg). Relativamente agli indici di fiducia di maggio, il PMI sul settore terziario è stato leggermente inferiore alla stima preliminare a 57,2, rispetto al 58 della stima flash, pur superando quello di aprile di 56,7. A livello di indice composito, il risultato finale di maggio si attesta a 56,9 da 57,6 della prima lettura e 56,6 di aprile, massimo degli ultimi 6 anni. In moderato rallentamento è risultato il dato relativo ai nuovi ordini. L'indice PMI della manifattura infatti ha rallentato a 53,8 dal 55,1 di aprile. La stima flash di maggio si era attestata a 54,0.

Ribadiamo Moderata Positività per il DAX, che vanta P/E inferiori alla media storica 2010-2016 e al benchmark europeo, sostenuto però da attese di crescita degli utili stimate dal consenso, in media, a doppia cifra per il biennio in corso. La Germania si conferma l'economia trainante dell'area euro, con una buona attività manifatturiera che ha spinto la crescita del settore privato ai massimi da sei anni, un nuovo segnale che la robusta ripresa tedesca è destinata a continuare. L'indicatore PMI di Markit composito (su servizi e manifattura, che pesano per oltre due terzi dell'economia tedesca) è salito a 57,4 da 56,7 di aprile, il massimo da 73 mesi, grazie soprattutto al manifatturiero (59,5 da 58,2 di aprile), cresciuto al ritmo più intenso in oltre sei anni, in scia all'aumento della domanda interna ed estera, soprattutto quella asiatica. Le voci produzione, nuovi ordini e occupazione sono tutte migliorate al ritmo più intenso dal 2011. L'indice PMI finale dei servizi è rimasto stabile a 55,4 rispetto ad aprile, e poco sopra la lettura flash pubblicata lo scorso mese.

Moderata Positività sull'indice domestico, che mantiene P/E a sconto rispetto alla media storica 2010-2016 e ai principali indici europei, a fronte di crescite degli utili significativamente più elevate della media. I dati macro si rilevano incoraggianti e la rivisitazione della lettura finale del PIL domestico ha rilevato, nei primi tre mesi del 2017, una crescita dello 0,4% congiunturale, rispetto allo 0,2% stimato, e l'obiettivo per fine anno è quello di centrare il target annuo indicato dal Governo a 1,1%, dal +1% del dato tendenziale. In tale contesto, il Fondo Monetario Internazionale rivede al rialzo le proprie stime di crescita dell'economia italiana, attendendosi un incremento del PIL nell'esercizio in corso al +1,3%, dallo 0,8% indicato nella precedente rilevazione di aprile, per poi rallentare all'1% nel periodo 2018-20. Inoltre, il PMI Markit a maggio è sceso a 55,1 dal massimo da agosto 2007 segnato in aprile a 56,2. L'indice composito, sintesi dei due settori, ha quindi rallentato a 55,2 da 56,8 segnato in aprile, picco da luglio 2007. L'indice ha perso forza relativa in un clima di maggiore preoccupazione scaturito dall'eventualità di elezioni anticipate nel nostro Paese e dalle pressioni sui bancari domestici, penalizzati dalla difficile situazione degli istituti veneti.

A livello settoriale, ribadiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul Bancario, oggetto di maggiori pressioni in vendita nelle ultime settimane, sui timori di una nuova ondata di ricapitalizzazioni, in scia anche alla difficile situazione della banca spagnola Banco Popular, che rischiava il *bail-in*, dopo

il deterioramento della liquidità rilevato dalla BCE. L'accordo raggiunto per l'acquisizione di quest'ultimo da parte di Banco Santander sembra aver permesso di allentare le pressioni sul settore anche a livello europeo. Il comparto mantiene un rapporto multipli/crescite favorevole. Confermiamo Moderata Positività per le Utility, favorite dai tassi particolarmente bassi; il comparto recupera forza relativa nel breve, guidato dai gruppi tedeschi, dopo che la Corte Costituzionale ha dichiarato non valida la tassazione imposta dal Governo tedesco a partire dal 2011 relativa alla produzione di energia elettrica da fonte nucleare, che aveva messo sotto pressione la marginalità dei gruppi del settore. Moderata positività per le Costruzioni e gli Industriali, che dovrebbero beneficiare maggiormente del miglioramento della congiuntura e che, pur mantenendo P/E superiori al benchmark, vantano stime di crescita a doppia cifra da parte del consenso.

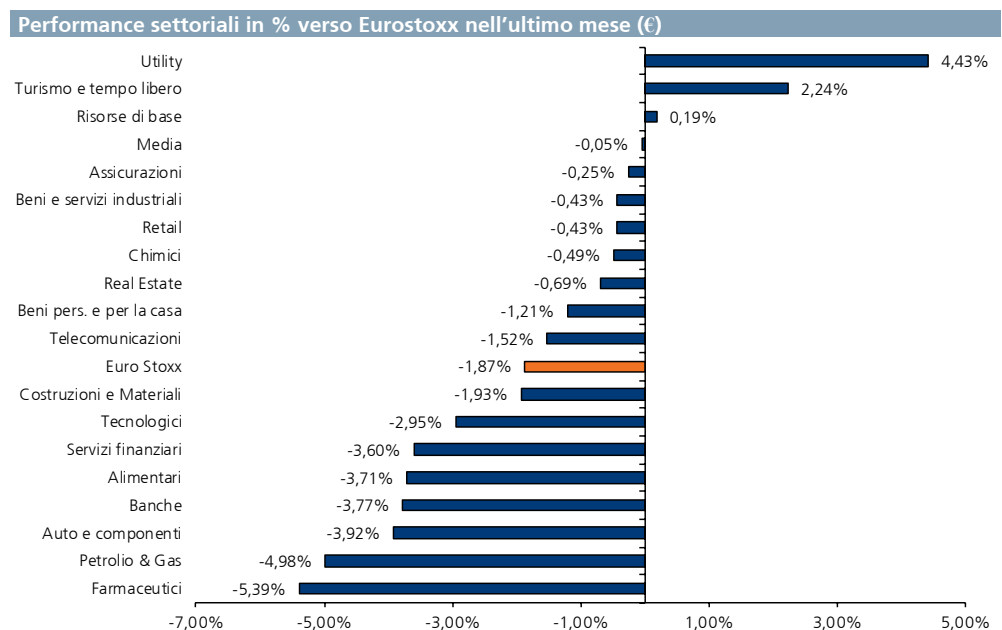
Multipli e crescite dei settori europei									
Settore	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	382,90	16,71	15,53	14,15	12,99	2,60	24,86	9,79	9,00
Auto	536,91	9,35	8,01	7,53	7,23	40,62	26,07	6,32	4,18
Banche	131,13	15,53	12,20	11,00	9,83	-31,37	High	10,96	11,94
Risorse di base	225,12	17,39	12,36	12,26	11,24	High	36,48	0,85	9,07
Chimici	1.091,04	17,63	17,08	15,84	14,70	4,36	9,27	7,79	7,79
Costruzioni e Materiali	450,26	18,41	17,32	15,41	13,86	16,09	15,17	12,36	11,16
Servizi finanziari	407,41	17,80	17,37	14,95	16,74	3,30	39,71	16,17	-1,62
Alimentari	606,79	24,27	22,44	20,01	18,19	-9,36	22,44	12,18	9,97
Farmaceutici	914,08	18,66	19,08	17,53	15,96	8,12	4,94	8,83	9,84
Beni e servizi Industriali	783,75	18,90	18,66	16,61	15,07	13,82	10,52	12,29	10,22
Assicurazioni	255,45	10,09	10,81	10,26	9,79	5,71	1,42	5,39	4,87
Media	235,92	19,71	18,67	16,90	15,57	-1,13	13,82	10,47	8,53
Petrolio & Gas (Energia)	304,18	18,16	13,65	12,19	11,04	-18,01	41,08	11,92	10,45
Beni personali e per la casa	822,97	24,74	23,70	21,36	19,19	8,48	15,21	10,97	11,29
Real Estate	241,28	19,81	19,88	18,68	17,58	15,43	8,89	6,43	6,25
Retail	520,27	20,64	20,24	17,99	16,53	22,32	14,38	12,51	8,83
Tecnologici	467,60	23,00	22,63	19,58	17,31	0,13	12,90	15,57	13,09
Telecom	361,59	20,08	17,41	14,98	13,58	-0,69	23,29	16,21	10,34
Turismo e Tempo libero	237,52	16,06	16,77	15,39	13,60	-0,36	7,59	9,02	13,12
Utility	283,11	13,75	14,91	14,24	13,39	-8,56	7,21	4,74	6,30

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

Performance mercato europeo

Performance settori europei (€)				
Settore	Valore	Var. % 1 mese	Var. % 6 mesi	Var. % inizio anno
Euro Stoxx	382,90	-1,87	12,07	9,32
Auto e componenti	536,91	-3,92	5,78	2,99
Banche	131,13	-3,77	12,47	11,44
Risorse di base	225,12	0,19	-2,10	-1,65
Chimici	1.091,04	-0,49	11,69	9,23
Costruzioni e Materiali	450,26	-1,93	13,41	10,50
Servizi finanziari	407,41	-3,60	15,34	15,05
Alimentari	606,79	-3,71	10,76	8,92
Farmaceutici	914,08	-5,39	14,99	11,76
Beni e servizi industriali	783,75	-0,43	13,28	11,21
Assicurazioni	255,45	-0,25	4,39	3,62
Media	235,92	-0,05	10,94	7,15
Petrolio & Gas (Energia)	304,18	-4,98	-2,65	-6,12
Beni pers. e per la casa	822,97	-1,21	20,06	16,69
Real Estate	241,28	-0,69	12,08	7,19
Retail	520,27	-0,43	10,70	9,19
Tecnologici	467,60	-2,95	20,48	14,23
Telecomunicazioni	361,59	-1,52	14,13	8,35
Turismo e tempo libero	237,52	2,24	15,93	13,45
Utility	283,11	4,43	19,85	15,79

Fonte: FactSet



Fonte: FactSet

Analisi settoriale

Riepilogo giudizi settori Euro Stoxx			
	6-12m		6-12m
Auto	M. POSITIVO	Stoxx 600	M. POSITIVO
Banche	M. POSITIVO	Euro Stoxx	M. POSITIVO
Risorse di base	NEUTRALE	FTSE MIB	M. POSITIVO
Chimici	NEUTRALE	CAC 40	M. POSITIVO
Costruzioni e Materiali	M. POSITIVO	DAX	M. POSITIVO
Servizi finanziari	M. POSITIVO	FTSE 100	NEUTRALE
Alimentari	NEUTRALE	IBEX	M. POSITIVO
Farmaceutici	M. POSITIVO	SMI	NEUTRALE
Beni e servizi Industriali	M. POSITIVO		
Assicurazioni	M. POSITIVO		
Media	M. POSITIVO		
Energia	M. POSITIVO		
Beni personali e per la casa	M. POSITIVO		
Real Estate	M. POSITIVO		
Retail	NEUTRALE		
Tecnologici	M. POSITIVO		
Telecom	M. POSITIVO		
Turismo e Tempo libero	NEUTRALE		
Utility	M. POSITIVO		

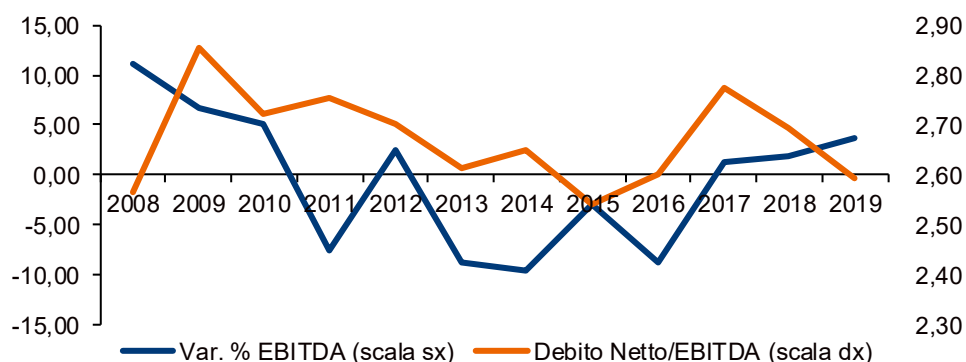
Fonte: Intesa Sanpaolo

Settori Moderatamente Positivi

Utility. Confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo, con il consenso che rivede ancora al rialzo, seppur in modo marginale, le proprie stime di crescita degli utili per l'esercizio in corso. La variazione resta inferiore rispetto a quella media del mercato europeo, ma il quadro macroeconomico in miglioramento e il contesto di bassi tassi di mercato dovrebbero continuare a incidere positivamente sui risultati del comparto. Gli elevati investimenti, effettuati negli scorsi esercizi per la trasformazione delle attività di generazione di energia, dovrebbero ridimensionarsi, a vantaggio di un incremento dei flussi di cassa e, in ultima analisi, della remunerazione concessa agli azionisti. Da questo punto di vista, il comparto presenta *dividend yield* particolarmente interessanti, con il consenso che stima livelli superiori alla media settoriale europea per i prossimi esercizi, con il valore attualmente stimato per il biennio 2017-18 pari al 4,6%. Flussi di cassa in costante incremento dovrebbero risultare sostenuti anche da un miglioramento operativo, con i valori di EBITDA che sono stimati tornare a crescere a partire dall'attuale esercizio, dopo le esperienze degli ultimi anni caratterizzate da continue flessioni. Inoltre, la leva finanziaria dovrebbe ridimensionarsi, con il rapporto Debito Netto/EBITDA che risulta stimato in calo per i prossimi esercizi, come evidenziato nel grafico che segue.

Flussi di cassa e margini di bilancio in miglioramento per le Utility

Andamento leva finanziaria e variazione EBITDA



Fonte: FactSet

Nel frattempo, un sostegno al settore arriva dalla decisione della Corte Costituzionale tedesca che ha dichiarato non valida la tassazione imposta dal Governo a partire dal 2011 relativa alla produzione di energia elettrica da fonte nucleare (Nuclear fuel tax). E.On aveva pagato complessivamente circa 2,8 mld di euro e RWE circa 1,7 mld di euro nel periodo compreso tra il 2011 e il 2016 (circa il 15% dell'attuale capitalizzazione di mercato delle due società), contribuendo a mettere sotto pressione la profittabilità del settore: la sentenza della Corte dovrebbe quindi generare un impatto positivo sui risultati di bilancio con riflessi sull'intero comparto europeo, dal momento che i due principali gruppi tedeschi pesano per circa l'11% sull'indice settoriale. Secondo le prime stime, i risarcimenti per E.On dovrebbero attestarsi intorno ai 2,4 mld di euro e per RWE a circa 1,5 mld, con effetti incrementativi sia in termini di utili netti e operativi che di flussi di cassa. La leva finanziaria dovrebbe migliorare con il rapporto Debito Netto/EBITDA in riduzione per entrambi i gruppi (Fonte: Bloomberg).

