

**Borse: nuovo progetto europeo o rischio di impeachment**

In Europa gli indici oscillano poco sotto ai massimi di periodo, sostenuti dalle attese di un rafforzamento del progetto europeo, dopo la netta vittoria di Macron, e grazie alle trimestrali mediamente superiori alle attese. In tale contesto, il DAX segna un nuovo massimo assoluto, il CAC si riavvicina ai massimi relativi da un decennio e il FTSE MIB si riporta a ridosso delle quotazioni di fine 2015.

Le trimestrali europee evidenziano una crescita media degli utili dell'Eurostoxx pari al 27,5%, a fronte di una percentuale di sorprese positive del 60%; in aumento anche i ricavi, che crescono in media del 7,8% (Fonte Bloomberg). Il consenso rivede ulteriormente al rialzo di due punti percentuali la crescita degli utili per il 2017 portandola al 26,86% e conferma la stima di aumenti a doppia cifra anche per il 2018, a fronte di P/E solo lievemente superiori alla media storica del periodo 2010-16 per l'anno in corso e a sconto per il 2018.

Nel recente incontro con la cancelliera Merkel, il neo Presidente francese Macron avrebbe aperto alla possibilità di modificare i Trattati UE in modo anche da porre un ulteriore freno a una nuova ascesa dei movimenti populistici; inoltre, avrebbe proposto una riforma delle istituzioni comunitarie con un Ministro delle finanze apposito, un unico bilancio a livello comunitario con l'obiettivo di finanziare gli investimenti, oltre a un'armonizzazione delle imposte sulle imprese, per poter sostenere in maniera più decisa la crescita economica, e un unico fronte per le politiche migratorie.

In un clima di bassa volatilità i principali indici statunitensi oscillano in un trading range poco sotto i massimi storici, con il NASDAQ che conferma forza relativa. Se da una parte le trimestrali, la crescita economica e la riforma fiscale sostengono gli indici, dall'altra si acquisiscono i timori per un rischio di impeachment del Presidente Trump, con eventuali riflessi sul rischio di *execution* della riforma fiscale abbozzata. I mercati sembrano aver già scontato un ulteriore rialzo dei tassi Fed a giugno, interpretando la manovra come segnale di solidità della congiuntura economica.

Venendo alla mappa complessiva dei rischi, oltre alle tensioni geopolitiche dettate dal Medio Oriente e dalla Corea del Nord, si acquisiscono i timori per le ultime evoluzioni del Russiagate, ovvero le accuse mosse a Trump di aver trasmesso informazioni alla Russia e di aver fermato le indagini sul suo precedente consigliere per i contatti con Mosca. Tra gli altri rischi si annoverano le eventuali ricadute economiche della riforma fiscale e i P/E correnti dei principali indici, piuttosto elevati rispetto alla media storica 2010-2016, anche se le crescite di utili appaiono ancora interessanti.

18 maggio 2017  
16:06 CET

Data e ora di produzione

18 maggio 2017  
16:16 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

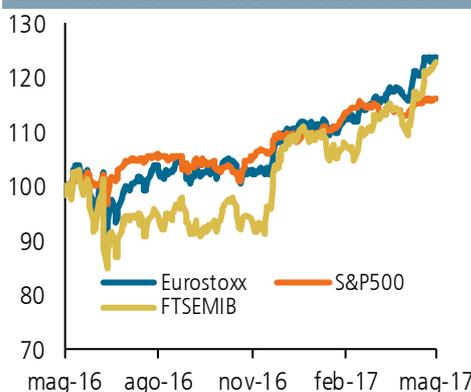
Laura Carozza  
Analista Finanziario

Piero Toia  
Analista Finanziario

Andamento indici			
Indice	Valore	Var. % 1 mese	Var. % da inizio anno
Stoxx 600	395,97	4,04	9,56
Euro Stoxx	391,06	5,76	11,65
Euro Stoxx 50	3.641,88	5,62	10,68
CAC 40	5.417,40	6,83	11,42
DAX	12.807,04	5,76	11,55
IBEX	10.957,80	6,12	17,17
FTSE 100	7.454,37	1,73	4,36
FTSE All Share	23.926,02	9,34	14,28
FTSE MIB	21.704,46	9,76	12,84
S&P 500	2.402,32	3,15	7,30
NASDAQ Comp.	6.149,68	5,93	14,24
Dow Jones Indus.	20.981,94	2,58	6,17
Nikkei 225	19.869,85	7,83	3,95

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

Confronto FTSE MIB vs. Eurostoxx e S&P500



Fonte: Bloomberg

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 15.05.2017 (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

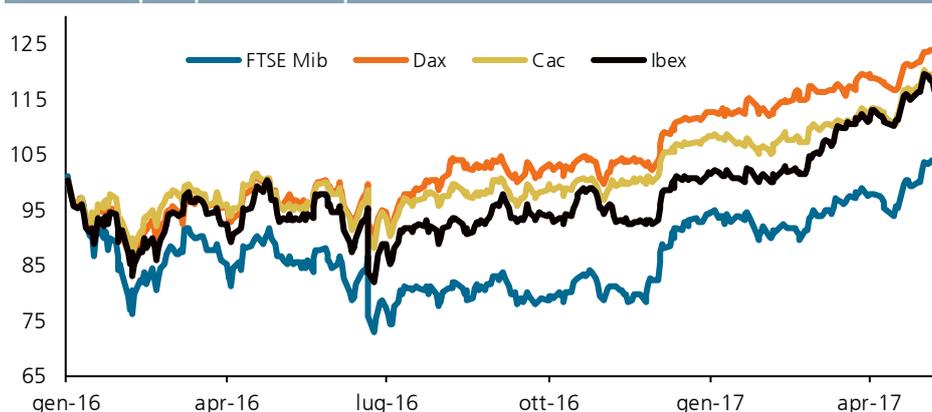
### L'idea di un "nuovo" progetto europeo sostiene i listini

In Europa gli indici oscillano poco sotto ai massimi di periodo, sostenuti dalle attese di un rafforzamento del progetto europeo, dopo la netta vittoria di Macron, e grazie alle trimestrali mediamente superiori alle attese. In tale contesto, il DAX segna un nuovo massimo assoluto, il CAC si riavvicina ai massimi relativi da un decennio e il FTSE MIB si riporta a ridosso delle quotazioni di fine 2015. Le trimestrali europee evidenziano una crescita media degli utili dell'Eurostoxx pari al 27,5% a fronte di una percentuale di sorprese positive del 60%; in aumento anche i ricavi, che crescono in media del 7,8% (Fonte Bloomberg). Il consenso rivede ulteriormente al rialzo di quasi un punto percentuale le crescite degli utili per il 2017 al 26,86% e conferma aumenti a doppia cifra anche per il 2018, a fronte di P/E solo lievemente superiori alla media storica del periodo 2010-16 per l'anno in corso e a sconto per il 2018.