Beni Personali e per la casa/Lusso. Confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo, in relazione alle aspettative ancora interessanti per l'intero anno. A tal proposito, le principali società di ricerca (Altagamma e Bain & Co.) hanno rivisto al rialzo le stime a livello internazionale per il 2017, per il quale si attendono una ripresa del mercato del Lusso grazie al ritorno del flusso turistico in Europa e alla ripresa dei consumi in mercati chiave come quello cinese. In particolare, Altagamma stima una crescita media a livello globale pari al 3-4% a cambi costanti, con un aumento di un punto percentuale rispetto alle stime elaborate lo scorso ottobre. A livello geografico, un contributo significativo dovrebbe arrivare dal mercato europeo (+4% rispetto al +3% della precedente rilevazione) e dall'Asia, dove il ritmo di crescita è atteso ora al 5% (precedente 4%). Per quanto riguarda invece i segmenti produttivi, gioielli e orologi sono visti in aumento del 2% (dal precedente -1%), la pelletteria del 5% (+3%), mentre dovrebbero risultare stabili le vendite dell'abbigliamento (+3%). Analogamente, Bain & Co. si attende una crescita del mercato del Lusso tra il 2 e il 4% a cambi costanti per l'intero 2017; anche in questo caso, l'andamento dovrebbe essere trainato dall'Europa, dove la crescita risulta stimata tra il 7 e il 9%, a cui si aggiunge il contributo positivo della Cina (+6-8%). Di contro, il mercato americano dovrebbe contribuire in modo negativo, con una variazione attesa tra il -2% e lo 0%.

In ripresa il mercato del Lusso nel 2017 grazie ai consumi europei e al continuo apporto di quelli cinesi

Stime Altagamma		
Var. %	Stime ottobre 2016	Stime maggio 2017
Europa	3,0	4,0
Nord America	3,0	2,0
America Latina	3,0	1,0
Giappone	-1,0	0,0
Asia	4,0	5,0
Medio Oriente	2,0	1,0
Resto del Mondo	3,0	1,0

Fonte: Altagamma

Sul fronte dei fondamentali, il consenso stima ancora una crescita degli utili a doppia cifra sia per il 2017 che per il 2018; per quanto riguarda l'esercizio in corso, la variazione risulta però inferiore a quella attesa per l'intero Eurostoxx, anche se su quest'ultimo influisce in modo significativo l'elevato apporto stimato per il comparto Bancario. Al netto di tale componente, il Lusso presenta valutazioni migliori rispetto al benchmark europeo.

Costruzioni e Materiali. Segnali incoraggianti per il settore sono arrivati dai risultati relativi al 1° trimestre dell'anno, che danno fondamento a quelle che sono le attese di crescita sia in termini di utili che di fatturato per l'intero esercizio. Pertanto ribadiamo il giudizio Moderatamente Positivo. **Riviste al rialzo le stime Euroconstruct**

La chiusura dei primi tre mesi dell'anno ha evidenziato un deciso miglioramento degli utili medi rispetto all'analogo periodo del 2016, registrando una variazione positiva di circa il 43%, grazie anche a un effetto comparativo favorevole, attestandosi in tal modo a un livello decisamente superiore rispetto alla media dell'intero mercato europeo. La percentuale di sorprese positive risulta al 60%, sostanzialmente in linea con quella dell'intero Eurostoxx. Inoltre, i principali gruppi del settore hanno registrato una più elevata marginalità, una leva finanziaria meno spinta e una crescita dei fatturati, con questi ultimi cresciuti in media su base annua del 10,5% grazie ai segnali, seppur ancora poco convincenti, provenienti dal fronte della crescita macroeconomica. Nel frattempo, Euroconstruct ha rivisto al rialzo le proprie stime relative alla produzione edile nei paesi europei. I segnali incoraggianti sul fronte macroeconomico e una politica monetaria ancora particolarmente accomodante, che mantiene bassi i tassi di interesse, rappresentano i driver per l'attuale e il prossimo esercizio. In termini di previsioni, l'Associazione stima una crescita del 2,9% nel 2017, in rialzo rispetto al +2,1% indicato lo scorso novembre; per quanto riguarda il 2018, l'incremento atteso risulta pari al 2,5%, dal precedente 2,2%, mentre in marginale ribasso è stimato il dato sul 2019 (+2% dal 2,1%). A livello dei principali Paesi, un importante contributo è atteso arrivare dalla Francia, per la quale Euroconstruct stima un aumento della produzione del 4,4% per l'esercizio in corso e del 3,8% nel 2018; segue poi la Spagna (+3,0% e +4,1%), l'Italia (+2,3% e +2,2%) e la Germania (+2,0% e +0,4%).

Stime Euroconstruct					
Var. %	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Francia	-2,0	3,3	4,4	3,8	2,5
Germania	0,4	2,4	2,0	0,4	-0,4
Italia	0,8	1,9	2,3	2,2	2,1
Spagna	2,9	1,8	3,0	4,1	3,6
Gran Bretagna	4,2	2,7	1,3	1,3	1,7
Europa dell'Ovest	1,6	3,1	2,8	2,2	1,7
Europa dell'Est	5,4	-7,2	5,3	7,0	6,0
Europa nel complesso	1,8	2,5	2,9	2,5	2,0

Fonte: dati Euroconstruct

USA

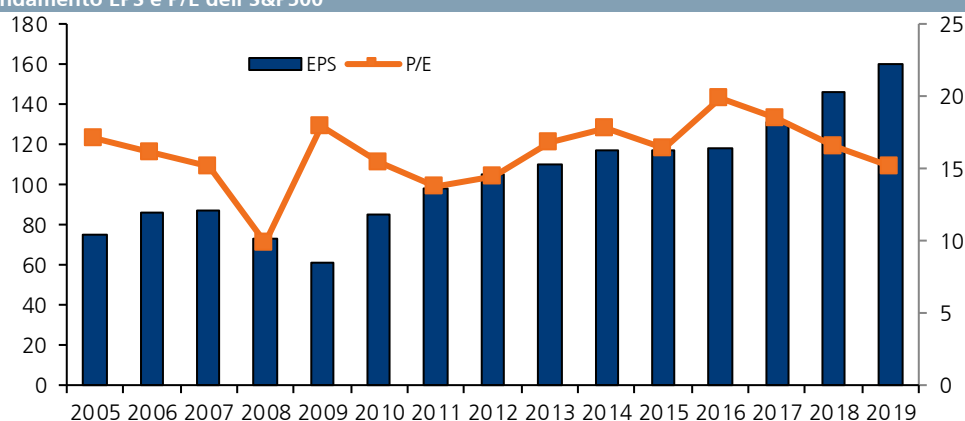
Si procede record dopo record

Gli indici statunitensi rinnovano i massimi storici, in un contesto di volatilità su importanti minimi, con i fondi che tornano a registrare afflussi di capitale sul mercato USA. Nonostante gli ultimi dati occupazionali inferiori alle stime, il clima di propensione al rischio resta sostenuto dalle attese di ulteriori miglioramenti dei risultati societari, con gli operatori fiduciosi in merito alla concretizzazione dei provvedimenti in campo fiscale promessi dal presidente Trump. Le stime di consenso in termini di crescita degli utili per l'S&P500 vertono per un aumento pari al 10,38% nell'intero 2017 (Fonte: FactSet) e del 7,2% nel 2° trimestre (Fonte: Bloomberg).

Indici statunitensi sempre più in alto

Analizzando i fondamentali degli indici statunitensi non emergono sopravvalutazioni tali da far pensare a imminenti correzioni rilevanti: i P/E degli Stati Uniti sono moderatamente più elevati della media storica 2010-2016, ma compensati da crescita degli utili maggiori e stimate dal consenso a doppia cifra per il prossimo triennio.

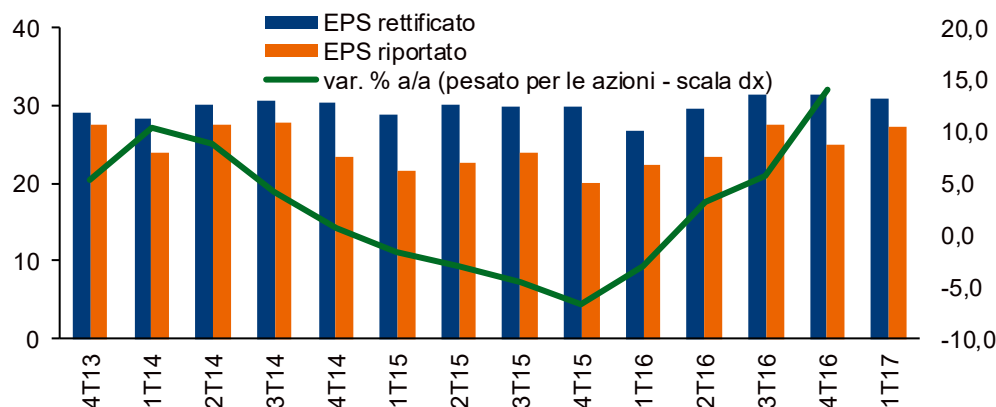
Andamento EPS e P/E dell'S&P500



Nota: valore degli EPS in dollari (scala sx) e valori P/E (scala dx). Fonte: FactSet

Sui fondamentali il consenso stima utili in crescita a doppia cifra per l'anno in corso (+10,38%) e in miglioramento nel 2018 a 11,59%, a fronte di P/E dell'esercizio in corso più alti della media storica 2010-2016, ma a sconto rispetto al 2018. Il Nasdaq evidenzia una moderata sopravvalutazione rispetto alla media storica 2010-2016 scambiando a 24,1x il P/E dell'anno in corso e a 20,5x quello del 2018, esercizio in cui tornerebbe a trattare a sconto. Nel 1° trimestre, sul mercato statunitense si sono registrati nuovamente utili in aumento, pari al 14,1%, con sorprese positive attestatesi al 73,3% dei casi (13,6% escludendo i Finanziari e 10,50% ex Energia) (Fonte: Bloomberg). Le trimestrali per il 2° e 3° trimestre indicano utili in aumento del 7,2%, e 8,6% rispettivamente, con ricavi in aumento del 4,7% nel 2° e del 5,2% nel 3°.

Andamento trimestrale degli EPS e variazione su base annua



Nota: valori degli EPS trimestrali in dollari nella scala a sx, mentre le variazioni su base annua sono riportati nella scala a dx. Fonte: Bloomberg

Gli elementi critici si confermano i rischi geopolitici dettati dal Medio Oriente e dalla Corea del Nord, le incertezze relative alle evoluzioni sul fronte politico interno e alla questione Russiagate e un eventuale *impeachment* del presidente Trump, tale da mettere in discussione la riforma fiscale espansiva, la cui attuazione, di contro, potrebbe comunque portare a un eccessivo indebitamento statunitense; a ciò si aggiungono anche i rischi legati alla debolezza delle quotazioni delle materie prime.

Rischi geopolitici, Russiagate, risvolti riforma fiscale, debolezza quotazioni materie prime

Relativamente ai dati macro, l'ISM non manifatturiero registra una moderata correzione, pur confermandosi su livelli elevati, mentre gli ordini all'industria vedono una contrazione in aprile che risulta in linea con le attese e che può contare su una significativa revisione al rialzo del precedente (da 0,2% a 1,0% m/m). Si attestano al di sotto delle attese i nuovi dati occupazionali di maggio, anche se il rallentamento appare fisiologico dopo la forte crescita dei precedenti trimestri. Nel complesso, i recenti dati non modificano il giudizio positivo sul fronte della crescita economica statunitense, che si conferma solida, con le nostre stime che vertono su un PIL in aumento del 2,1% nell'attuale esercizio e del 2,5% nel 2018.

I dati macro confermano una crescita solida

A livello settoriale, il comparto Finanziario beneficia del rialzo dei tassi di mercato statunitensi, con l'indice settoriale che si riporta sui massimi degli ultimi mesi, violando prime importanti barriere tecniche. La nuova deregolamentazione del settore promessa dal presidente Trump garantisce ulteriore sostegno: la Camera statunitense ha infatti votato un nuovo testo legislativo che sostituisce quello di Obama dopo lo scoppio della crisi finanziaria nel 2008. Dopo gli ulteriori rialzi registrati nei primi tre mesi dell'anno in termini di ricavi da attività da trading, il consenso si attende un rallentamento nel trimestre in corso, così come anticipato anche da importanti gruppi quali JPMorgan e Bank of America. A pesare sull'andamento è soprattutto il contesto di tassi ancora contenuti e di bassa volatilità rispetto agli scorsi trimestri. Moderata Positività per l'Energia, con il petrolio che risente della situazione di eccesso di offerta dopo l'annuncio dell'aumento della produzione in Libia nonostante l'accordo sul prolungamento dei tagli all'output, deciso in sede di riunione dell'OPEC. Moderata Positività sul Tecnologico, che può contare sulla revisione delle stime da parte della SIA (Semiconductor Industry Association), che vertono su un incremento dell'11,5% nel 2017, dal +6,5% della rilevazione di febbraio. Di contro, Apple sta risentendo di indiscrezioni di mercato, secondo cui il nuovo modello di iPhone utilizzerrebbe un chip con una velocità di download inferiore a quella dei principali smartphone concorrenti.

A livello settoriale

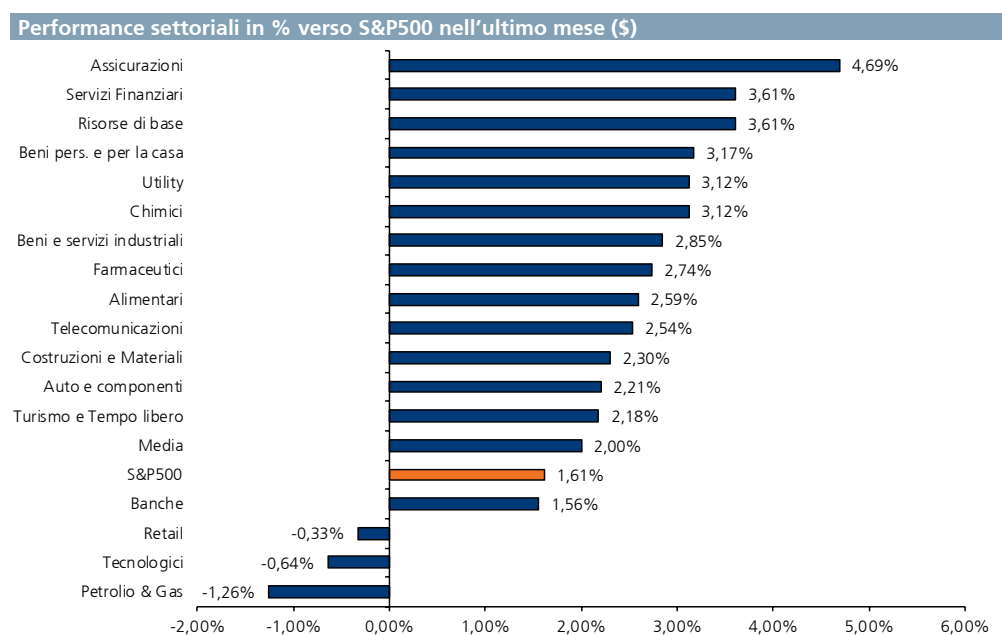
Multipli, crescita e PEG dei principali indici azionari									
	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
S&P100	1.070,71	19,55	18,24	16,40	14,96	0,06	9,80	11,23	10,00
S&P500	2.429,39	19,91	18,55	16,62	15,16	0,30	10,38	11,59	10,23
NASDAQ 100	5.708,18	22,13	21,80	19,23	17,45	7,91	8,45	13,38	13,16
NASDAQ Composite	6.175,46	26,92	24,09	20,51	18,05	-0,61	13,84	17,38	16,16
Dow Jones Industrial	21.235,67	19,00	17,51	15,94	14,59	-0,84	10,77	9,86	9,25

Nota: i valori degli indici sono in valuta locale. E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Performance mercato americano

Performance % settoriali verso S&P500 (\$)				
Settore	Valore	Var. 1M (%)	Var. 6M (%)	Var. YTD (%)
S&P500	2.429,39	1,61	7,64	8,51
Banche	202,60	1,56	1,29	1,34
Retail	232,81	-0,33	5,91	8,74
Auto e componenti	156,34	2,21	-8,73	-4,24
Risorse di base	88,63	3,61	-0,30	5,79
Chimici	207,13	3,12	7,58	10,99
Costruzioni e Materiali	241,02	2,30	8,61	11,10
Alimentari	195,28	2,59	5,79	5,60
Petrolio & Gas (Energia)	115,19	-1,26	-12,12	-10,78
Servizi Finanziari	213,36	3,61	6,32	7,82
Farmaceutici	235,54	2,74	11,48	11,45
Beni e servizi industriali	218,88	2,85	7,12	8,87
Assicurazioni	265,37	4,69	4,75	5,94
Media	267,63	2,00	9,01	7,92
Beni pers. e per la casa	217,13	3,17	12,14	13,57
Tecnologici	218,51	-0,64	17,08	17,80
Telecomunicazioni	175,38	2,54	-5,38	-8,19
Turismo e Tempo libero	296,54	2,18	13,36	16,16
Utility	201,70	3,12	10,68	9,51

Nota: i valori degli indici sono in valuta locale. YTD: year-to-date, da inizio anno. Fonte: FactSet



Fonte: FactSet

Analisi settoriale

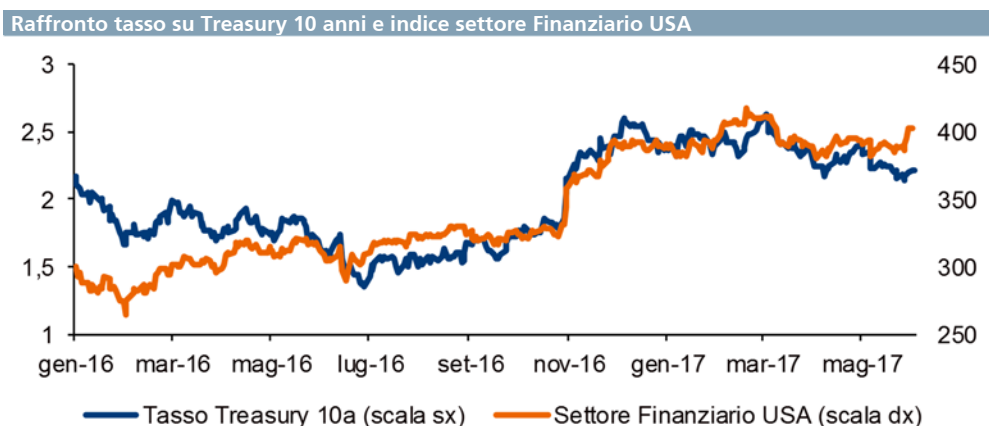
Riepilogo giudizi settori S&P500			
	6-12m		6-12m
Auto	NEUTRALE	S&P500	M. POSITIVO
Banche	M. POSITIVO		
Risorse di base	M. POSITIVO		
Chimici	M. POSITIVO		
Costruzioni e Materiali	M. POSITIVO		
Servizi finanziari	M. POSITIVO		
Alimentari	NEUTRALE		
Farmaceutici	M. POSITIVO		
Beni e servizi Industriali	M. POSITIVO		
Assicurazioni	M. POSITIVO		
Media	NEUTRALE		
Energia	M. POSITIVO		
Beni personali e per la casa	NEUTRALE		
Real Estate	M. POSITIVO		
Retail	NEUTRALE		
Tecnologici	M. POSITIVO		
Telecom	NEUTRALE		
Turismo e Tempo libero	M. POSITIVO		
Utility	NEUTRALE		

Fonte: Intesa Sanpaolo

Settori Moderatamente Positivi

Finanziari. Manteniamo un giudizio Moderatamente Positivo, nonostante alcune anticipazioni di alcuni importanti gruppi (JPMorgan e Bank of America) relative al calo dei ricavi delle attività da trading nel trimestre in corso. L'indice settoriale viola prime importanti barriere tecniche di breve periodo, anche se risulta incanalato in un ampio trading range tra i minimi da inizio anno, più volte testati negli ultimi mesi, e il massimo storico registrato a marzo. In un'ottica di maggior respiro, il comparto può contare su uno scenario di rialzi dei tassi Fed con impatti positivi in termini di miglioramento dei margini di interesse; nel grafico, riportato nella pagina successiva, si evidenzia come a partire soprattutto dalla metà dello scorso anno si sia verificato un andamento sostanzialmente simile tra rialzo dei tassi sui titoli governativi statunitensi e l'andamento del settore Finanziario. Il punto di svolta si è verificato dai minimi sul tasso dei *Treasury* lo scorso luglio, quando il mercato ha cominciato a scontare un sentiero di restrizione monetaria da parte della Fed. Un altro momento chiave, quando entrambi gli asset hanno registrato una decisa risalita, è rappresentato dall'esito delle elezioni presidenziali dello scorso novembre: in quell'occasione, i programmi particolarmente espansivi annunciati da Trump hanno avuto come effetto l'attesa di un periodo di elevata inflazione e crescita economica sostenuta, con conseguente rialzo dei tassi di mercato, a cui sono associati guadagni nei Finanziari. In generale, il comparto può contare anche, per i prossimi trimestri, su una solida crescita economica con riflessi sull'attività di prestiti, oltre che su un'abbondante liquidità in circolazione che continuerà a favorire le attività straordinarie di M&A.

Lo scenario di rialzo dei tassi USA resta a sostegno dei Finanziari



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Energia. Confermiamo la Moderata Positività sul comparto, alla luce delle prospettive di crescita ancora interessanti sul fronte di utili, EBITDA e ricavi. Nonostante la debolezza di breve in conseguenza del calo del prezzo del greggio, il consenso continua a stimare crescite consistenti sia per l'esercizio in corso che per il successivo, giustificando valori di P/E a premio rispetto a quelli dell'S&P500. Le valutazioni si fondano su livelli attesi del prezzo del petrolio superiori a quelli attuali nei prossimi trimestri, portando il prezzo medio per il WTI relativo all'intero esercizio a 54,2 dollari al barile; ulteriori e costanti incrementi sono stimati anche nei successivi esercizi, tali da condurre le quotazioni medie anche oltre 60 dollari nel 2020 (Stime Intesa Sanpaolo).

Restano confermate le attese di crescita dei prezzi del petrolio e del settore Energia

Stime WTI											
USD	2T 2017E	3T 2017E	4T 2017E	1T 2018E	2T 2018E	3T 2018E	4T 2018E	2017E	2018E	2019E	2020E
Intesa Sanpaolo	53,10	54,00	55,00	55,00	55,00	56,00	57,00	54,20	55,80	60,00	65,00
Consenso Bloomberg	52,29	53,89	55,30	55,69	55,75	56,92	ND	53,22	56,72	58,12	64,67

Nota: ND= non disponibile. Fonte: Intesa Sanpaolo e Bloomberg

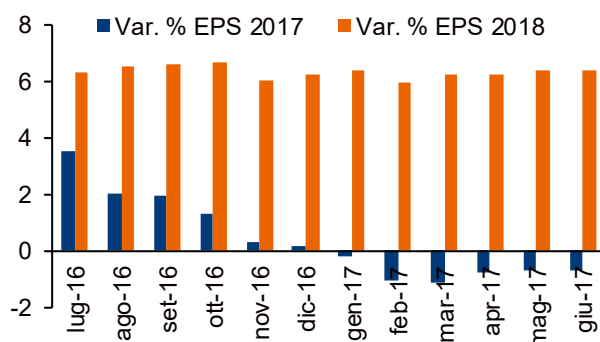
I rialzi attesi dei prezzi petroliferi, uniti agli effetti delle politiche di efficientamento dei costi intraprese negli ultimi anni, dovrebbero condurre a un incremento dei flussi di cassa, stimati dal consenso per il triennio 2017-19 in costante crescita dopo la prima contrazione dell'ultimo decennio registrata nel 2015 e il marginale recupero dell'anno successivo. Ciò dovrebbe condurre anche a una leva finanziaria meno spinta, con il rapporto Debito Netto/EBITDA in calo dai picchi del 2016, oltre a una distribuzione ancora generosa dei dividendi; a tal proposito, il consenso si attende un *dividend yield* medio per il periodo 2017-18 superiore a quello dell'S&P500.

Settore Neutrale

Utility. Il comparto torna a mostrare forza relativa nelle ultime settimane, in relazione al calo dei rendimenti sui titoli governativi statunitensi, con i quali presenta una correlazione inversa, accentuatasi negli ultimi mesi. Nonostante ciò, le prospettive in termini di fondamentali del comparto si confermano deboli e inferiori alla media dell'intero mercato, con il consenso che stima una decrescita, seppur marginale, degli utili per l'intero esercizio e solo una ripresa a singola cifra per il 2018 (grafico pagina sottostante). Analizzando poi lo spaccato per trimestri, si evidenzia una maggiore debolezza in termini di utili per azione attesi nella parte centrale dell'anno, con una flessione del 4,8% e un aumento marginale dello 0,4% rispettivamente per il trimestre in corso e per il successivo, per poi recuperare soprattutto nell'ultima parte del 2017 (Fonte: Bloomberg). In termini di multipli di P/E, il comparto quota a moderato premio sia rispetto all'indice S&P500 che alla media storica 2010-16 del settore (grafico pagina sottostante). Pertanto, confermiamo il giudizio Neutrale sul comparto, data la sopravvalutazione a cui quota e viste anche le attese future in termini di rialzi dei tassi di mercato.

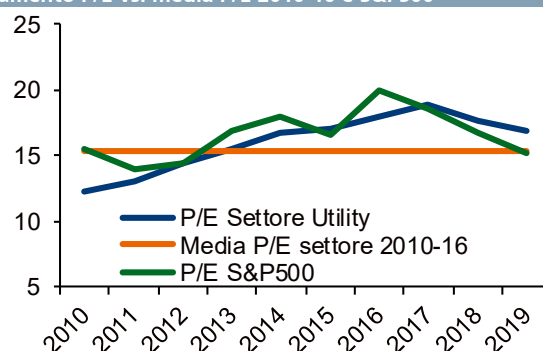
I fondamentali del comparto Utility restano deboli, in un'ottica anche di rialzo dei tassi Fed

Andamento stime var. % EPS ultimo anno



Fonte: Factset

Andamento P/E vs. media P/E 2010-16 e S&P500



Fonte: Factset

Multipli e crescita dei settori statunitensi

Settore	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
S&P500	2.429,39	19,91	18,55	16,62	15,16	0,30	10,38	11,59	10,23
Banche	202,60	15,30	13,41	11,92	10,83	-1,64	9,88	12,56	10,04
Retail	232,81	23,50	23,34	21,01	19,12	4,47	4,83	11,06	12,68
Auto e componenti	156,34	8,87	9,02	8,17	7,96	-5,62	-8,55	10,36	2,62
Risorse di base	88,63	31,89	15,78	13,39	13,73	-46,26	High	17,80	-2,43
Chimici	207,13	20,45	20,20	18,19	16,92	-3,57	6,16	11,06	7,50
Costruzioni e Materiali	241,02	26,91	22,96	18,98	16,66	12,00	23,69	20,99	15,82
Alimentari	195,28	22,74	21,70	20,26	18,84	5,31	7,59	7,11	7,81
Petrolio & Gas (Energia)	115,19	126,31	31,64	21,56	17,09	-75,80	High	46,71	26,18
Servizi Finanziari	213,36	19,00	17,28	15,40	13,82	6,10	13,39	12,27	11,39
Farmaceutici	235,54	16,55	16,22	14,88	13,59	6,89	5,23	9,02	9,47
Beni e servizi industriali	218,88	20,81	19,87	17,82	16,02	0,84	8,46	11,47	11,08
Assicurazioni	265,37	17,89	14,97	13,75	12,73	-8,21	21,68	8,85	7,97
Media	267,63	18,25	17,28	15,57	14,10	6,36	6,38	10,98	10,40
Beni pers. e per la casa	217,13	22,30	21,55	19,67	18,33	4,88	6,56	9,54	9,44
Tecnologici	218,51	19,04	18,20	16,42	15,40	2,92	11,04	10,83	8,85
Telecomunicazioni	175,38	14,11	13,66	13,14	12,86	-7,38	-1,82	3,99	2,17
Turismo e Tempo libero	296,54	23,33	23,31	20,36	17,95	3,74	11,31	14,50	13,41
Utility	201,70	17,92	18,64	17,52	16,70	9,42	-0,79	6,40	4,94

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

Italia

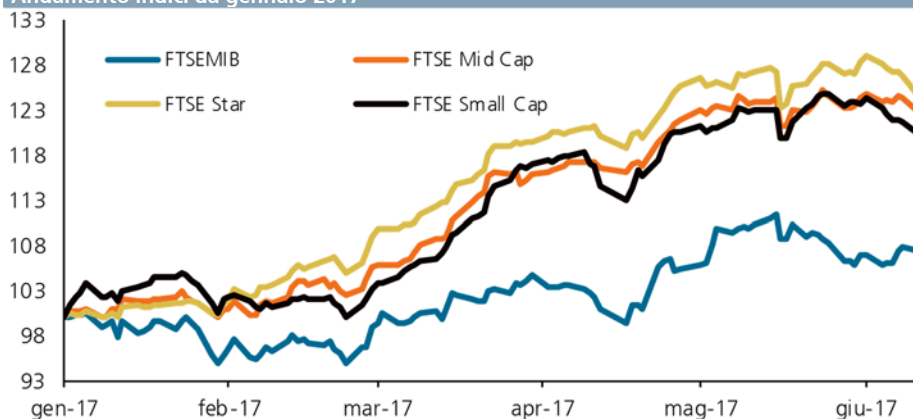
L'instabilità politica è uno dei peggiori nemici dei mercati finanziari, in particolare per l'azionario italiano che reagisce molto velocemente ai cambiamenti di sentiment degli investitori. L'esito del voto britannico ha aumentato l'incertezza sui mercati in vista dell'avvio dei negoziati relativi alla Brexit, mentre in Italia il rischio di elezioni anticipate è stato scongiurato dal mancato accordo sulla riforma del sistema elettorale. Lo scenario più probabile è che si vada al voto alla scadenza naturale dell'attuale legislatura, cioè la primavera del 2018. In questo delicato quadro politico la BCE evita di destabilizzare i mercati e nella sua ultima riunione Draghi infatti non ha fatto cenno alla temuta riduzione di acquisti dei titoli nell'ambito del piano di *quantitative easing* da 60 miliardi al mese fino a fine anno.