I mercati sperano in un rafforzamento del disegno europeo dopo la netta vittoria di Macron, che ha ottenuto il 66% delle preferenze al ballottaggio con la Le Pen, superando anche le previsioni dei sondaggi. Tale risultato dovrebbe consentire al partito En Marche del nuovo Presidente di ottenere 286 seggi contro i 290 richiesti per avere la maggioranza assoluta. Queste elezioni pongono le basi per un importante segnale di cambiamento all'interno dell'Unione Europea: da convinto europeista, il neo Presidente francese ha ipotizzato progetti fiscali per dare impulso alla crescita economica del Vecchio Continente, cercando di superare la vigente mentalità improntata fortemente al rispetto dei parametri di bilancio. Nel recente incontro con la cancelliera Merkel, Macron avrebbe aperto alla possibilità di modificare i Trattati UE in modo anche da porre un ulteriore freno a una nuova ascesa dei movimenti populistici, peraltro già sconfitti con le recenti tornate elettorali in Francia e Olanda. Come anticipato nel programma elettorale, nello specifico, Macron avrebbe proposto anche l'ipotesi di una riforma delle istituzioni comunitarie con un ministro delle finanze apposito, un unico budget dell'Eurozona e un solo bilancio a livello comunitario con l'obiettivo di finanziare gli investimenti; inoltre, propone un'armonizzazione delle imposte sulle imprese per poter sostenere in maniera più decisa la crescita economica e un unico fronte per le politiche migratorie.

**Con la vittoria di Macron si rafforza il disegno europeo**

Andamento principali indici europei



Fonte: Bloomberg

Analizzando le criticità, segnaliamo le tensioni geopolitiche in Medio Oriente e Corea del Nord, i potenziali riflessi se dovesse concretizzarsi il rischio di impeachment del presidente Trump, gli eventuali rischi di esecuzione del progetto di riformare l'Europa da parte dell'asse Macron-Merkel, il persistere della debolezza delle quotazioni delle materie prime e i possibili riflessi sugli indici europei se dovesse proseguire la correzione della borsa cinese.

**Elementi di criticità**

Nonostante i recenti apprezzamenti delle quotazioni, i fondamentali dell'Eurostoxx mantengono un buon rapporto multipli/crescite, con P/E inferiori ai principali indici internazionali e una crescita degli utili stimata dal consenso al 26,86%, in aumento di circa due punti percentuali rispetto alla precedente rilevazione; attesi aumenti a doppia cifra anche per il 2018. I dati riportati finora nel 1° trimestre 2017 da parte dei gruppi europei evidenziano una crescita media degli utili dell'Eurostoxx pari al 27,5%, a fronte di una percentuale di sorprese positive del 60%; in aumento anche i ricavi, che crescono in media del 7,8% superando le attese nell'80% dei casi (Fonte Bloomberg). I dati macro evidenziano una produzione industriale a marzo a livello nazionale superiore alle attese, anche se l'indice aggregato riporta una correzione inattesa (dovuta soprattutto al calo del prezzo del petrolio), in contrasto con le indagini di fiducia, sui massimi degli ultimi anni. Nel trimestre la produzione si conferma in aumento a +1,2% m/m, anche se in rallentamento da 1,4%, mentre non migliora il tasso di disoccupazione, che si ferma al 9,5% in marzo, a fronte di attese di 9,4%. La riunione della BCE in aprile ha evidenziato una crescita nel 1° trimestre in ripresa e maggiormente omogenea nei paesi dell'Eurozona, sostenuta dai consumi interni, mentre faticano ancora gli investimenti e le attività produttive in seguito a fattori transitori. Ad ogni modo, la stima preliminare del PIL non riflette le attese dei PMI sui massimi degli ultimi anni; infatti, la stima flash del PIL del 1° trimestre evidenzia un aumento dell'1,7% su base annua in linea con le attese, con i contributi più significativi dati da Germania e Spagna. In tale contesto, le stime di crescita per l'intero anno si confermano all'1,8% e all'1,6% nel 2018.

**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 %			
		2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
Euro Stoxx	391,06	14,72	16,71	15,73	14,28	12,67	2,65	26,86	10,19
Euro Stoxx Ex Bancari	228,72	16,49	17,40	16,94	15,35	5,23	10,42	14,27	10,38

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 %			
		2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
<b>Euro Stoxx</b>	<b>391,06</b>	<b>14,72</b>	<b>16,71</b>	<b>15,73</b>	<b>14,28</b>	<b>12,67</b>	<b>2,65</b>	<b>26,86</b>	<b>10,19</b>
Euro Stoxx 50	3.641,88	13,19	15,60	15,29	13,98	6,60	1,32	13,89	9,40
Stoxx 600	395,97	15,42	17,43	16,04	14,71	0,35	0,37	21,65	9,07
DAX	12.807,04	12,47	14,93	14,20	13,17	14,29	4,83	13,46	7,77
CAC 40	5.417,40	15,67	15,44	15,79	14,37	3,55	15,44	9,09	9,91
FTSE 100	7.454,37	15,25	18,11	15,08	14,02	-16,14	-2,56	23,84	7,61
IBEX 35	10.957,80	19,08	18,28	15,70	14,20	-12,89	22,98	33,87	10,54
FTSE MIB	21.704,46	15,63	18,48	14,98	12,67	16,65	-6,18	47,41	18,20
FTSE All Share	23.926,02	16,56	19,77	15,44	13,08	15,97	-5,04	46,69	18,06
SMI	9.108,25	16,12	19,19	17,99	16,38	-0,97	-8,16	12,10	9,88
S&P500	2.402,32	16,47	19,91	18,32	16,40	-1,87	0,25	10,26	11,65
NASDAQ Composite	6.149,67	20,38	26,87	23,88	20,33	12,22	-0,47	13,62	17,34
Dow Jones Industrial	20.981,94	15,46	19,00	17,23	15,69	-11,86	-0,83	10,69	9,82
Nikkei 225	19.869,85	17,15	19,47	17,35	16,14	6,47	11,43	10,49	7,36
Hang Seng	25.371,59	9,95	13,31	12,73	11,67	-7,69	-7,41	8,38	9,12
Sensex 30	30.322,12	17,66	20,87	19,67	16,68	4,65	5,25	12,62	17,94
Bovespa	68.474,00	14,07	18,02	12,62	11,50	-23,44	High	72,84	9,75
RTS Interfax	1.119,98	5,83	7,05	6,44	5,83	23,79	6,14	13,65	10,29

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

Confermiamo un giudizio Moderatamente Positivo sul CAC che quota con P/E in linea con il benchmark europeo a fronte di crescite degli utili stimate dal consenso vicine alla doppia cifra per il biennio in corso. Le trimestrali finora riportate hanno evidenziato utili in aumento del 67,7%, superiori alle attese nel 92% dei casi, e ricavi in salita del 9,1%, con sorprese positive nell'89% delle volte (Fonte Bloomberg). Nel 1° trimestre, l'economia francese è cresciuta a un ritmo leggermente inferiore alle previsioni (+0,3% rispetto allo 0,4% stimato dal consenso e allo 0,5%

**CAC**

dell'Eurozona) a causa soprattutto della debolezza dei consumi, in rallentamento a 0,1% da 0,6%, che ha bilanciato il forte aumento degli investimenti delle imprese (1,3%). Di contro, segnali positivi emergono dalla produzione industriale, cresciuta del 2% a marzo rispetto al mese precedente, dopo il deciso calo di febbraio e superando ampiamente le attese. Tale dato andrà costantemente monitorato, considerando che il programma del neo Presidente si focalizza soprattutto sulla crescita e l'aumento della produttività.