Il mercato azionario italiano mantiene un'impostazione positiva nonostante il recente aumento della volatilità, in parte legato alla questione politica, con un progresso a doppia cifra da inizio anno, poco sopra l'Euro Stoxx. I listini europei beneficiano dell'abbondante liquidità grazie al flusso proveniente dai grandi investitori statunitensi che hanno aumentato l'esposizione al Vecchio Continente dopo l'esito rassicurante delle elezioni francesi e la graduale stabilizzazione dei tassi d'interesse. Per l'Italia ha avuto un certo peso l'effetto PIR (Piani Individuali di Risparmio), introdotti dall'ultima legge di bilancio, che ha riacceso l'interesse per i titoli di media e bassa capitalizzazione quotati a Piazza Affari, premiati con performance a doppia cifra.

La commistione tra politica e mercati finanziari

Il mercato azionario rimane ampiamente positivo da inizio anno nonostante le recenti prese di profitto

Andamento indici da gennaio 2017



Fonte: Bloomberg

In un quadro di generale miglioramento economico e di notevole progresso già registrato da molti titoli azionari il timore di una chiamata anticipata alle urne è stata considerata occasione per monetizzare i guadagni. Anche perché ci sono temi che faticano a trovare una soluzione, in particolare nel settore Bancario, dove continua a pesare negativamente il tema della messa in sicurezza delle banche venete e del Montepaschi, che si sta scontrando con la tempistica dilatata prevista dalla negoziazione con le Autorità europee. La soluzione delle crisi bancarie italiane sarebbe molto più rapida e meno problematica se le Autorità europee competenti non avessero dato un'interpretazione restrittiva degli aiuti di Stato, che nei fatti impedisce l'utilizzo dei fondi di tutela dei depositanti per gli interventi preventivi sugli istituti di credito in difficoltà. Il governatore Ignazio Visco, durante la sua relazione di fine mandato in Bankitalia, ha insistito a più riprese su questo punto. Nel frattempo l'EBA, Autorità bancaria europea, ha pubblicato la metodologia per lo stress test 2018 per aprire un confronto con il settore Bancario. L'esame coinvolgerà 49 banche UE, 35 delle quali sotto la giurisdizione del meccanismo unico di supervisione (BCE). La metodologia definitiva sarà pubblicata al lancio dell'esercizio di stress test all'inizio del 2018. I risultati saranno noti a metà 2018.

Alcuni temi faticano a trovare una soluzione, come la messa in sicurezza di alcune banche italiane

I risultati aziendali confermano che molti gruppi industriali domestici stanno beneficiando della ripresa economica, estera soprattutto, visibile dalla crescita del fatturato e da una ripresa degli investimenti. La ripresa degli investimenti privati in Italia è attesa in terreno positivo anche nei prossimi mesi, con previsioni di crescita per quest'anno intorno al 3%. Dopo il crollo di quasi il 30% dal 2014 il trend si è invertito dalla fine del 2014. In crescita soprattutto gli acquisti di beni strumentali, sospinti dagli incentivi: +11% in 3 anni. Diversi comunque i fattori che hanno contribuito a far riaffacciare questa miniripresa degli investimenti delle imprese che hanno privilegiato gli acquisti di beni strumentali. Secondo Banca d'Italia, la spesa è stata favorita dalle condizioni monetarie e finanziarie espansive e dall'effetto di nuovi incentivi fiscali introdotti dal Governo.

Investimenti delle aziende in ripresa (+3% nel 2017)

Sulla base degli utili attesi 2018-19, il FTSE MIB e il FTSE All Share risultano gli indici più attraenti tra i benchmark analizzati, con un PEG rispettivamente pari a 0,93x e 0,96x. Il 2017 rimane caratterizzato da un forte incremento degli EPS, superiore al 50%, giustificato in gran parte dal settore Bancario e dal comparto Energia, che pesano sull'indice FTSE MIB rispettivamente il 25% e il 16%. Il dato depurato dai due settori mostra infatti una crescita del 20%.

Gli indici italiani quotano a sconto rispetto al benchmark europeo

Nonostante le turbolenze politiche continuiamo a ritenere che la fase attuale possa rappresentare un punto d'ingresso interessante nel mercato, che presenta valutazioni attraenti e ha margini di crescita importanti.

Multipli, crescite e PEG dei principali indici italiani											
	Valore	P/E 2016	P/E 2017E	P/E 2018E	P/E 2019E	Var. % EPS 2016	Var. % EPS 2017E	Var. % EPS 2018E	Var. % EPS 2019E		PEG (P/E 17 su var. % EPS 2018-19E)
FTSE MIB	20.910,23	18,48	14,63	12,34	11,05	-6,18	53,52	18,55	12,86		0,93
FTSE All Share	23.125,95	19,77	15,18	12,76	11,40	-5,04	53,67	18,81	12,83		0,96
FTSE Mid Cap	39.925,13	18,78	19,24	16,93	15,54	3,02	9,43	11,89	9,02		1,84
FTSE Star	34.431,34	19,50	19,33	16,56	13,90	8,07	19,13	16,80	14,97		1,22
Euro Stoxx	382,90	16,71	15,53	14,15	12,99	2,60	24,86	9,79	9,00		1,65
S&P 500	2.429,39	19,91	18,55	16,62	15,16	0,30	10,38	11,59	10,23		1,70

Nota: i valori degli indici sono in valuta locale. I valori relativi al FTSE MIB e al FTSE All Share riportati in tabella si basano sugli utili di UniCredit rettificati, ossia al netto delle ingenti svalutazioni effettuate dalla banca nel 2016, per dare così uniformità di confronto sia dei multipli che dei tassi di crescita degli EPS. Nei calcoli inoltre abbiamo rettificato i dati 2016 in funzione della fusione tra Banca Popolare di Milano e Banco Popolare in Banco BPM, in vigore da gennaio 2017. E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Gli indici azionari domestici offrono ancora rendimenti interessanti sul fronte dei dividendi e superiori rispetto al benchmark europeo sul 2017 e 2018. I settori Utility, Assicurativo e Risparmio Gestito mantengono rendimenti sopra la media.

Rendimento dividendi						
%	Valore	Dividend Yield				
		2015	2016	2017E	2018E	2019E
FTSE MIB	20.910,23	4,01	3,64	3,59	3,90	4,35
FTSE All Share	23.125,95	3,83	3,38	3,45	3,75	4,18
FTSE Mid Cap	39.925,13	2,76	2,74	2,56	2,77	3,02
FTSE Star	34.431,34	2,58	2,33	2,24	2,42	2,71
Euro Stoxx	382,90	3,60	3,26	3,10	3,33	3,59
S&P 500	2.429,39	2,30	1,96	2,02	2,16	2,31

Fonte: FactSet

Performance del mercato italiano

Nel corso dell'ultimo mese il mercato azionario italiano ha mostrato una flessione in linea con l'indice francese CAC40. A pesare sono stati un po' tutti i comparti, in particolare Telefonici, Energia, Media e Tecnologici. Questi ultimi hanno risentito pesantemente del recente crollo dei titoli high-tech a Wall Street.

Performance principali indici internazionali				
	Valore	Var. % 1 mese	Var. % 6 mesi	Var. % inizio anno
Stoxx 600	386,62	-2,28	9,30	6,97
Euro Stoxx	382,90	-1,87	12,07	9,32
Euro Stoxx 50	3.543,95	-2,57	10,78	7,70
CAC 40	5.240,59	-3,05	10,08	7,78
DAX	12.690,44	-0,63	13,41	10,53
IBEX	10.842,40	-0,50	18,03	15,94
FTSE 100	7.511,87	1,03	9,02	5,17
FTSE All Share	23.125,95	-2,83	15,65	10,46
FTSE MIB	20.910,23	-3,08	13,83	8,71
S&P 500	2.429,39	1,61	7,64	8,51
NASDAQ Comp.	6.175,47	0,89	14,10	14,72
Dow Jones Indus.	21.235,67	1,62	7,27	7,45
Nikkei 225	19.908,58	0,12	3,93	4,16

Nota: i valori degli indici sono in valuta locale. Fonte: FactSet

Nelle tabelle successive riportiamo i migliori e i peggiori titoli del FTSE MIB ordinati per performance da inizio anno e nell'ultimo mese.

In quest'ultimo mese la performance migliore è stata realizzata da Enel, che ha riportato positivi risultati trimestrali che confermano la validità della strategia di diversificazione nello sviluppo tecnologico e geografico messa a punto nel piano strategico 2017-2019. Segue Atlantia, che ha lanciato un'offerta di acquisto sulla società spagnola Abertis per crescere sul fronte internazionale e ridurre la dipendenza dal mercato domestico. Da inizio anno si contraddistingue la performance positiva di Ferrari, che con i recenti risultati trimestrali ha ampiamente superato le stime di consenso. La società inoltre continua a mantenere alti gli obiettivi di crescita di medio termine sia in termini di vetture prodotte sia di marginalità. Segue UBI Banca, che recupera il 40% grazie anche alla definizione dei termini dell'aumento di capitale per finalizzare l'acquisto delle tre *good bank* (Nuova Banca Marche, Nuova Banca Etruria e Nuova CariChieti), che in precedenza aveva causato qualche perplessità.

Migliori del FTSE Mib nell'ultimo mese (€)			Migliori del FTSE Mib da inizio anno (€)		
Titolo	Prezzo	Var. %	Titolo	Prezzo	Var. %
Enel	4,844	6,09	Ferrari	78,55	42,04
Atlantia	25,65	5,95	Unione di Banche Italiane	3,488	40,11
FinecoBank	7,055	4,91	Recordati	35,86	33,21
Terna	5,075	2,94	FinecoBank	7,055	32,36
Ferrari	78,55	2,68	Davide Campari-Milano	6,14	32,19
Davide Campari-Milano	6,14	2,42	STMicroelectronics	13,93	28,98
Italgas	4,556	1,92	Moncler	20,52	24,14
CNH Industrial	10,02	1,88	Banca Generali	27,79	22,64
Prysmian	25,28	0,84	Italgas	4,556	21,88
A2A	1,490	0,00	Banco BPM	2,79	21,64

Fonte: FactSet

Fonte: FactSet

Nel corso dell'ultimo mese la performance peggiore riguarda Salvatore Ferragamo, che non ha fornito indicazioni sui risultati del 1° trimestre e ha confermato un outlook cauto per il 2017. Segue Unipol, su cui hanno prevalso le prese di profitto in assenza di spunti particolari sul titolo in merito alla possibile cessione della divisione bancaria propedeutica al successivo accorciamento della catena di controllo con Unipol-SAI. Da inizio anno Saipem e Tenaris rimangono le peggiori dell'indice, entrambe patiscono la mancata ripresa degli investimenti in esplorazione e produzione da parte delle compagnie petrolifere.

Peggiori del FTSE MIB nell'ultimo mese (€)			Peggiori del FTSE MIB da inizio anno (€)		
Titolo	Prezzo	Var. %	Titolo	Prezzo	Var. %
Salvatore Ferragamo	24,15	-17,80	Saipem	3,62	-32,34
Unipol Gruppo Finanziario	3,654	-13,41	Tenaris	13,82	-18,56
Brembo	13,3	-9,40	Mediaset	3,462	-15,77
Saipem	3,62	-9,16	BPER Banca	4,31	-14,82
Intesa Sanpaolo	2,574	-8,98	YOOX Net A Porter	23,32	-13,44
BPER Banca	4,31	-8,88	Eni	13,96	-9,76
UnipolSAI Assicurazioni	1,98	-8,59	UnipolSAI Assicurazioni	1,98	-2,46
EXOR	49,26	-8,44	Telecom Italia	0,8275	-1,14
STMicronics	13,93	-8,17	Assicurazioni Generali	14,22	0,71
Telecom Italia	0,8275	-8,16	Poste Italiane	6,41	1,67

Fonte: FactSet

Fonte: FactSet

Analisi settoriale domestica

I titoli domestici trattati nelle pagine seguenti sono selezionati in base agli eventi ritenuti maggiormente significativi.

Settori Moderatamente Positivi

Industriale

La produzione industriale italiana ha mostrato un lieve arretramento a maggio. Secondo i dati di Confindustria, la flessione su base mensile è stata dello 0,2% rispetto al mese di aprile, quando la variazione su marzo era stata positiva dello 0,3%. Il segnale di flessione di maggio si inserisce però all'interno di un quadro che indica un graduale miglioramento dell'attività industriale rispetto allo scorso anno, +2,4% rispetto allo stesso mese del 2016; un andamento positivo che si era registrato anche in aprile (+2,8% a/a). Da sottolineare inoltre il positivo andamento degli ordini in acquisto guidati dalle esportazioni.

Settore Industriale						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Prysmian	Neutrale	25,28	6.479	16,36	14,36	1,88

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Prysmian ha archiviato il 1° trimestre 2017 con ricavi e margini invariati rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, andamento sostanzialmente in linea con le attese. Il Gruppo specializzato nei cavi per l'energia e le telecomunicazioni ha annunciato che per l'intero 2017 prevede un EBITDA rettificato tra 710 e 750 milioni, in aumento rispetto ai 711 milioni registrati nel 2016. Stima che il mercato considera conservativa, ma che inevitabilmente ha portato un adeguamento al ribasso delle proiezioni di consenso. Considerando le cautele espresse dal management per l'assenza di una ripresa nei business ciclici a cui il gruppo è esposto, la variazione organica dei ricavi quest'anno è vista sostanzialmente piatta. L'AD ha dichiarato che ci sono diversi deal M&A (Merger & Acquisition, fusioni e acquisizioni) di medie dimensioni in valutazione e ritiene che entro fine anno qualcuno possa essere finalizzato. In particolare, Prysmian punta a crescere nella connessione dei parchi eolici *offshore* con la terra ferma, un segmento di mercato in progressiva crescita. Ai multipli correnti il titolo risulta correttamente valutato rispetto alle società confrontabili; confermiamo pertanto il giudizio Neutrale sul titolo.

Bancario

L'andamento del settore nelle ultime settimane è stato condizionato dalla vicenda legata alle due banche popolari venete (Veneto Banca e Popolare di Vicenza) per le quali la UE ha decretato un fabbisogno di capitale privato aggiuntivo di 1,2 miliardi per scongiurare la loro risoluzione. A parte questa vicenda, la situazione in generale va lentamente migliorando per il settore, seppure il

La società vuole crescere attraverso acquisizioni; l'outlook del management rimane prudente

perdurare dei bassi tassi d'interesse non ne agevola l'operatività. Sul fronte positivo, infatti, si nota una riduzione del tasso d'ingresso in sofferenze dei crediti verso società non finanziarie, che è sceso sensibilmente nel 2016. Secondo l'indagine condotta da ABI-Cerved, in base a uno scenario che prevede una crescita per l'economia italiana dello 0,9% nel 2017 e dell'1,1% nel 2018 il tasso di ingresso in sofferenza per le società non finanziarie dovrebbe ridursi al 3,3% a fine 2017 per poi scendere ulteriormente al 2,7% a fine 2018. Secondo l'indagine, nel corso del 2016 il tasso di ingresso di nuove sofferenze è sceso per le PMI e per le grandi imprese, ma è invece peggiorato per le microimprese, con un picco negativo del 4,1%. Secondo il Direttore Generale dell'ABI, si stanno creando le condizioni per un veloce rientro dell'NPL ratio sui valori pre-crisi, e ciò anche a prescindere da interventi straordinari di dismissione dei crediti deteriorati, che potranno comunque contribuire ad accelerare la velocità di questo processo. Il governatore della Banca d'Italia, Visco, ha dichiarato che le crisi bancarie vanno risolte rapidamente e per gli istituti che non hanno le risorse per farlo è necessario prevedere misure che agevolino la loro uscita dal mercato, anche attraverso aggregazioni e cessioni.

Settore Bancario						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
UniCredit	Moderatamente Positivo	15,96	35.537	13,82	10,54	1,70

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

UniCredit ha chiuso il 1° trimestre 2017 con un utile netto di 907 milioni, migliore delle attese. Il CET1 *fully loaded* al 31 marzo, dopo l'aumento di capitale da 13 miliardi, si è attestato all'11,45% dal 7,54% del 31 dicembre. Il CET1 supera il 12% tenendo conto delle cessioni di Pioneer e Pekao. Le rettifiche su crediti sono calate dell'11,8% a 670 milioni, i ricavi sono saliti dell'11,7% su trimestre a 4,8 miliardi. Il margine di interesse si è attestato a 2,6 miliardi, le commissioni a 1,5 miliardi, in crescita di 4,5% a/a. Per il 2017 la banca conferma il target di CET1 *fully loaded* oltre il 12% e margine di interesse a 10,2 miliardi. Nei 12 mesi, i crediti deteriorati lordi hanno mostrato un calo del 30% a 55,3 miliardi, le sofferenze si sono attestate a 31,1 miliardi. A fine maggio l'istituto ha concluso un accordo con operatori specializzati per la commercializzazione e valorizzazione di un portafoglio immobiliare del valore di 1,5 miliardi di euro circa. L'operazione rientra nell'ambito del piano Transform 2019 varato a dicembre per la riduzione dei crediti deteriorati. Inoltre, UniCredit ha perfezionato la cessione della partecipazione pari al 32,8% detenuta nella banca polacca Bank Pekao al prezzo convenuto di 123 zloty per azione e quindi per un corrispettivo complessivo di 10,6 miliardi di zloty (2,5 mld di euro circa). I termini e le condizioni dell'operazione, annunciati l'8 dicembre 2016, rimangono invariati. Il perfezionamento della transazione porta un beneficio sul capitale CET1 *fully loaded* di UniCredit pari a 70 punti base. Le azioni intraprese dal management confermano il prosieguo del *business plan* illustrato in occasione della recente ricapitalizzazione; confermiamo pertanto il giudizio Moderatamente Positivo sul titolo.

Prosegue l'implementazione del piano strategico

Settore Bancario						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
UBI Banca	Moderatamente Positivo	3,488	3.993	16,23	10,43	3,07

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

UBI Banca ha varato i termini dell'aumento di capitale da 400 milioni di euro che si inserisce nell'ambito dell'operazione di acquisizione delle tre *good banks* (Nuova Banca Marche, Nuova Banca Etruria e Nuova CariChieti) annunciata lo scorso gennaio. L'aumento è finalizzato a mantenere un livello di CET1 ratio della nuova entità risultante dall'acquisizione delle banche superiore all'11%, in linea con gli obiettivi fissati dal piano industriale di UBI Banca approvato a giugno 2016. Le nuove azioni hanno un prezzo di sottoscrizione di 2,39 euro, evidenziando uno

Definiti i termini dell'aumento di capitale da 400 mln di euro

sconto del 26,1% sul prezzo teorico ex-diritto (TERP). I diritti sull'aumento sono esercitabili dal 12 al 27 giugno e negoziabili fino al 21 giugno. Le azioni saranno offerte agli azionisti aventi diritto, nel rapporto di 6 azioni di nuova emissione ogni 35 possedute. Alla luce dei termini dell'aumento di capitale confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul titolo.

Cemento e Costruzioni

Le società italiane del comparto finora hanno beneficiato della domanda estera ma nei mesi a venire anche sul fronte interno sono attesi dei miglioramenti. Nella legge di bilancio 2017 sono previsti investimenti per 47 mld di euro da realizzare nei prossimi 25 anni. Di questi la parte più consistente, circa 20,4 mld, sarà dedicata alle infrastrutture, e 7,7 mld per la messa in sicurezza di edifici pubblici e territorio.

Settore Cemento e Costruzioni						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Buzzi Unicem	Neutrale	23,15	4.368	17,34	14,02	0,95

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Buzzi Unicem ha chiuso il 1° trimestre dell'anno con un fatturato consolidato in crescita dell'8,9% a/a a 588,5 milioni di euro. A perimetro e cambi costanti, il fatturato è aumentato del 5,8%. L'effetto volume e l'effetto prezzo, entrambi favorevoli, sono stati rispettivamente pari a 22 mln e 5,5 mln. Le variazioni più decise sono state realizzate in Europa centrale, particolarmente in Germania, dove la dinamica del settore costruzioni si è confermata in espansione e in Italia, grazie alla ripresa dell'export. In Europa Orientale lo sviluppo positivo in Repubblica Ceca, Ucraina e Polonia ha più che bilanciato la flessione patita in Russia, mentre negli Stati Uniti l'andamento è stato analogo a quello dello scorso anno. Nel dettaglio, le vendite di cemento hanno registrato un aumento del 4,5% rispetto al 1° trimestre 2016 a 5,2 mln di tonnellate. L'indebitamento finanziario netto a fine marzo ammontava a 979,9 milioni, in aumento rispetto a fine dicembre. Per l'intero anno il Gruppo ha confermato l'attesa di un margine operativo lordo ricorrente consolidato in crescita tra il 5% e il 10%. Il titolo, da inizio anno, quota intorno ai massimi storici e al momento non vediamo spunti particolari d'interesse sul titolo. Confermiamo pertanto il giudizio Neutrale.

I risultati positivi sono riflessi nelle attuali quotazioni

Settore Cemento e Costruzioni						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Salini-Impregilo	Moderatamente Positivo	3,04	1.507	12,11	8,89	2,61

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Salini-Impregilo non ha pubblicato i risultati di bilancio del 1° trimestre ma ha fornito alcuni dati e informazioni relativi agli ordinativi: a fine marzo erano pari a 1,5 miliardi di euro e a metà maggio erano saliti a 2,2 mld. Le gare in attesa di aggiudicazione, ha precisato la società, superano i 9 miliardi e includono progetti per 0,7 miliardi, nei quali la società si è classificata come migliore offerente. Lo scenario di mercato e l'evoluzione del business permettono dunque a Salini di confermare gli obiettivi definiti per l'intero anno: il fatturato dovrebbe registrare un incremento del 10% sul 2016, chiuso con 6,12 mld di euro. A seguito dell'acquisizione dell'americana Lane, gli Stati Uniti sono diventati il maggiore mercato di riferimento per il Gruppo, e le prospettive di crescita del comparto delle infrastrutture statunitensi sono molto promettenti. La società stima interessanti prospettive di crescita in Medio Oriente, dove i paesi del Golfo continuano a spendere sui progetti ultramoderni: diversi sono in fase di studio e potrebbero essere assegnati nei prossimi anni. Anche l'Australia ha del potenziale per la società grazie al maxi-piano di investimenti implementato dal Governo per i prossimi dieci anni (75 miliardi di dollari destinati a nuove infrastrutture). In Italia, invece, il settore delle infrastrutture ha registrato nel 2016 il suo nono

Le prospettive di crescita rimangono promettenti

anno di declino complessivo. Il settore dovrebbe tornare in crescita dal 2017, anche se le sue prospettive dipendono dall'evoluzione degli importanti progetti nel settore dei trasporti attualmente in corso. Alla luce di quanto esposto confermiamo la visione Moderatamente Positiva sul titolo.

Settore Cemento e Costruzioni						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Trevi	Da Neutrale a Moderatamente negativo	0,644	106	ND	ND	0,26

Nota: E= expected, atteso; ND= non disponibile. Fonte: FactSet

Trevi ha chiuso i primi tre mesi dell'anno con risultati in flessione e una perdita netta più che raddoppiata a 18,6 mln di euro rispetto agli 8,4 mln dell'anno precedente. Nel dettaglio, l'EBITDA è calato del 67% a 11,8 mln e i ricavi totali sono scesi a 237 mln di euro soprattutto a causa della debolezza della divisione Oil&Gas, che rimane il punto debole del Gruppo attivo nell'ingegneria del sottosuolo. La drastica riduzione degli investimenti da parte delle società petrolifere ha avuto pesanti ripercussioni sull'intero settore, dove Trevi è attiva nelle perforazioni con la controllata Drillmec, che nei primi mesi dell'anno ha ricevuto, senza preavviso alcuno, un avviso di annullamento del contratto per la fornitura di tre impianti di perforazione in Bolivia. Occorre quindi verificare il peso di tale cancellazione in termini di svalutazioni e *cash flow* nonché la possibilità di vedere riconosciuto un risarcimento. La divisione Fondazioni invece riesce a mantenere invariati i volumi, seppure con una redditività in leggera contrazione (fatturato del 1° trimestre 194,3 mld con un EBITDA di 18 mld). Infine, la posizione finanziaria netta a fine marzo era negativa per 543,8 mln, in aumento dai 440,7 mln di fine dicembre. I risultati del 1° trimestre sono stati più deboli del previsto, il tema chiave rimane l'elevata leva finanziaria e le difficoltà nel settore Oil&Gas. Per fine anno difficilmente la società raggiungerà le stime di consenso che indicano un EBITDA di 76 mln di euro e una riduzione del debito; quest'ultimo implica ai valori correnti un rapporto sull'EBITDA di 7,1x, un livello non sostenibile. A fine maggio la società ha chiesto alle banche creditrici un accordo di *standstill* (accordo per garantire al debitore un periodo di tempo entro il quale questo possa predisporre un piano di risanamento per negoziare un accordo con i propri creditori), primo passo verso un processo di ristrutturazione che potrebbe richiedere, nel medio termine, una ricapitalizzazione. Alla luce di quanto esposto riteniamo rischioso l'investimento nel titolo e modifichiamo pertanto il giudizio da Neutrale a Moderatamente Negativo.

La leva finanziaria risulta troppo elevata. La società ha chiesto alle banche un accordo di *standstill*

Tecnologico

Le ultime trimestrali hanno mostrato un buon momento del comparto Tecnologico, in particolare sul mercato USA, dove nella maggior parte dei casi gli utili registrati sono stati migliori delle attese. Inoltre l'outlook, rilasciato dai diversi gruppi operativi, conferma le attese per ulteriori miglioramenti dei risultati nei prossimi trimestri, soprattutto per i semiconduttori, i cui utili sono stimati dal consenso ancora in crescita a doppia cifra. Alcuni titoli tuttavia, a nostro avviso, rispecchiano già nei prezzi attuali i margini di crescita attesi nei prossimi mesi.

Settore Tecnologico						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
STMicronics	Da Moderatamente Positivo a Neutrale	13,93	12.711	19,85	15,42	1,59

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

STMicronics ha chiuso il 1° trimestre 2017 con ricavi in crescita a doppia cifra a 1,82 miliardi di dollari, evidenziando un incremento annuo del 12,9%, e il margine lordo si è attestato al 37,6%. Il Gruppo franco-italiano prevede un incremento dei ricavi del 5% nel 2° trimestre rispetto

ai primi tre mesi e del 12,3% su base annua. Per l'intero 2017, l'obiettivo è accrescere i ricavi ed espandere i margini in modo sostenibile attraverso la focalizzazione strategica su "Internet delle cose" e "guida intelligente". L'AD Bozotti ha dichiarato che l'obiettivo è aumentare il fatturato di 1 miliardo di dollari, dai 7 miliardi del 2016 e di portare il margine operativo dal 4,4% del 2016 a oltre il 10%. Il Gruppo italo-francese è cambiato molto nell'ultimo decennio, in particolare c'è stata una forte variazione nelle principali produzioni e nella base clienti. La società ha acquisito posizioni rilevanti a livello mondiale nei prodotti per l'*automotive* e nella sensoristica. Nel 1° trimestre su 1,82 mld di dollari di ricavi, 708 milioni derivano dal settore auto e prodotti di potenza, 593 milioni dai microchip e alcuni altri prodotti digitali, 443 milioni da sensori e analogico, 72 milioni dai sensori specializzati nell'*imaging*. La società ha quindi interessanti potenzialità di crescita, che però a nostro avviso sono in buona parte già riflesse nei prezzi correnti. Il titolo da gennaio ha recuperato il 30% circa, e ha quasi triplicato il valore nell'ultimo anno. Attualmente tratta a multipli di P/E 2017 e 2018 di 19,8 e 15,4, superiori alla media dei concorrenti. Inoltre, il cambio euro/dollaro in aumento in favore della moneta unica potrebbe avere un impatto negativo sull'utile operativo. Riduciamo pertanto il nostro giudizio da Moderatamente Positivo a Neutrale.

Settori Neutrali

Utility

Le utility italiane nel corso del 1° trimestre hanno mostrato un generale miglioramento dell'utile a fronte di margini ancora in leggera contrazione. Sono proseguite le politiche di razionalizzazione dei costi e sfruttamento delle sinergie, derivanti da acquisizioni e dismissioni degli asset non strategici, che hanno prodotto risultati positivi. Il comparto mantiene interessanti *dividend yield*, nell'ordine del 3,5-4%. Nelle ultime settimane il comparto è stato premiato dagli investitori per le caratteristiche difensive che lo contraddistinguono in momenti di aumento del rischio percepito sul mercato azionario.