Ribadiamo Moderata Positività sull'indice tedesco, che nonostante i rinnovati massimi storici, quota a P/E ancora contenuti e inferiori al benchmark europeo a fronte di stime di aumento degli utili a doppia cifra per il biennio in corso. Le trimestrali hanno evidenziato un incremento degli utili pari all'11% e dei ricavi del 3,6% (Fonte Bloomberg). La crescita economica del paese si conferma tra le più robuste, con il PIL in accelerazione nel 1° trimestre grazie a investimenti ed esportazioni, mentre la produzione industriale ha corretto in marzo, ma superando le attese. L'indice di fiducia ZEW a maggio è salito a 20,6, massimi da luglio 2015, rispetto al 19,5 di aprile, anche se leggermente sotto le attese di consenso. Il miglioramento delle prospettive per la zona euro sta rafforzando ulteriormente il quadro economico per le esportazioni tedesche. **DAX**

Confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sull'IBEX, che mostra forza relativa sostenuta da un'economia in forte crescita con occupazione, produzione e nuovi ordini in miglioramento. A conferma di ciò, nel 1° trimestre il PIL è salito dello 0,8% t/t, superando le attese pari allo 0,7%, con una crescita su base annua pari al 3%, superiore alle attese e dopo il +3,2% registrato nel 2016. In tale contesto, il Governo ha rivisto le stime di crescita del PIL per il 2017 al 2,7%, dal precedente 2,5% (stime Intesa Sanpaolo 2,5% dal 2,3% precedente), specificando che si tratta di stime prudenti che potrebbero essere riviste al rialzo se la forte tendenza di crescita registrata nei primi mesi dovesse proseguire per il resto dell'anno. A conferma di ciò, i ricavi riportati dai gruppi nel 1° trimestre sono aumentati del 13,84%, consentendo agli utili un incremento del 25,6%, con sorprese positive nel 57% dei casi (Fonte Bloomberg). Atteso invece un rallentamento della crescita del PIL nel 2018 all'1,9%, considerando condizioni finanziarie meno espansive e una politica fiscale maggiormente restrittiva. I fondamentali dell'indice evidenziano P/E decisamente a sconto rispetto alla media storica 2010-2016 e in linea con il benchmark europeo nel biennio corrente, a fronte di crescite degli utili particolarmente elevate per il 2017 e comunque a doppia cifra per il 2018. Le trimestrali hanno riportato utili in crescita del 25,6% e ricavi in aumento del 13,84%. **IBEX**

Moderata Positività per l'indice domestico, che quota a P/E ancora contenuti e inferiori al benchmark europeo a fronte di attese di crescita degli utili da parte del consenso decisamente più elevate degli altri indici nel 2017, che beneficia di un confronto particolarmente favorevole, e comunque a doppia cifra per il 2018. Le crescite elevate sono favorite dal forte recupero dei Bancari e dell'Energia. La produzione industriale di marzo è cresciuta del 2,8% su base annua, superando le attese, e gli indici di fiducia di aprile PMI, sia dei servizi che manifatturiero, si sono attestati su livelli molto elevati (56,2), ai massimi degli ultimi anni, superando le stime; di contro, il PIL è aumentato dello 0,2% nel 1° trimestre, in linea con le attese. **FTSEMIB**

Multipli e crescite dei settori europei									
Settore	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
<b>Euro Stoxx</b>	<b>391,06</b>	<b>14,72</b>	<b>16,71</b>	<b>15,73</b>	<b>14,28</b>	<b>12,67</b>	<b>2,65</b>	<b>26,86</b>	<b>10,19</b>
Auto	559,52	9,16	9,35	8,43	7,89	17,33	40,63	25,16	6,81
Banche	137,65	9,66	15,53	12,68	11,38	64,74	-31,37	High	11,44
Risorse di base	228,75	-11,91	17,39	12,60	12,17	Neg.	High	34,25	3,54
Chimici	1.092,51	14,55	17,63	17,06	15,81	6,49	4,37	8,98	7,91
Costruzioni e Materiali	459,85	18,02	18,41	17,63	15,61	8,68	16,09	14,09	12,96
Servizi finanziari	425,32	15,22	17,91	17,80	15,34	38,16	2,99	40,73	16,07
Alimentari	627,31	21,57	24,29	22,84	20,35	4,22	-9,45	22,20	12,27
Farmaceutici	961,26	17,50	18,65	19,81	18,16	10,81	8,19	4,86	9,09
Beni e servizi Industriali	788,91	17,27	18,89	18,52	16,51	4,94	13,94	10,47	12,16
Assicurazioni	257,26	9,61	10,09	11,00	10,38	8,87	5,70	0,65	5,90
Media	234,76	20,88	19,71	18,39	16,70	18,03	-1,13	13,94	10,13
Petrolio & Gas (Energia)	323,50	12,92	18,15	14,45	12,62	-27,55	-18,01	39,12	14,49
Beni personali e per la casa	834,81	22,32	24,74	23,77	21,46	14,19	8,68	15,28	10,79
Real Estate	242,86	21,02	19,83	19,93	18,62	15,39	17,49	7,78	6,99
Retail	524,29	20,91	20,64	20,17	17,92	2,56	22,32	14,44	12,58
Tecnologici	482,56	19,19	22,99	22,52	19,49	26,00	0,15	12,79	15,52
Telecom	366,10	19,68	20,08	17,56	15,08	29,76	-0,69	22,18	16,46
Turismo e Tempo libero	234,33	17,18	16,04	16,43	15,08	High	-0,28	6,59	9,00
Utility	271,33	12,87	13,75	14,13	13,49	-2,52	-8,56	7,20	4,72

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; Neg= dato negativo. Fonte: FactSet

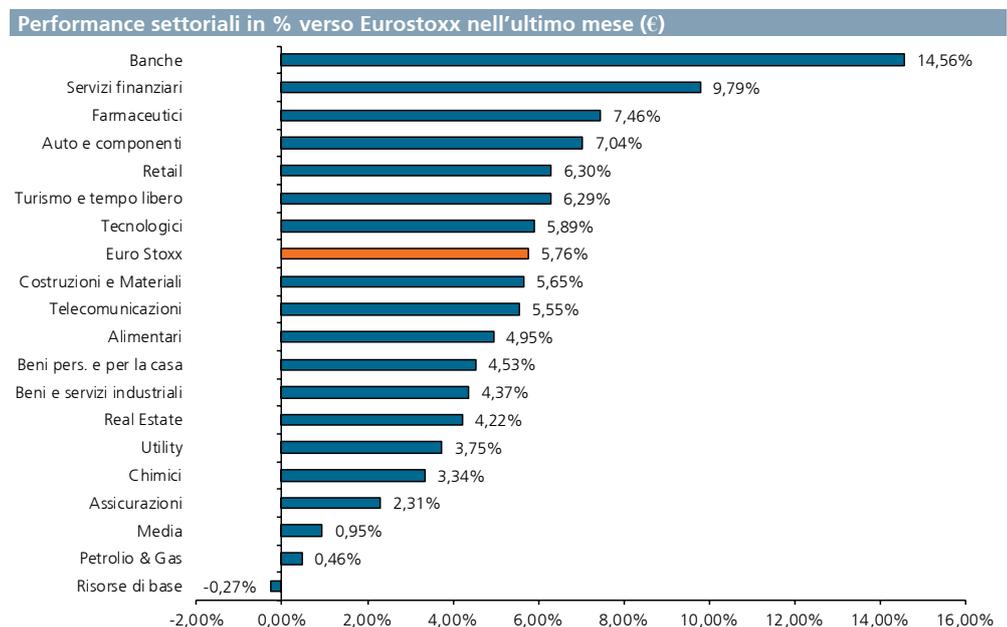
A livello settoriale, confermiamo Moderata Positività per il comparto Bancario, che conferma multipli a sconto rispetto a benchmark e media storica 2008-2016 nonostante il contesto si confermi difficile dati i tassi negativi e quindi le pressioni sul margine di interesse. Moderata Positività per il settore Auto, che mantiene un rapporto multipli/crescite interessante e beneficia della forza dei gruppi di componentistica e dell'annuncio di BMW di un piano per incrementare i livelli produttivi a 3 milioni di auto all'anno per il prossimo quinquennio, anche se risente del calo delle vendite negli USA e potrebbe soffrire dei timori di rallentamento delle vendite in Cina. Moderata Positività anche per l'Energia, con i principali gruppi europei che tornano in utile nel 1° trimestre grazie al recupero del petrolio del 59% su base annua; il greggio nel breve reagisce dai livelli tecnici supportivi di periodo posti in area 43,7 dollari, dopo un mese di ritracciamento. Neutralità per le Risorse di Base dopo un periodo molto negativo sulla scia del calo dei metalli pesanti, ora in lieve recupero. Ribadiamo il giudizio Moderatamente Positivo sui Media, che perdono forza relativa dopo il taglio dell'outlook della raccolta pubblicitaria in Germania. Moderata Positività per Telefonici e Costruzioni, che dovrebbero trarre forza dalle linee guida di Macron, ma che per ora risentono di alcune trimestrali europee non brillanti come quella di HeidelbergCement, che ha riportato margini in lieve contrazione.