Settore Utility						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Snam	Da Moderatamente Positivo a Neutrale	4,182	14.640	15,84	15,44	5,24

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Snam ha archiviato il 1° trimestre 2017 con utile e margini in crescita, confermando gli obiettivi per l'intero anno. L'utile operativo si è attestato a 353 milioni di euro (+6,6%) e l'utile netto a 254 milioni (+19,8%). I ricavi totali sono stati pari a 628 milioni (+2,1%) e l'EBITDA a 514 milioni (+6,6%). A fine marzo l'indebitamento finanziario netto era pari a 10,69 miliardi, con un calo del 21% rispetto all'anno precedente. Il gas immesso nella rete è stato pari a 18,98 miliardi di metri cubi, in crescita del 15,1%. Snam ha confermato anche per il 2017 l'attenzione all'efficienza operativa e l'obiettivo di proseguire il percorso di ottimizzazione della struttura finanziaria di gruppo. Più in dettaglio, il management ha confermato il target di 11,5 miliardi di euro di indebitamento netto per fine 2017 con un costo del debito medio di circa il 2,2-2,3%. Inoltre, ha ribadito l'impegno a ridurre i costi per circa 10 mln di euro nel 2017. Sulla strategia internazionale e sulle nuove opportunità, la direzione ha precisato che il ritardo nel TAP (Trans-Adriatic Pipeline¹) non avrà un impatto negativo sullo sviluppo e ha confermato di attendersi un contributo di 50 milioni di euro all'utile netto nel 2021. L'andamento del titolo ha beneficiato dei buoni risultati trimestrali e, ai prezzi correnti, il titolo tratta a premio del 20% sul valore di RAB (vedi glossario) e pertanto risulta correttamente valutato. Modifichiamo pertanto il giudizio da Moderatamente Positivo a Neutrale.

Il titolo ha beneficiato dei buoni risultati e ai prezzi correnti quota ad ampio premio sulla RAB

¹ Il Trans-Adriatic Pipeline è un progetto volto alla costruzione di un nuovo gasdotto che dalla frontiera greco-turca attraverserà Grecia e Albania per approdare in Italia, nella provincia di Lecce, permettendo l'afflusso di gas naturale proveniente dall'area del Mar Caspio (Azerbaijan) in Italia e in Europa.

Assicurativo e Risparmio Gestito

Il comparto assicurativo italiano mantiene una buona stabilità. Per quanto riguarda il ramo Vita si sta verificando un cambiamento del modello di business: da una prevalenza di prodotti a rendimento garantito si sta infatti passando a un'espansione dei prodotti multi-ramo. Le compagnie stanno inoltre guardando con interesse la novità dei PIR (Piani Individuali di Risparmio). Il ramo Danni Non Auto sta crescendo, seppure in modo contenuto, grazie soprattutto al canale bancario. L'Italia resta per molti aspetti un Paese sotto assicurato, quindi il potenziale di crescita su questo versante rimane rilevante.

Settore Assicurativo e Risparmio Gestito						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Banca Mediolanum	Neutrale	7,35	5.434	13,72	14,06	4,77

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Banca Mediolanum ha chiuso il 1° trimestre dell'anno con un utile netto di 85 milioni, in aumento del 16% rispetto allo stesso periodo del 2016. Il fatturato è cresciuto del 14,9% a/a a 411,9 mln, suddiviso in commissioni nette, che sono aumentate del 18,3% a 351,3 milioni, e margine di interesse, che è sceso a 45 milioni dai 61,6 mln precedenti. Il totale delle masse gestite e amministrare si è attestato a 81 miliardi, in crescita del 14% da marzo 2016 e del 4% dalla fine dello scorso anno. In termini di solidità patrimoniale, il CET1 si è attestato al 20,1%. In termini prospettici, l'AD Doris, punta a un nuovo record di raccolta netta grazie anche alle interessanti prospettive che si sono aperte con i PIR (Piani Individuali di Risparmio, istituiti dalla legge di bilancio per il 2017) considerando che si tratta di piani di investimento su cinque anni. Il titolo tratta poco sotto i massimi storici e ai valori attuali risulta correttamente valutato sui multipli di settore. Confermiamo quindi il giudizio Neutrale sul titolo.

La raccolta cresce e la società è solida, ma il titolo è correttamente valutato

Lusso

Le prospettive sul 2017 del mercato dei beni di lusso sono migliorate rispetto a sei mesi fa grazie al contributo di Europa e Cina Continentale che si è evidenziato già nei primi mesi dell'anno. Secondo le stime elaborate da Bain & Company per Altgamma, la crescita attesa delle vendite è del 3-4% a cambi costanti, quasi un punto percentuale in più rispetto alla stima pubblicata lo scorso ottobre. Gli esperti ritengono che l'anno possa chiudersi a 254-259 miliardi di euro. Positivi intanto i risultati del 1° trimestre, con una crescita del 4% grazie soprattutto alla spinta di accessori e gioielli e aiutata, tra l'altro, da un confronto su anno particolarmente favorevole. Resta immutata la previsione di una crescita media annua del 3-4% nel 2020.

Settore Lusso						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Luxottica	Neutrale	52,7	25.536	27,07	25,13	1,87

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

A maggio l'Assemblea degli azionisti di Essilor ha approvato il piano di integrazione con Luxottica. Viene così convalidata l'unione tra i due gruppi che era stata annunciata in gennaio. Il colosso Essilor-Luxottica avrà un fatturato di circa 16 mld di euro l'anno e raggiungerà una capitalizzazione di borsa superiore a 50 mld di euro. A giugno Luxottica ha ritirato la quotazione da Wall Street in considerazione del livello relativamente basso di negoziazione negli Stati Uniti a fronte di elevati costi gestionali. Nell'ultimo anno, ha spiegato la società, i volumi del titolo negli USA sono stati solo il 3,7% della media giornaliera totale del titolo. L'uscita da Wall Street darà poi più efficienza in vista del progetto di integrazione con Essilor e si inserisce nel più ampio processo di semplificazione organizzativa del Gruppo avviato negli ultimi due anni. Nel 1° trimestre 2017 Luxottica ha mostrato un fatturato in crescita del 5% a/a grazie all'andamento favorevole dei cambi e alla buona performance del marchio Ray-Ban. Ai prezzi correnti il titolo incorpora le

In vista dell'unione con Essilor, Luxottica ritira la quotazione da Wall Street

potenziali sinergie con il Gruppo francese, al momento stimate dal consenso in un 10% circa. Il titolo ha recuperato il 16% dalla data di annuncio dell'operazione. Confermiamo pertanto il giudizio Neutrale.

Settore Lusso						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Tod's	Neutrale	59,95	1.984	21,7	19,7	2,97

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Tod's ha chiuso il 1° trimestre con ricavi in calo del 4,4% a 238,5 milioni (-5% a cambi costanti), sotto le stime di consenso che si posizionavano in media intorno ai 248 milioni. Le vendite del canale retail sono scese del 3,2%, in miglioramento dopo il -12,2% dell'intero 2016. Il canale diretto è risultato stabile (-1,2% a cambi costanti) a 136,8 milioni, mentre è risultato in forte contrazione quello *wholesale* (-9,6% a 101,7 milioni) a causa soprattutto della debolezza di alcuni mercati importanti come Italia e USA. I ricavi del marchio Tod's sono stati pari a 123 milioni (-7,4% a cambi costanti), quelli di Hogan a 59,4 milioni (-11,5%), forte incremento di Roger Vivier (+14,6%) a 41,3 milioni, stabile Fay. I deludenti risultati trimestrali hanno visto un progressivo adeguamento delle stime di consenso sull'anno e una revisione dei giudizi positivi sul titolo. Confermiamo la nostra visione Neutrale su Tod's.

Fatturato trimestrale sotto le attese

Settore Lusso						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Salvatore Ferragamo	Neutrale	24,15	4.076	20,97	18,75	2,08

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Salvatore Ferragamo ha subito qualche presa di profitto negli ultimi mesi dopo aver confermato un outlook cauto per il 2017, che rappresenta un anno di transizione durante il quale proseguono gli interventi volti a migliorare l'attività di sviluppo prodotto, razionalizzazione della gestione nell'area retail e normalizzazione del livello di magazzino. Il management aveva già ribadito il messaggio di un 2017 di transizione lo scorso marzo, esprimendo prudenza sul fronte dei margini. La società, che non ha riportato i numeri del 1° trimestre, ha lasciato nell'incertezza il mercato, che sulla base delle stime di consenso stima un EBITDA 2017 in crescita a/a con una marginalità in aumento, mentre tenuto conto dei costi di avvio della strategia di rilancio e di possibili sconti di magazzino i margini potrebbero essere più bassi. Il titolo tratta a sconto sui multipli medi di settore, ma l'incertezza sulle proiezioni di fine anno ci induce a mantenere un giudizio Neutrale sul titolo.

Outlook cauto sull'anno

Selezione Titoli

La selezione di titoli sotto riportata viene effettuata in un'ottica di investimento di medio periodo tenendo in considerazione la valutazione fondamentale delle società e l'insieme di condizioni macroeconomiche, micro e di liquidabilità che possono influenzare l'andamento dei prezzi.

Selezione di titoli in ottica di medio periodo	
Favorevoli	Motivazione
Atlantia	La società mostra interessanti prospettive di sviluppo nel medio-lungo termine. L'obiettivo strategico è quello di crescere sul fronte internazionale, rafforzando l'EBITDA realizzato dal business estero e aumentandone l'incidenza sul totale dall'attuale 25%. In tale ottica Atlantia ha lanciato un'offerta di acquisto sulla società spagnola Abertis. Nell'intenzione quindi di ridurre la dipendenza dal mercato domestico e di finanziare l'espansione sui mercati esteri Atlantia ha deciso di cedere una quota di minoranza di ASPI (Autostrade per l'Italia). Il titolo offre un interessante <i>dividend yield</i> .
Autogrill	Il Gruppo beneficia del positivo andamento del traffico sia autostradale domestico che aereo, in particolare negli USA, dove recentemente ha concluso due importanti acquisizioni. Sul fronte domestico, la società ha completato il piano di rinnovo delle concessioni e si attende per l'esercizio in corso una stabilità dei margini, con un progresso atteso solo a partire dal prossimo esercizio. Inoltre, il CdA di Autogrill ha approvato l'avvio di un progetto di riorganizzazione societaria per separare le attività di Food&Beverage dal resto del gruppo. Autogrill diventerà così una holding con diverse controllate operative, il che potrebbe essere propedeutico a future operazioni di M&A che, peraltro, hanno sempre caratterizzato l'evoluzione del Gruppo.
BMW	BMW mantiene un trend di crescita delle vendite di auto, mostrando nei primi tre mesi dell'anno un solido incremento dei ricavi, grazie anche all'apporto ancora significativo del mercato cinese, con esportazioni verso il Paese asiatico in aumento del 10%. Un positivo contributo arriva anche dal segmento delle auto elettriche, con BMW che stima di raggiungere il target di 100 mila unità nel 2017, ponendo il Gruppo come leader mondiale. A livello di strategia, il Gruppo punta a incrementare l'attuale produzione del 25% nei prossimi 5 anni in modo tale da raggiungere il livello di 3 mln di unità prodotte all'anno. Sul fronte dei dati di bilancio, BMW ha confermato i target per l'intero 2017, attendendosi un utile lordo in lieve miglioramento e un margine operativo per la divisione Auto compreso tra l'8 e il 10%.
Banco BPM	L'istituto nato dalla fusione tra BPM e Banco Popolare ha chiuso il 1° trimestre 2017 con risultati superiori alle attese grazie a un margine d'interesse in ripresa e a commissioni in crescita di oltre il 16%. L'utile netto è stato di 117 milioni di euro rispetto a una perdita pro-forma del 1° trimestre 2016 di 267 milioni. Il CET1 <i>fully loaded</i> si è attestato al 10,9% (11,7% pro-forma), un po' sotto le attese, ma il management ha confermato l'obiettivo di voler superare il 12% di CET 1 a fine anno. Le sinergie della fusione sono state identificate in 490 milioni di euro e l'istituto si prefigge di raggiungere un CET 1 ratio del 12,9% al 2019, tra i più elevati in ambito domestico.
ENI	L'accordo sul taglio alla produzione di petrolio, definito a fine 2016 dai principali produttori internazionali, ha migliorato la visione strategica sul settore, che rimane comunque condizionato dalla forte espansione delle scorte statunitensi. A partire dal 2017 ENI dovrebbe iniziare a raccogliere i frutti di ambiziosi investimenti decisi nel passato, aumentando i volumi di produzione e migliorando i flussi di cassa. Secondo il management, la società nel 2017 dovrebbe raggiungere una produzione di 1,84 milioni di barili al giorno, il massimo storico per il Gruppo petrolifero. La società offre inoltre un interessante <i>dividend yield</i> .
Mediobanca	Il piano industriale 2016-19 dell'istituto punta a un miglioramento della solidità patrimoniale (CET1 ratio del 14% a fine periodo dal 12% di fine giugno 2016) e a un risultato operativo di 1 miliardo di euro dai 736 milioni di fine esercizio scorso. Il piano prevede una progressiva dismissione delle partecipazioni non più strategiche e una maggiore focalizzazione sull'attività bancaria. Infatti, sono state create diverse divisioni: Wealth Management (nella quale confluiranno, fra gli altri, CheBanca e le attività di private banking), Corporate & Investment Banking (CIB) e il Consumer Banking (CB), a cui si affiancheranno le funzioni di Principal Investing, dove saranno raggruppate le partecipazioni. Nel periodo la società stima un <i>pay-out ratio</i> del 40% e un ROTE al 10% (dal 7,5%).
Sanofi	Sanofi presenta una pipeline di prodotti ancora interessante, con il recente lancio negli USA del farmaco anti-dermatite Dupixent che ha avuto riscontri incoraggianti. Sanofi può contare su prospettive derivanti dalla commercializzazione di nuovi prodotti e dal contributo positivo della divisione biotecnologica, con attesi impatti sui futuri ricavi, anche se la scadenza del brevetto in esclusiva del farmaco di punta contro il diabete Lantus potrebbe continuare a incidere sul bilancio societario. Dopo i solidi risultati registrati nei primi tre mesi dell'anno, il consenso stima per il 2° trimestre ricavi sostanzialmente stabili, a fronte però di un ulteriore miglioramento dei margini, grazie ancora all'attenta politica di efficientamento dei costi. Nonostante ciò, Sanofi conferma un outlook per l'esercizio in corso particolarmente prudente, stimando un utile per azione rettificato per le componenti straordinarie stabile o in calo del 3% a cambi costanti.
Salini-Impregilo	La società è uno dei maggiori operatori nel settore delle costruzioni di grandi infrastrutture, con un elevato portafoglio ordini che vanta una buona diversificazione geografica e quindi un miglioramento complessivo del profilo di rischio. A seguito dell'acquisizione di Lane, gli Stati Uniti sono diventati il più grande mercato per il Gruppo e le prospettive di crescita delle infrastrutture statunitensi sono molto promettenti. Salini conferma gli obiettivi definiti per l'intero anno: crescita del fatturato del 10%, margine EBIT sopra il 5%, riduzione del debito rispetto a fine dicembre 2016.

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Analisi grafica e quadro intermarket

Analisi grafica dei principali indici

I livelli di questa sezione sono aggiornati alla data odierna.

S&P500

L'S&P500 rinnova i massimi storici a 2.446 in prossimità degli obiettivi posti a 2.450, la cui violazione favorirebbe allunghi verso la parte alta del canale costruito sui minimi di febbraio 2016 individuabile attualmente in area 2.530. Solo la violazione di quest'ultima imprimerebbe nuova forza con obiettivi a 2.550 e successivi a 2.620. Ulteriori barriere sono individuabili con le proiezioni di Fibonacci rispettivamente al 138% e 150% e si trovano a 2.710 e 2.884.

Sul fronte opposto, l'eventuale perdita dei primi test posti in area 2.404-2.399 riproporrebbe l'area supportiva posta a 2.386 in prima battuta e 2.352,7. Ulteriori supporti sono individuabili in area 2.322-2.316, minimi di marzo, il cui cedimento fornirebbe un primo segnale di debolezza, riproponendo i test a 2.257. L'eventuale cedimento di quest'ultimo riproporrebbe i test in area 2.233-2.214 e 2.193-2.187 e successivamente a 2.100 e 2.083-2.074. Solo la perdita di quest'area condurrebbe l'indice verso 2.042 e 2.025, mentre stazionamenti sotto questi livelli riproporrebbero i supporti a 1.991 e successivamente a 1.937-1.931. Infine, il cedimento di 1.891 e 1.871-1.864 riproporrebbe l'area a 1.810, minimi di febbraio 2016, da dove è partito l'attuale trend rialzista.

Prime barriere di forte valenza in area 2.450-2.530

Primi supporti in area 2.404-2.399 e successivi di forte valenza in area 2.352,7. Ulteriori rilevanti a 2.257 e 2.233-2.214



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Stoxx 600

Lo Stoxx600 scambia sotto i massimi di periodo posti a 396,55, il cui superamento fornirebbe ulteriori segnali di forza con successivi obiettivi a 399-400 e a 404,5. L'eventuale superamento di quest'area riproporrebbe le resistenze a 409-410, massimi di luglio 2015. Il superamento di tali barriere favorirebbe allungarsi verso i massimi storici di aprile 2015 posti a 412-415.

Prima barriera di rilievo a 396,55 e successive a 399-400 con successivi obiettivi a 404,5 e 409-410

Di contro, i primi supporti sono individuabili a 388-386 e i successivi a 379-376, il cui cedimento riproporrebbe 373-372, area di forte valenza. Successivi test si trovano in area 368-367, il cui cedimento riproporrebbe la zona a 361-360 e 358-355. Ulteriori obiettivi a 333-332 e a 329-327 e 318. L'eventuale perdita di 315-312 ricondurrebbe le quotazioni verso l'area 302, doppio minimo di ottobre 2014 e febbraio 2016, con test intermedio a 308.

Primi supporti in area 388-386 e successivi a 379-376. Livelli di valenza a 372-368 e successivi a 360-355



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

FTSE MIB

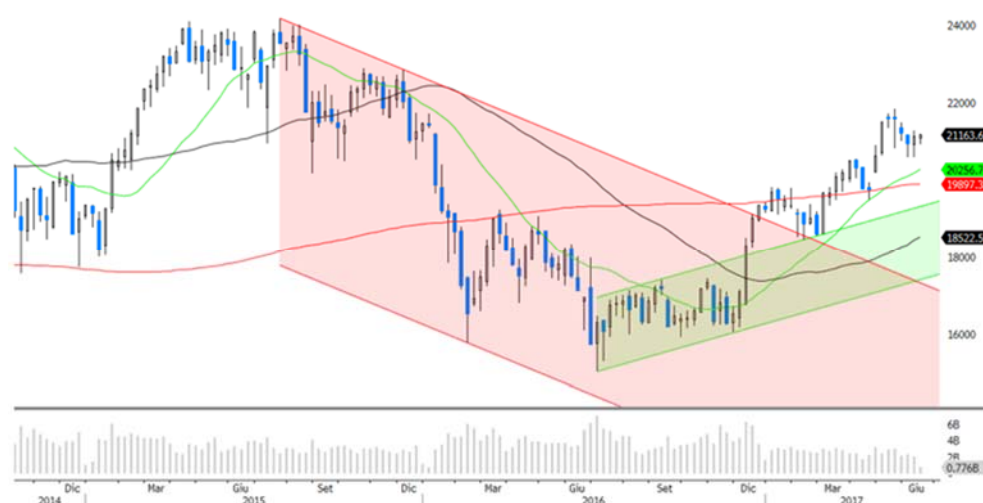
Il FTSE MIB segna un nuovo massimo di periodo a 21.828 per poi ripiegare in un ritracciamento al momento fisiologico. L'eventuale superamento di 21.828 rafforzerebbe ulteriormente l'indice con successivi obiettivi a 21.998-22.218. Stazionamenti sopra tale area imprimerebbero ulteriore forza verso 22.740-22.809 e successivamente a 23.495 e 23.992.

Barriere rilevanti a 21.828 e 21.998-22.218

Di contro, i primi supporti di forte valenza sono individuabili a 20.572, il cui cedimento riproporrebbe l'area posta a 20.540 per poi andare a intercettare il gap rialzista apertosi dopo lo scongiurato pericolo populista alle elezioni francesi tra 20.177 e 19.931-19.925. I successivi target si trovano in area 19.492-19.442 per poi testare la zona posta a 19.350-19.336 e l'area posta a 19.028. L'eventuale cedimento di quest'ultima riproporrebbe i test in area 18.535-18.424, livelli di forte valenza, il cui cedimento indebolirebbe il trend con successivi livelli a 18.292-18.238. La perdita di quest'area condurrebbe dapprima l'indice verso 18.131 per poi andare a intercettare il gap giornaliero di accelerazione lasciato aperto tra 17.859-17.757. Ulteriore negatività sotto questi livelli con obiettivi a 17.426 e 17.042.

Primi livelli di valenza a 20.572 verso 20.540 e 20.177 e 19.931-19.925

FTSE MIB – grafico settimanale



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Cambio EUR/USD

Il cambio euro/dollaro viola al rialzo le barriere poste a 1,105-1,11 riproponendo forza al dollaro con prime barriere rilevanti a 1,128-1,13; l'eventuale superamento di quest'area favorirebbe ulteriori accelerazioni verso 1,135-1,137 e successivamente 1,145-1,15.

Barriere rilevanti a 1,128-1,13

Di contro, il cedimento di 1,11, confermato dalla perdita di 1,09, riproporrebbe l'area supportiva posta a 1,053-1,052, e l'eventuale perdita di 1,049 riaprirebbe spazio a un'ulteriore discesa verso 1,045 per poi scendere verso 1,034. Stazionamenti sotto questi livelli riproporrebbero dapprima i supporti posti in area 1,02 e successivamente a 1-0,992.

Supporti di forte valenza a 1,053.



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Titoli Euro Stoxx50 e FTSE MIB

Performance e multipli dei titoli dell'Eurostoxx50 (€)									
	Paese	Valore	Market Cap. (€ mln)	Var. 1M (%)	Var. 6M (%)	Var. YTD (%)	P/E 2017E	Var. % EPS 2017E	Net Div Yield 2017E (%)
Euro Stoxx	Area euro	382,90	6.045.146	-1,87	12,07	9,32	15,53	24,86	3,10
Alimentari	Area euro	606,79	347.018	-3,71	10,76	8,92	22,44	22,44	2,53
Unilever	Paesi Bassi	49,43	84.759	0,58	30,84	26,37	22,72	15,37	2,87
Danone	Francia	66,31	44.475	-1,21	8,67	10,15	18,93	13,14	2,73
Pernod Ricard	Francia	120,50	31.983	-0,74	18,66	17,05	21,24	8,98	1,70
Heineken	Paesi Bassi	86,60	49.882	0,98	23,63	21,53	22,06	6,94	1,67
Assicurazioni	Area euro	255,45	249.124	-0,25	4,39	3,62	10,81	1,42	5,02
Allianz	Germania	173,60	79.335	0,46	11,96	10,57	10,99	4,91	4,56
ING	Paesi Bassi	15,28	59.366	-0,23	11,98	14,29	11,87	5,26	4,62
AXA	Francia	24,07	58.430	-0,68	0,33	0,35	9,88	4,19	5,08
Assicurazioni Generali	Italia	14,22	22.209	-3,59	1,14	0,71	9,61	7,29	5,89
Muenchener Rueck	Germania	177,70	27.548	1,25	2,16	-1,09	11,82	-6,66	4,94
Auto e componenti	Area euro	536,91	245.615	-3,92	5,78	2,99	8,01	26,07	3,45
Daimler	Germania	65,64	70.224	-4,97	-3,73	-7,18	7,27	10,56	5,31
Volkswagen	Germania	134,85	68.913	-6,77	6,14	1,12	5,73	High	2,55
Renault	Francia	86,00	25.432	-2,57	6,26	1,76	5,87	16,48	3,96
BMW	Germania	84,90	55.174	-2,68	-3,62	-4,34	8,01	1,90	4,27
Peugeot	Francia	18,15	15.608	-6,44	18,94	17,13	7,84	19,93	3,14
Banche	Area euro	131,13	535.569	-3,77	12,47	11,44	12,20	High	3,80
Banco Santander	Spagna	6,07	88.442	0,61	23,98	22,30	12,92	7,46	3,50
BNP Paribas	Francia	63,39	79.047	-4,76	7,06	4,69	10,54	0,22	4,55
Banco Bilbao Vizcaya	Cile	7,35	49.009	-0,51	15,40	14,59	11,55	27,26	3,54
Société Générale	Francia	46,98	37.942	-5,47	2,00	0,49	10,38	2,61	4,64
Deutsche Bank	Germania	15,46	31.952	-10,04	0,42	0,42	11,80	9,64	0,83
Commerzbank	Germania	9,38	11.747	-0,84	21,27	29,45	20,98	High	0,00
Beni personali e per la casa	Area euro	822,97	320.549	-1,21	20,06	16,69	23,70	15,21	2,05
Philips	Paesi Bassi	31,80	29.563	-4,60	13,19	9,66	18,37	15,24	2,59
LVMH	Francia	224,10	113.759	-3,20	27,22	23,54	23,54	19,65	2,04
L'Oreal	Francia	187,50	104.814	-1,34	12,78	8,13	26,91	8,42	1,93
Adidas	Germania	172,40	36.069	-2,16	19,47	14,82	27,93	23,99	1,39
Retail	Area euro	520,27	125.600	-0,43	10,70	9,19	20,24	14,38	2,57
Carrefour	Francia	23,30	17.620	2,42	0,32	1,79	14,67	11,85	3,30
Inditex	Spagna	35,80	111.561	-1,73	11,04	10,38	30,47	15,66	2,15
Metro	Germania	29,09	9.501	-2,12	-4,54	-7,90	14,06	7,72	3,67
Chimici	Area euro	1.091,04	344.716	-0,49	11,69	9,23	17,08	9,27	2,69
Bayer	Germania	118,45	97.952	1,46	24,68	19,49	15,10	7,19	2,42
BASF	Germania	86,02	79.008	-3,95	0,16	-2,59	15,45	17,45	3,64
Air Liquide	Francia	109,15	42.371	-4,51	5,20	3,31	19,56	11,02	2,51
Akzo Nobel	Paesi Bassi	76,78	19.362	1,31	28,50	29,28	17,70	4,70	3,39

Nota: E= expected, atteso; YTD= year-to-date, da inizio anno; ND= non disponibile; Neg= dato negativo; High: valore fortemente positivo, che spesso scaturisce da un confronto con un valore precedente di molto inferiore; NS= non significativo. Fonte: FactSet

Performance e multipli dei titoli dell'Eurostoxx50 (€)									
	Paese	Valore	Market Cap. (€ mln)	Var. % 1M	Var. % 6M	Var. % YTD	P/E 2017E	Var. % EPS 2017E	Net Div Yield 2017E (%)
Euro Stoxx	Area euro	382,90	6.045.146	-1,87	12,07	9,32	15,53	24,86	3,10
Costruzioni e Materiali	Area euro	450,26	188.175	-1,93	13,41	10,50	17,32	15,17	2,70
Saint Gobain	Francia	48,67	27.256	-3,19	14,53	9,96	16,33	19,24	2,66
Bouygues	Francia	38,07	13.563	-0,86	13,78	11,82	16,91	5,32	4,23
Acciona	Spagna	84,20	4.821	3,99	30,34	20,41	18,93	67,80	3,50
Petrolio & Gas	Area euro	304,18	202.997	-4,98	-2,65	-6,12	13,65	41,08	4,80
Total	Francia	45,49	112.935	-5,20	-3,20	-6,64	12,29	17,57	5,25
ENI	Italia	13,96	50.733	-6,25	-5,55	-9,76	21,95	High	5,74
Repsol	Spagna	14,40	21.548	-1,64	9,80	7,30	10,23	9,67	5,46
Farmaceutici	Area euro	914,08	368.023	-5,39	14,99	11,76	19,08	4,94	2,18
Sanofi-Aventis	Francia	84,85	106.898	-8,52	11,06	10,34	14,85	2,88	3,62
Merck	Germania	106,15	46.152	-7,21	13,17	7,06	16,70	2,71	1,21
Beni e servizi Industriali	Area euro	783,75	682.804	-0,43	13,28	11,21	18,66	10,52	2,57
Siemens	Germania	126,25	107.313	-2,88	9,12	8,09	15,57	17,06	3,07
Schneider Electric	Francia	67,44	39.958	-3,79	4,09	2,01	16,98	15,39	3,21
Alstom	Francia	30,75	6.757	1,80	18,04	17,48	19,39	25,64	1,34
Deutsche Post	Germania	31,77	38.551	-1,01	4,70	1,70	14,31	3,82	3,49
ThyssenKrupp	Germania	23,95	13.554	12,13	1,94	5,79	20,85	95,40	0,87
Vallourec	Francia	5,34	2.407	-12,66	-10,53	-18,55	NS	High	0,00
Thales	Francia	96,60	20.451	-1,64	6,81	4,85	19,98	14,09	1,92
Risorse di base	Area euro	225,12	106.108	0,19	-2,10	-1,65	12,36	36,48	2,78
ArcelorMittal (Ex Usinor)	Francia	18,88	19.294	-5,35	-18,36	-10,30	7,64	41,14	1,39
Stora Enso	Finlandia	11,67	9.226	2,19	22,52	14,30	15,38	28,64	3,32
Acerinox	Spagna	12,10	3.339	0,96	-5,25	-4,05	15,11	High	3,81
Media	Area euro	235,92	158.657	-0,05	10,94	7,15	18,67	13,82	3,23
Vivendi	Francia	19,64	25.276	2,00	6,16	8,75	28,91	13,10	2,13
Reed Elsevier	Paesi Bassi	18,27	18.572	-0,60	18,37	14,23	19,41	8,40	2,53
Lagardere	Francia	27,74	3.638	1,69	14,16	5,10	14,53	2,93	4,74
Mediaset	Italia	3,46	4.089	-5,46	27,37	-15,77	25,24	High	2,39
Turismo e tempo libero	Area euro	237,52	74.103	2,24	15,93	13,45	16,77	7,59	1,83
Accor	Francia	41,15	11.882	0,62	18,74	16,13	22,26	4,97	2,55
Sodexo	Francia	118,70	18.249	-0,50	12,78	8,70	22,34	14,21	2,20
Air France	Francia	10,97	3.293	19,14	116,58	112,02	6,09	-2,09	0,18
Deutsche Lufthansa	Germania	18,33	8.618	9,04	46,66	49,35	6,87	-14,24	2,96