**A livello settoriale**

## Performance mercato europeo

Performance settori europei (€)					
Settore	Valore	Var. % 1 mese	Var. % 6 mesi	Var. % inizio anno	
<b>Euro Stoxx</b>	<b>391,06</b>	<b>5,76</b>	<b>20,05</b>	<b>11,65</b>	
Auto e componenti	559,52	7,04	18,28	7,33	
Banche	137,65	14,56	27,55	16,98	
Risorse di base	228,75	-0,27	9,83	-0,06	
Chimici	1.092,51	3,34	16,75	9,37	
Costruzioni e Materiali	459,85	5,65	19,30	12,85	
Servizi finanziari	425,32	9,79	24,69	20,11	
Alimentari	627,31	4,95	16,72	12,60	
Farmaceutici	961,26	7,46	21,79	17,52	
Beni e servizi industriali	788,91	4,37	19,38	11,94	
Assicurazioni	257,26	2,31	10,05	4,35	
Media	234,76	0,95	14,57	6,62	
Petrolio & Gas (Energia)	323,50	0,46	13,11	-0,16	
Beni pers. e per la casa	834,81	4,53	27,18	18,36	
Real Estate	242,86	4,22	14,56	7,89	
Retail	524,29	6,30	12,88	10,03	
Tecnologici	482,56	5,89	30,76	17,88	
Telecomunicazioni	366,10	5,55	21,64	9,70	
Turismo e tempo libero	234,33	6,29	17,26	11,93	
Utility	271,33	3,75	19,98	10,97	

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		

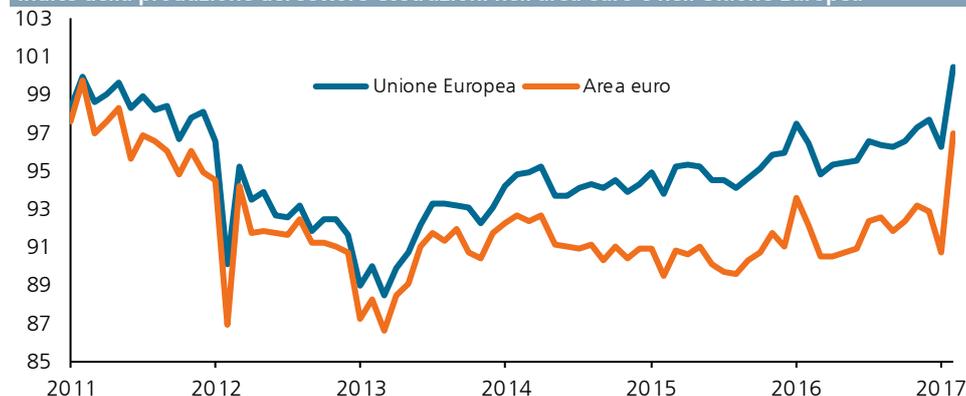
Fonte: Intesa Sanpaolo

### Settori Moderatamente Positivi

**Costruzioni e Cementieri.** Confermiamo la Moderata Positività sulle Costruzioni/Cementieri: un auspicato cambio di gestione delle politiche economiche europee, verso obiettivi di crescita e non di austerità, potrebbe passare attraverso l'incremento degli investimenti in infrastrutture e opere pubbliche, importante volano per un aumento del PIL del Vecchio Continente. Anche nel programma economico del neo-eletto Presidente francese, Emmanuel Macron, si indica un obiettivo di spesa a sostegno delle infrastrutture e trasporti pubblici. Nel frattempo, segnali incoraggianti arrivano dai dati relativi alla produzione del settore costruzioni in Europa. Secondo quanto comunicato da Eurostat, in febbraio si è registrato un incremento su base mensile del 6,9% nell'area euro e del 4,4% nell'intera Unione Europea, in miglioramento rispetto alle contrazioni rispettivamente del 2,4% e dell'1,5% registrate a inizio 2017. Inoltre, il dato di febbraio è risultato in crescita anche su base annua a un ritmo del 7,1% (area euro) e del 5,2% (EU28). Il contributo più significativo alla crescita è arrivato dalla componente legata alle opere di ingegneria civile, anche se il segmento residenziale presenta un andamento ancora interessante. Il grafico sottostante, che riporta l'indicatore relativo alla produzione del settore rettificato per la componente stagionale, rivela come l'andamento abbia registrato un deciso miglioramento nel corso di febbraio, nell'ambito comunque di un costante trend di crescita avviato soprattutto dai minimi di inizio 2013.

**Torna a crescere la produzione del settore Costruzioni in febbraio**

Indice della produzione del settore Costruzioni nell'area euro e nell'Unione Europea

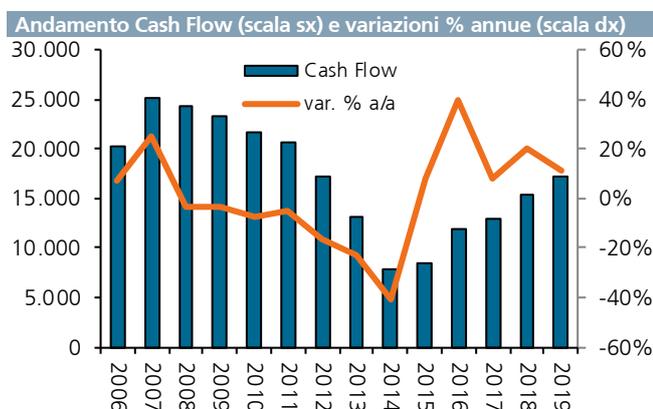


Fonte: Eurostat

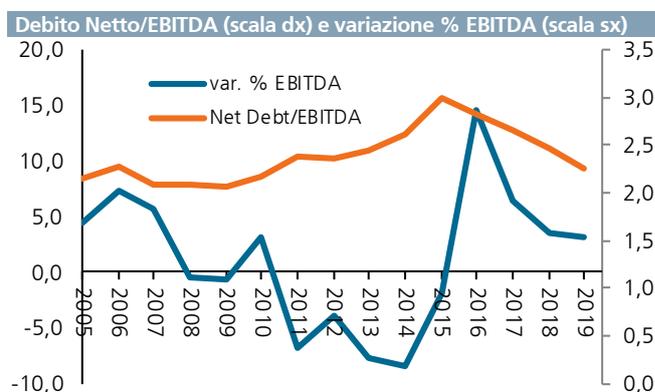
Relativamente ai fondamentali, il comparto resta caratterizzato da stime di crescita degli utili a doppia cifra sia per l'esercizio in corso che per il successivo, giustificando in parte il premio a cui quota in termini di P/E rispetto ai valori dell'Eurostoxx; se invece si prende in considerazione la media storica del settore per il 2010-16, i multipli risultano moderatamente a premio per l'attuale esercizio, ma ben al di sotto con riferimento agli utili 2018. Le indicazioni emerse dai dati del 1° trimestre confermano un quadro complessivamente incoraggiante, grazie al contributo positivo derivante dalla domanda in mercati chiave come quello europeo e statunitense. Analizzando lo spaccato geografico dei ricavi dell'intero settore, emerge infatti una forte esposizione all'Europa (63%) e in particolare alla Francia (31,4%), seguita dagli Stati Uniti (18,7%). Nel primo caso, dopo due anni (2014-15) di contrazione, il mercato delle costruzioni francesi sembra aver dato dei segnali di ripresa nel 2016 che dovrebbero proseguire anche nell'esercizio in corso, contribuendo quindi in modo significativo ai risultati di bilancio attesi sul comparto per i prossimi trimestri. Un importante impulso dovrebbe arrivare ancora dagli Stati Uniti, dove le Costruzioni confermano un trend positivo e dove la politica fiscale particolarmente espansiva annunciata da Trump nel campo delle infrastrutture dovrebbe fornire un significativo impulso nei prossimi anni; situazione questa che non appare ancora pienamente incorporata nelle stime di consenso.

**Telefonici.** Ribadiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto, che presenta ancora un rapporto multipli/crescite interessante. Il consenso stima infatti un ritorno alla crescita degli utili a doppia cifra per l'esercizio in corso, dopo la debolezza registrata a chiusura del 2016, per poi proseguire con ulteriori miglioramenti anche nel 2018. Inoltre, il settore quota attualmente a multipli di P/E a premio sia rispetto a quelli dell'Eurostoxx che alla media storica 2010-16, con il gap nei confronti del benchmark europeo che però si riduce in riferimento ai valori 2018. Un contributo positivo alla *bottom line* dovrebbe arrivare da un miglioramento della marginalità, con le stime in termini di EBIT che vertono su un incremento, anche in questo caso, a doppia cifra. Il mantenimento di politiche di efficientamento dei costi, unito al potenziamento di servizi a maggior valore aggiunto, con una maggiore integrazione tra fisso, mobile e contenuti media, dovrebbe permettere di bilanciare in gran parte le pressioni anche sui ricavi; infatti, questi ultimi sono stimati dal consenso a un ritmo più contenuto sia per l'esercizio corrente che per il successivo. A pesare sui fatturati potrebbero essere anche gli effetti della nuova normativa europea, che partirà il prossimo 15 giugno, in base alla quale verranno aboliti i costi per il *roaming* a livello europeo; ovvero, da quella data, i cittadini del Vecchio Continente non dovranno sostenere costi aggiuntivi qualora utilizzino i servizi telefonici in un altro Paese rispetto a quello di appartenenza. Situazioni che avvalorano ancora di più le attese di un nuovo processo di consolidamento all'interno del settore: la vittoria alle presidenziali francesi del candidato Macron potrebbe favorire tale orientamento soprattutto in Francia. Infatti, il neo Presidente eletto, quando era Ministro dell'Economia nel 2015, si era dimostrato favorevole, in via di principio, a ulteriori aggregazioni. Tornando ai fondamentali, il Telefonico può contare ancora su una interessante generazione di cassa, in costante miglioramento dai minimi registrati nel 2014, in modo tale da poter sostenere ancora l'interessante politica di distribuzione dei dividendi, oltre che contenere la posizione debitoria. La leva finanziaria è attesa infatti ridursi, con il rapporto Debito netto su EBITDA che è stimato scendere dai picchi registrati nel 2015 a 2,99x, per arrivare al 2,25x nel 2019, nonostante attese di crescita dei valori di EBITDA più contenute rispetto agli ultimi esercizi.

**Rapporto multipli/crescite ancora interessante per il Telefonico**



Nota: valori di cash flow in mln di euro. Fonte: FactSet



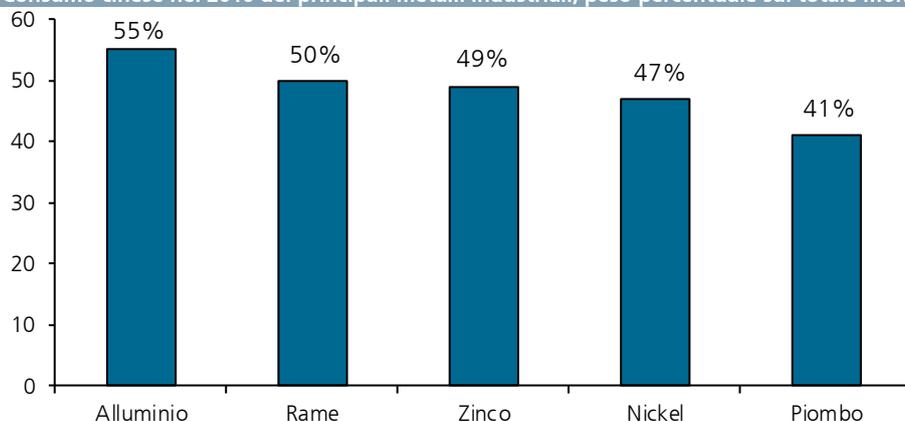
Fonte: FactSet

### Settori Neutrali

**Risorse di base.** Ribadiamo il giudizio Neutrale sul comparto, che mostra segnali di affaticamento nel breve termine, dopo la salita che lo ha condotto ai massimi relativi dal 2011 tra febbraio e marzo scorso. L'andamento del comparto risulta fortemente legato ai dati di crescita economica in Cina, Paese che rappresenta il principale utilizzatore di commodity al mondo e in particolare di metalli industriali. La forte dipendenza dal Paese asiatico è evidenziata dal grafico sottostante, dal quale si evince come, nel corso del 2016, il 55% della domanda di alluminio a livello internazionale sia stata coperta dalla Cina; percentuali leggermente più contenute, ma pur sempre intorno al 50%, sono riferite ad altri metalli come il rame (50%), lo zinco (49%), il nickel (47%) e il piombo (41%).

**Risorse di base ancora fortemente condizionate dalla crescita cinese**

### Consumo cinese nel 2016 dei principali metalli industriali; peso percentuale sul totale mondiale



Fonte: World Bureau of Metal Statistics

Fatta questa premessa, occorre notare come la crescita del PIL cinese, per quest'anno e i successivi, si dovrebbe attestare a ritmi ancora interessanti ma più contenuti rispetto alle precedenti esperienze; le nostre stime indicano uno scenario di moderato rallentamento al 6,4% nel 2017 per poi passare al 6,1% del 2018. In tale contesto, una politica monetaria meno accomodante dovrebbe rallentare la richiesta di finanziamenti: gli effetti potrebbero essere quelli di un ridimensionamento degli investimenti, soprattutto nel settore immobiliare e manifatturiero, con il primo che alimenta in misura più significativa la domanda di commodity. In conclusione, eventuali delusioni provenienti dalla tornata di dati macroeconomici potrebbero condizionare la sostenibilità della crescita economica in Cina sui livelli attesi dal mercato; le maggiori ripercussioni di tale scenario si avrebbero in particolar modo sull'andamento dei comparti con elevata esposizione al mercato asiatico, come appunto le Risorse di base, le cui stime di consenso potrebbero essere riviste conseguentemente al ribasso. Sulle prospettive dell'intero settore europeo potrebbero anche pesare le decisioni della nuova Amministrazione Trump in tema di dazi alle importazioni, per i quali al momento non ci sono sostanziali dettagli.