Nota: E= expected, atteso; YTD= year-to-date, da inizio anno; ND= non disponibile; Neg= dato negativo; High: valore fortemente positivo, che spesso scaturisce da un confronto con un valore precedente di molto inferiore; NS= non significativo. Fonte: FactSet

Performance e multipli dei titoli dell'Eurostoxx50 (€)									
	Paese	Valore	Market Cap. (€ mln)	Var. % 1M	Var. % 6M	Var. % YTD	P/E 2017E	Var. % EPS 2017E	Net Div Yield 2017E (%)
Euro Stoxx	Area euro	382,90	6.045.146	-1,87	12,07	9,32	15,53	24,86	3,10
Servizi finanziari	Area euro	407,41	77.238	-3,60	15,34	15,05	17,37	39,71	2,94
Deutsche Boerse	Germania	91,98	17.752	-2,25	22,44	20,36	19,03	14,47	2,70
Unibail-Rodamco	Francia	231,55	23.088	-2,22	9,38	2,12	10,32	99,98	4,64
Tecnologici	Area euro	467,60	338.842	-2,95	20,48	14,23	22,63	12,90	1,50
Nokia	Finlandia	5,68	33.150	0,71	30,76	23,80	25,28	3,26	3,17
SAP	Germania	92,56	113.710	-2,22	16,34	11,77	22,00	8,98	1,44
ASML Holding	Paesi Bassi	115,20	50.596	-6,76	18,52	8,02	27,60	21,53	1,12
STMicroelectronics	Svizzera	13,96	12.711	-7,98	41,42	29,56	20,43	High	1,56
Infineon Technologies	Germania	19,40	22.026	1,89	21,29	17,50	22,68	16,34	1,26
Telecom	Area euro	361,59	275.953	-1,52	14,13	8,35	17,41	23,29	3,49
Telefónica	Spagna	10,02	50.479	-0,35	19,43	13,61	13,27	60,86	4,01
France Telecom	Francia	15,07	40.074	-1,70	11,47	4,36	14,61	13,81	4,35
Deutsche Telekom	Germania	16,96	79.297	-3,28	8,37	3,67	19,25	-1,17	3,86
Telecom Italia	Italia	0,83	16.698	-8,16	9,46	-1,14	10,94	-6,89	0,30
Utility	Area euro	283,11	349.379	4,43	19,85	15,79	14,91	7,21	4,48
E.On	Germania	8,66	19.066	20,14	34,23	29,28	13,55	38,46	3,42
Iberdrola	Spagna	7,02	43.786	3,80	19,07	12,56	16,02	5,41	4,58
RWE	Germania	19,45	11.756	24,72	68,03	64,62	11,35	36,60	2,66
Enel	Italia	4,84	49.247	6,09	20,74	15,66	13,73	17,39	4,52
Electricité de France	Francia	9,33	25.579	6,47	-9,81	3,94	15,40	-61,88	4,23

Nota: E= expected, atteso; YTD= year-to-date, da inizio anno; ND= non disponibile; Neg= dato negativo; High: valore fortemente positivo, che spesso scaturisce da un confronto con un valore precedente di molto inferiore; NS= non significativo. Fonte: FactSet

Performance e multipli dei titoli del FTSE MIB (€)									
Titolo	Settore	Valore	Market Cap. (mln €)	Var. % 1M	Var. % 6M	Var. % YTD	P/E 2017E	Var. % EPS 2017E	Net Div Yield 2017E (%)
A2A	Elettricità	1,49	4.668	0,00	25,10	21,14	13,24	11,11	4,09
Assicurazioni Generali	Assicurazioni	14,22	22.209	-3,59	1,14	0,71	9,61	7,29	5,89
Atlantia	Trasporti	25,65	21.181	5,95	19,41	15,23	18,09	6,51	4,16
Azimut Holding	Asset Management	17,78	2.547	-8,07	11,89	12,11	13,94	14,31	6,27
Banca Generali	Banche	27,79	3.242	-1,38	17,80	22,64	17,07	19,77	4,42
Banca Mediolanum	Banche	7,35	5.434	-0,41	7,69	7,61	13,72	0,32	4,77
Banco BPM	Banche	2,788	4.224	-0,14	24,80	21,64	17,82	High	1,28
Banca Popolare Emilia R.	Banche	4,31	2.074	-8,88	-10,43	-14,82	12,10	High	2,24
Brembo	Componenti Auto	13,3	4.441	-9,40	22,69	15,65	17,42	5,64	1,73
Buzzi Unicem	Materiali e finiture	23,15	4.368	-3,94	5,23	2,84	17,34	88,16	0,95
CNH Industrial	Industriali	10,02	13.675	1,88	22,12	21,23	25,76	20,09	1,22
Davide Campari	Industriali	6,14	7.132	2,42	32,90	32,19	27,17	32,81	0,81
Enel	Elettricità	4,844	49.247	6,09	20,74	15,66	13,73	17,39	4,52
ENI	Petrolio & Gas	13,96	50.733	-6,25	-5,55	-9,76	21,95	High	5,74
EXOR	Servizi Finanziari	49,26	11.872	-8,44	24,27	20,20	10,13	65,20	0,75
Ferrari	Auto	78,55	14.840	2,68	46,69	42,04	30,12	20,38	0,98
FCA	Auto	9,755	18.895	-2,64	21,26	12,58	4,93	35,99	0,07
FincoBank	Banche	7,055	4.287	4,91	39,15	32,36	20,08	6,24	4,02
Intesa Sanpaolo	Banche	2,574	43.070	-8,98	10,00	6,10	12,56	25,77	7,76
Italgas	Gas	4,556	3.686	1,92	32,75	21,88	13,70	20,21	4,56
Leonardo Finmeccanica	Difesa	15,57	9.002	-0,76	17,51	16,72	14,37	2,56	1,12
Luxottica	Abbigliamento & Accessori	52,7	25.536	-3,48	4,77	3,13	27,07	7,24	1,87
Mediaset	Media	3,462	4.089	-5,46	27,37	-15,77	25,24	High	2,39
Mediobanca	Banche	8,56	7.534	-6,35	14,90	10,38	11,41	10,11	3,76
Moncler	Abbigliamento	20,52	5.206	-7,28	22,51	24,14	21,46	17,25	1,10
Poste Italiane	Assicurazioni	6,41	8.372	-0,39	2,89	1,67	10,51	29,44	6,41
Prysmian	Industriali	25,28	5.479	0,84	5,69	3,61	16,36	14,83	1,88
Recordati	Farmaceutico	35,86	7.499	-1,73	39,86	33,21	26,29	18,18	2,18
Saipem	Servizi petroliferi	3,62	3.660	-9,16	-19,16	-32,34	17,98	High	0,22
Salvatore Ferragamo	Abbigliamento	24,15	4.076	-17,80	14,40	7,67	20,97	-1,04	2,08
Snam Rete Gas	Gas	4,182	14.640	-2,24	13,95	6,85	15,84	9,31	5,24
STMicroelectronics	Semiconduttori	13,93	12.711	-8,17	40,99	28,98	19,85	High	1,59
Telecom Italia	Telecom	0,8275	16.698	-8,16	9,46	-1,14	10,94	-6,89	0,30
Tenaris	Acciaio	13,82	16.315	-2,88	-16,90	-18,56	57,84	High	2,56
Terna	Elettricità	5,075	10.201	2,94	22,11	16,61	14,98	8,47	4,25
UniCredit	Banche	15,96	35.537	-6,17	31,40	16,50	13,82	High	1,70
UBI Banca	Banche	3,488	3.993	-3,64	51,22	40,11	16,23	High	3,07
Unipol Gruppo Finanziario	Assicurazioni	3,654	2.622	-13,41	12,92	6,72	8,91	-13,29	5,09
UnipolSAI	Assicurazioni	1,980	5.603	-8,59	-1,88	-2,46	11,40	-2,03	6,06
Yoox-Net-a-Porter	Abbigliamento	23,32	3.122	-5,43	-13,41	-13,44	58,29	58,19	0,00

Note: E= expected, atteso; YTD= year-to-date, da inizio anno; ND= non disponibile; Neg= dato negativo; High: valore fortemente positivo, che spesso scaturisce da un confronto con un valore precedente di molto inferiore; NS= non significativo. Fonte: FactSet

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 (credizio). 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.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Thomson Reuters).

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, FactSet (JCF) 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 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.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 18.05.2017.

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 mediante la messa a disposizione dello stesso attraverso il sito internet di Intesa Sanpaolo (www.intesasnpaolo.com), sezione Risparmio-Mercati, e, per i clienti di Banca IMI, nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI (https://markethub.bancaimi.com/home_public.html).

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

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili attraverso la pagina web di cui sopra. I conflitti di interesse pubblicati sul sito internet sono aggiornati almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Retail Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo sono riportati nella prima pagina del documento, dichiarano che:

- (a) le opinioni espresse sulle Società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Altre indicazioni

1. Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento
3. Gli analisti citati nel documento sono soci AIAF.
4. Gli analisti citati nel documento non ricevono 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.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp

Note metodologiche

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

Settori e aree geografiche USA/Europa/Italia e cenni sui Paesi emergenti

L'universo di riferimento è quello dei settori dell'Eurostoxx 600 e dell'S&P500.

La selezione dei settori viene realizzata sulla base dell'analisi dei fondamentali e della forza relativa dei singoli comparti rispetto al benchmark.

I suggerimenti di acquisto si riferiscono ad un investimento realizzato con un orizzonte temporale di 6-12 mesi.

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.	12 mesi
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).

A completamento dell'analisi fondamentale viene elaborata anche una parte relativa all'analisi tecnica, come illustrato di seguito.

Analisi tecnica

Valutazione della struttura grafica di indici, settori e titoli che viene desunta dalle quotazioni disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters. Le previsioni sui livelli tecnici sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli tecnici dedicati che forniscono indicazioni relative alla tendenza sia di medio che di breve periodo, i livelli di supporto/resistenza e le varie "Figure Tecniche" che possono favorire indicazioni operative in base all'esperienza dell'analista. Si definisce supporto un livello che tende a sostenere i prezzi e dal quale potrebbe scaturire un rimbalzo: la sua violazione al ribasso provoca generalmente un'ulteriore discesa delle quotazioni. Si definisce resistenza una barriera che tende a fermare l'aumento delle quotazioni e, se non superata, potrebbe provocare un'inversione di rotta; al contrario, la sua violazione al rialzo di regola implica un'accelerazione dei prezzi.

Storia delle raccomandazioni (12 mesi)		
Emittente	Raccomandazione	Data di assegnazione/conferma del giudizio
Atlantia	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Atlantia	Moderatamente Positiva	28/04/2017
Atlantia	Moderatamente Positiva	30/03/2017
Atlantia	Moderatamente Positiva	28/10/2016
Atlantia	Moderatamente Positiva	30/06/2016
Autogrill	Moderatamente Positiva	30/03/2017
Autogrill	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Autogrill	Moderatamente Positiva	30/06/2016
Banco BPM	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Banco BPM	Moderatamente Positiva	31/01/2017
Banca Popolare di Milano	Moderatamente Positiva	28/10/2016
Banca Popolare di Milano	Moderatamente Positiva	29/09/2016
Banca Popolare di Milano	Moderatamente Positiva	30/06/2016
Banco Popolare	Moderatamente Positiva	28/10/2016
Banco Popolare	Moderatamente Positiva	29/09/2016
Banco Popolare	Moderatamente Positiva	30/06/2016
BMW	Moderatamente Positiva	23/12/2016
Buzzi Unicem	Neutrale	14/06/2017
Buzzi Unicem	Neutrale	24/02/2017
Buzzi Unicem	Neutrale	30/11/2016
Buzzi Unicem	Neutrale	30/06/2016
ENI	Moderatamente Positiva	18/05/2017
ENI	Moderatamente Positiva	30/03/2017
ENI	Moderatamente Positiva	23/01/2017
ENI	Moderatamente Positiva	21/12/2016
ENI	Neutrale	28/10/2016
ENI	Neutrale	29/09/2016
Luxottica	Neutrale	14/06/2017
Luxottica	Neutrale	31/01/2017
Luxottica	Neutrale	28/10/2016
Luxottica	Neutrale	03/08/2016
Luxottica	Neutrale	30/06/2016
Mediobanca	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Mediobanca	Moderatamente Positiva	24/02/2017
Mediobanca	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Mediobanca	Moderatamente Positiva	28/10/2016
Banca Mediolanum	Neutrale	14/06/2017
Banca Mediolanum	Neutrale	24/02/2017
Banca Mediolanum	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Prysmian	Neutrale	14/06/2017
Prysmian	Neutrale	30/03/2017
Prysmian	Neutrale	30/11/2016
Prysmian	Neutrale	03/08/2016
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	14/06/2017
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	24/02/2017
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	21/12/2016
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	03/08/2016
Salvatore Ferragamo	Neutrale	14/06/2017
Salvatore Ferragamo	Neutrale	24/02/2017
Salvatore Ferragamo	Neutrale	30/11/2016
Salvatore Ferragamo	Moderatamente Positiva	30/06/2016
Sanofi	Moderatamente Positiva	29/09/2016
Snam	Neutrale	14/06/2017
Snam	Moderatamente Positiva	30/03/2017
Snam	Moderatamente Positiva	28/10/2016
Snam	Neutrale	03/08/2016
STMicroelectronics	Neutrale	14/06/2017
STMicroelectronics	Moderatamente Positiva	31/01/2017
STMicroelectronics	Moderatamente Positiva	28/10/2016
STMicroelectronics	Neutrale	03/08/2016

Storia delle raccomandazioni (12 mesi) - continua		
Emittente	Raccomandazione	Data di assegnazione/conferma del giudizio
Tod's	Neutrale	14/06/2017
Tod's	Neutrale	31/01/2017
Tod's	Neutrale	28/10/2016
Tod's	Neutrale	29/09/2016
Trevi	Moderatamente Negativa	14/06/2017
Trevi	Neutrale	31/01/2017
Trevi	Neutrale	29/09/2016
UniCredit	Moderatamente Positiva	14/06/2017
UniCredit	Moderatamente Positiva	10/02/2017
UniCredit	Moderatamente Positiva	31/01/2017
UniCredit	Moderatamente Positiva	21/12/2016
UniCredit	Neutrale	30/11/2016
Unione Banche Italiane (UBI Banca)	Moderatamente Positiva	14/06/2017
Unione Banche Italiane (UBI Banca)	Moderatamente Positiva	28/04/2017
Unione Banche Italiane (UBI Banca)	Moderatamente Positiva	31/01/2017
Unione Banche Italiane (UBI Banca)	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Unione Banche Italiane (UBI Banca)	Moderatamente Positiva	30/06/2016

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: Cristina Baiardi