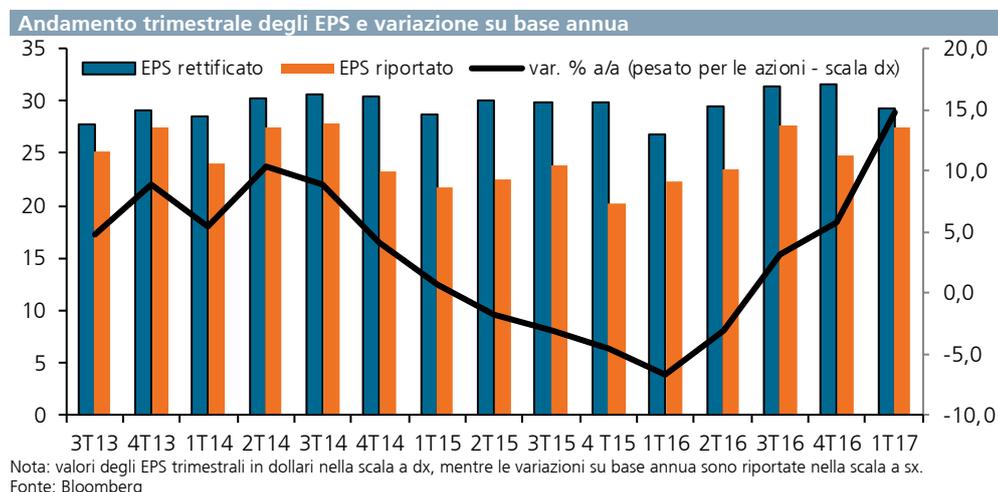
## USA

### Sostegno da trimestrali e politica fiscale o rischio di impeachment?

In un clima di bassa volatilità i principali indici statunitensi oscillano in un trading range poco sotto i massimi storici, con il NASDAQ che conferma forza relativa. Se da una parte le trimestrali, la crescita economica e la riforma fiscale sostengono gli indici, dall'altra si acquisiscono i timori per un rischio di impeachment del Presidente Trump, con eventuali riflessi sul rischio di execution della riforma fiscale abbozzata. I mercati sembrano aver già scontato un ulteriore rialzo dei tassi Fed a giugno, interpretando la manovra come segnale di solidità della congiuntura economica.

Il consenso rivede leggermente al rialzo, rispetto alla precedente rilevazione mensile, la stima relativa alla crescita degli utili dell'S&P500 per l'intero anno, portandola al 10,26%, dopo risultati del 1° trimestre mediamente superiori alle attese. Di contro, i P/E per l'esercizio in corso si confermano più elevati della media storica, mentre tornano in linea nel 2018. Il Dow Jones sui massimi storici quota a 17,2x gli utili dell'anno in corso rispetto alla media 2010-16 pari a 15,1x, a fronte di crescite intorno alla doppia cifra stimate sia per il 2017 che per il prossimo anno. Le trimestrali forniscono indicazioni ancora positive, con utili in crescita del 14,6% per i gruppi che hanno finora riportato e con sorprese positive pari al 73,1% dei casi, a cui si associa una revisione al rialzo delle stime per l'intero trimestre al 13,63% (12,95% escludendo i Finanziari e 9,84% ex Energia) (Fonte: Bloomberg). Analizzando tuttavia i singoli settori, da alcune trimestrali del comparto Retail e dalle vendite al dettaglio emerge qualche dubbio sulla tonicità dei consumi reali descritta dagli indici di fiducia; questi ultimi hanno evidenziato un rallentamento nel 1° trimestre, anche se appare transitorio. In tale contesto, confermiamo Moderata Positività sugli indici statunitensi, anche se i multipli correnti elevati e il rischio di impeachment di Trump potrebbero dar luogo a un aumento della volatilità e a ritracciamenti nel breve periodo.

**P/E correnti elevati, a fronte di crescite degli utili a doppia cifra. Indicazioni positive dalle trimestrali**



Oltre ai rischi geopolitici dettati dal Medio Oriente e dalla Corea del Nord, si acquisiscono i timori per le ultime evoluzioni del Russiagate, ovvero le accuse mosse a Trump di aver trasmesso informazioni alla Russia e di aver fermato le indagini sul suo precedente consigliere per i contatti con Mosca. In tale contesto, il Presidente rischia l'apertura di una procedura di impeachment, che potrebbe essere interpretata dal mercato come un eventuale ostacolo alla realizzazione delle riforme economiche, in particolare di quella tributaria, da lui stesso annunciate. Tra gli altri rischi si annoverano le eventuali ricadute economiche della riforma fiscale e i P/E dei principali indici per l'anno in corso, che si confermano piuttosto elevati rispetto alla media storica 2010-16, anche se le crescite di utili sono ancora interessanti.

**Rischi Russiagate e geopolitici, P/E elevati, dati sui consumi reali in rallentamento**

Relativamente al rischio di impeachment, occorre però evidenziare come la procedura richieda tempi lunghi e soprattutto volontà politica, con il Congresso a maggioranza repubblicana che potrebbe non essere pronto a intraprendere tale percorso. In quest'ultimo caso si verrebbe a creare una spaccatura tra partito e Amministrazione Trump, con un costo politico particolarmente elevato, a pochi mesi dall'apertura della campagna elettorale per le elezioni di metà mandato del 2018. In alternativa, si potrebbe arrivare alla nomina di un consigliere indipendente che svolga un'indagine autonoma, al di fuori del Congresso; in questo modo si allenterebbe la turbolenza politica, permettendo allo stesso Congresso di proseguire la normale attività legislativa. La conclusione dell'indagine porterebbe a capire se ci sono gli estremi giudiziari per l'apertura della procedura di impeachment, i voti necessari alla Camera (maggioranza semplice) e quelli per arrivare a un'effettiva rimozione del Presidente (due terzi in Senato).

#### Rischio di impeachment

Passando al quadro macroeconomico, sorprendono al rialzo i dati del lavoro di aprile sia in termini di nuovi occupati che di disoccupazione, scesa dal 4,5% al 4,4%, sui minimi del 2007, sotto al target della Fed. I dati di fiducia in aprile appaiono contrastati indicando un'accelerazione migliore delle attese per quello dei servizi; di contro, deludono sia l'ISM manifatturiero che alcuni indicatori dei consumatori (Philadelphia Fed), registrando una modesta correzione rispetto ai massimi di marzo e più coerenti con un andamento meno brillante dell'economia reale. Infatti, i dati dai settori industriali risultano più deboli, con la produttività in calo nel 1° trimestre e gli ordini all'industria che correggono in marzo. In rallentamento i consumi sia sui beni durevoli e non durevoli, che sui servizi; ad ogni modo, il calo del 1° trimestre appare transitorio e dovrebbe essere recuperato già nel 2° trimestre. Di contro, dal mercato immobiliare emergono ancora indicazioni positive per le vendite di case.

#### Dati macro reali in rallentamento, forti dati occupazionali e indicatori di fiducia contrastati

In tale contesto, le stime di crescita del PIL nel 2017 si confermano al 2,1%, mentre vengono ritoccate leggermente al ribasso quelle nel 2018 al +2,5% rispetto al +2,6% precedente (stime Intesa Sanpaolo), dopo un 1° trimestre che ha chiuso in deciso rallentamento dal 2,1% di fine 2016 a 0,7% t/t su base annualizzata e +2% su base annua. Le stime si attendono un rimbalzo della crescita già nel 2° trimestre. Tale frenata è imputabile all'importante calo dei consumi privati a +0,3% t/t (influenzato anche dalla stagionalità del 1° trimestre con il clima avverso) dopo il record del 4° trimestre 2016 (+3,5%). In calo anche le scorte, dopo due trimestri di aumenti, e la spesa pubblica, che però dovrebbe rivelarsi temporanea date le attese di una politica fiscale espansiva.

A livello settoriale i risultati societari e gli outlook ci portano a confermare Moderata Positività per il Tecnologico, che rinnova massimi storici, in un contesto favorito dalle attese di ulteriori crescite degli utili per i prossimi trimestri. Il consenso rivede al rialzo le stime per quanto riguarda gli EPS che dovrebbero aumentare del 12,9% nel 2° trimestre, del 12,5% nel 3° e del 10,5% negli ultimi tre mesi dell'esercizio. Un apporto significativo è atteso ancora dal segmento dei semiconduttori, con alcuni importanti gruppi che hanno migliorato il proprio outlook, dopo risultati superiori alle attese. Le vendite globali di semiconduttori hanno registrato un nuovo balzo in marzo (Fonte SIA), con un incremento su base annua del 18,1%. Moderata Positività per i Finanziari, che hanno recuperato forza relativa grazie al rialzo dei tassi di mercato dai minimi dello scorso mese, sulla prospettiva di un impatto favorevole sui risultati di bilancio e in particolare sui margini di interesse. D'altro canto, il comparto risente dell'intenzione dell'Amministrazione Trump di separare le attività di banca commerciale da quelle di investment banking nell'ambito delle grandi istituzioni finanziarie statunitensi. Neutralità per il comparto Auto, che risente dei cali delle vendite di aprile peggiori delle attese riportati dai principali produttori. Moderata Positività per l'Energia, che nonostante i P/E ancora elevati evidenzia una forte crescita degli utili attesa dal consenso per il prossimo biennio, grazie soprattutto al recupero delle quotazioni del petrolio e al confronto particolarmente favorevole rispetto al biennio precedente. Abbassiamo da Moderatamente Positivo a Neutrale il Retail, che risente di alcune trimestrali deludenti dei grandi magazzini, fra cui Macy's, anche a causa del cambiamento delle abitudini dei consumatori, che si stanno sempre più orientando verso acquisti online, a cui si aggiunge un dollaro forte che riduce il potere d'acquisto dei turisti.

#### A livello settoriale

Multipli, crescita e PEG dei principali indici azionari

	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
S&P100	1.060,92	16,40	19,55	18,02	16,20	-0,07	0,05	9,87	11,24
S&P500	2.402,32	16,47	19,91	18,32	16,40	-1,87	0,25	10,26	11,65
NASDAQ 100	5.704,48	18,68	22,13	21,76	19,15	9,74	7,86	8,17	13,64
NASDAQ Composite	6.149,67	20,38	26,87	23,88	20,33	12,22	-0,47	13,62	17,34
Dow Jones Industrial	20.981,94	15,46	19,00	17,23	15,69	-11,86	-0,83	10,69	9,82

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

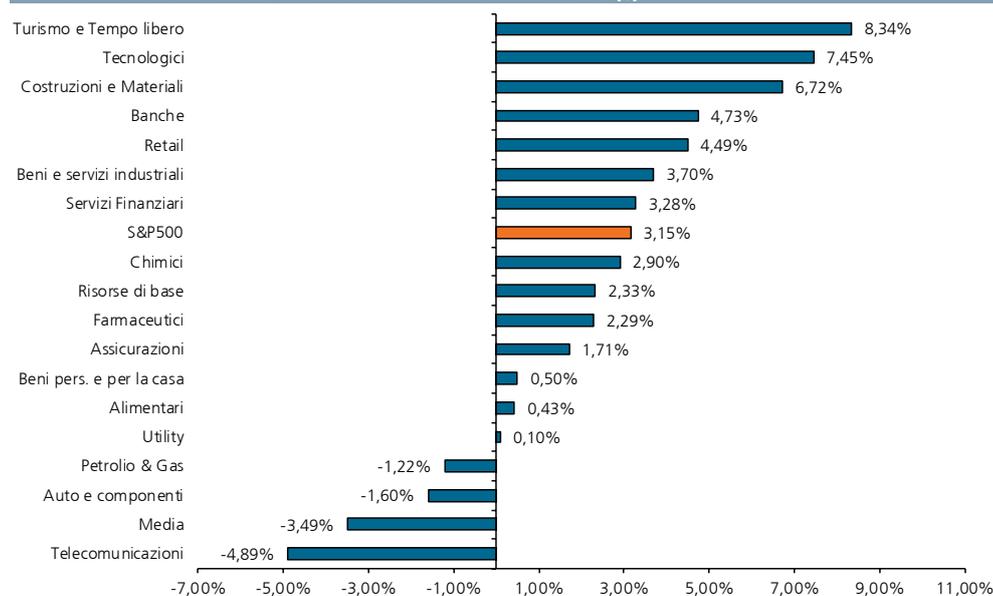
Performance mercato americano

Performance % settoriali verso S&P500 (\$)

Settore	Valore	Var. 1M (%)	Var. 6M (%)	Var. YTD (%)
S&P500	2.402,32	3,15	10,18	7,30
Banche	284,10	4,73	8,01	0,41
Retail	286,05	4,49	10,18	9,13
Auto e componenti	366,42	-1,60	-6,14	-6,43
Risorse di base	153,25	2,33	3,67	3,28
Chimici	307,90	2,90	13,01	8,56
Costruzioni e Materiali	230,84	6,72	7,16	9,54
Alimentari	230,65	0,43	6,48	3,57
Petrolio & Gas (Energia)	128,76	-1,22	-4,27	-9,09
Servizi Finanziari	333,63	3,28	7,36	5,17
Farmaceutici	270,63	2,29	6,89	9,21
Beni e servizi industriali	258,28	3,70	8,08	6,44
Assicurazioni	282,59	1,71	4,72	1,88
Media	340,18	-3,49	10,46	5,49
Beni pers. e per la casa	236,60	0,50	11,39	10,36
Tecnologici	362,05	7,45	22,36	19,07
Telecomunicazioni	173,51	-4,89	1,16	-10,67
Turismo e Tempo libero	382,40	8,34	17,00	14,54
Utility	214,55	0,10	11,37	6,58

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

Performance settoriali in % verso S&P500 nell'ultimo mese (\$)



Fonte: FactSet

## Analisi settoriale

Riepilogo giudizi settori S&P500			
	6-12m	S&P500	6-12m
Auto	NEUTRALE		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

**Tecnologico.** Il comparto conferma forza relativa, spingendo l'indice Nasdaq a rinnovare massimi storici. Il sostegno arriva ancora da indicazioni incoraggianti sul fronte delle trimestrali che alimentano le attese di ulteriori miglioramenti nei prossimi mesi; il consenso stima infatti crescita degli utili per l'intero 2017 a doppia cifra, con prospettive ancora interessanti anche nell'esercizio successivo. Nonostante i decisi rialzi, soprattutto degli ultimi mesi, il comparto quota a multipli di P/E sostanzialmente in linea con quelli dell'S&P500 e con un premio non particolarmente elevato rispetto alla media storica del settore per il periodo 2010-16; gap che poi si riduce con i multipli riferiti ai valori 2018. Pertanto confermiamo un giudizio Moderatamente Positivo sul comparto e in particolare sul segmento dei semiconduttori. A tal proposito, SIA (Semiconductor Industry Association) ha rivisto in deciso rialzo le proprie stime relative alle vendite nel 2017: l'Associazione si attende un miglioramento del 6,5%, a livello internazionale, che si raffronta col +3,3% della precedente rilevazione di metà novembre. Un sostegno dovrebbe arrivare dal contributo di tutte le aree geografiche, anche se un miglioramento deciso è stimato nell'area americana, dove l'aumento delle vendite dovrebbe attestarsi al 10,1%. Il mercato Asia/Pacifico dovrebbe registrare un incremento del 6,2%, seguito dal Giappone (4,1%) e dall'Europa (3,6%). Resta inalterata la crescita prevista nel 2018, pari al 2,3%, quando le vendite dovrebbero sostanzialmente assestarsi su livelli ancora particolarmente elevati.

**Riviste al rialzo le stime di vendita dei semiconduttori a livello mondiale**

Stime di crescita delle vendite di semiconduttori a livello mondiale								
	Volumi in mln USD				Variaz. % a/a			
	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
Americhe	68.738	65.537	72.173	74.102	-0,8	-4,7	10,1	2,7
Europa	34.258	32.707	33.892	34.636	-8,5	-4,5	3,6	2,2
Giappone	31.102	32.292	33.608	34.200	-10,7	3,8	4,1	1,8
Asia/Pacifico	201.070	208.395	221.230	226.113	3,5	3,6	6,2	2,2
<b>Totale</b>	<b>335.168</b>	<b>338.931</b>	<b>360.903</b>	<b>369.050</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>6,5</b>	<b>2,3</b>

Fonte: SIA (Semiconductor Industry Association)

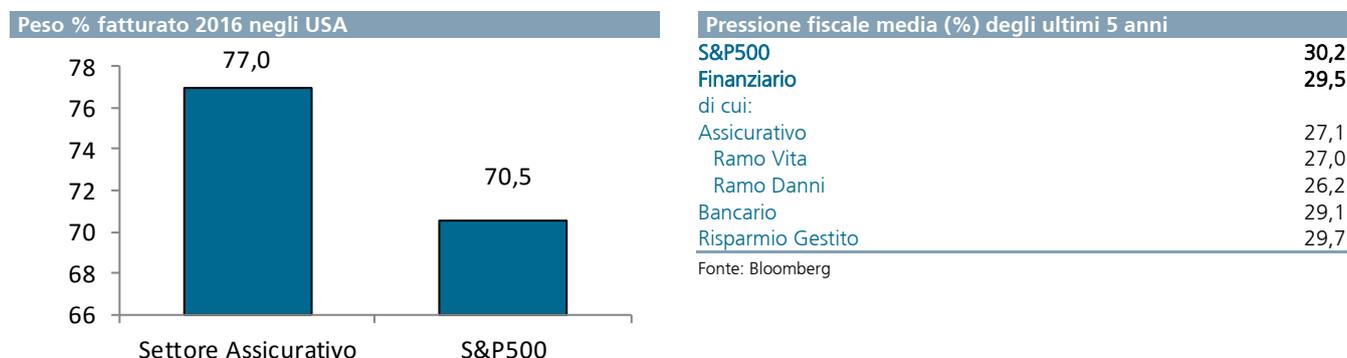
Un altro segmento tecnologico che presenta prospettive di crescita particolarmente elevate e che continua a pesare in modo significativo su ricavi e utili operativi è quello rappresentato dai servizi cloud. La società di ricerche Gartner stima un progressivo incremento del mercato dei servizi di archiviazione con un valore a livello mondiale atteso per il 2017 pari a 246,8 mld di dollari,

corrispondente a un incremento rispetto allo scorso esercizio del 18%. Le variazioni si confermano a doppia cifra anche per gli esercizi successivi, con un miglioramento pari al 16,6% nel 2018 e al 15,6% nel 2019.

**Assicurativo.** Confermiamo la Moderata Positività sull'Assicurativo, che presenta un rapporto multipli/crescite ancora interessante. Il consenso stima infatti un recupero degli utili a doppia cifra per l'esercizio in corso, dopo la debolezza che ha caratterizzato il settore negli ultimi anni. Valutazioni ancora contenute sono espresse anche dai multipli di P/E, che si attestano a sconto rispetto a quelli dell'S&P500 sia con riferimento agli utili 2017 che a quelli 2018. Un importante driver per il comparto è rappresentato anche dagli effetti della nuova riforma fiscale annunciata dal Presidente Trump, il cui progetto risulta quello di tagliare l'aliquota media sulle società dall'attuale 35% al 15%; l'impatto positivo per i gruppi del settore Assicurativo deriverebbe dal fatto che gran parte della loro operatività è basata sul territorio nazionale, sfruttando particolarmente la riduzione dell'aliquota. Analizzando lo spaccato geografico relativo ai ricavi 2016 dei gruppi appartenenti al settore (grafico sottostante) emerge come in media l'attività negli USA si attesti a circa il 77%, al di sopra del 70,5% riferito all'intero indice S&P500 (Fonte FactSet).

**L'Assicurativo dovrebbe beneficiare in misura maggiore della riforma fiscale di Trump**

Sulla base dei valori degli ultimi cinque anni, la pressione fiscale media sulle società dell'S&P500 ammonta al 30,2%, con il settore Finanziario nel suo complesso che presenta un tasso del 29,5%. In particolare, il tasso applicato al solo settore Assicurativo si attesta poco sotto e precisamente al 27,1%, seguito dal 29,1% del Bancario e dal 29,7% del comparto del risparmio gestito. Analizzando poi i vari segmenti dell'Assicurativo, le società del Ramo Vita presentano un prelievo fiscale medio del 27% e quelle del ramo Danni del 26,2%.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati FactSet

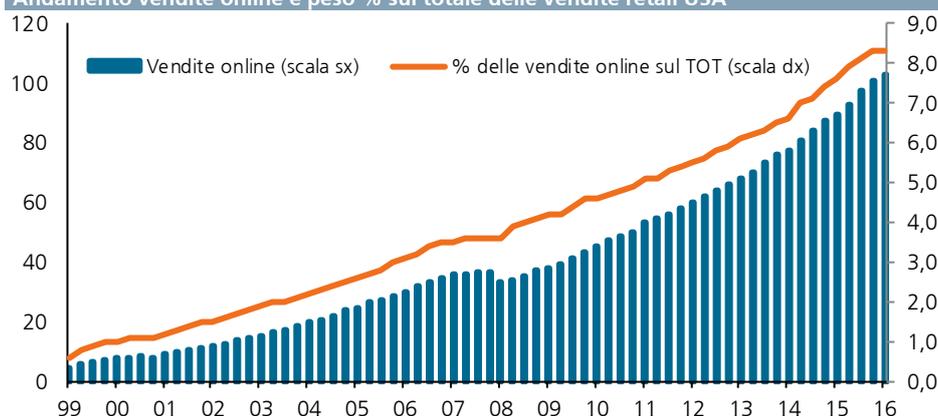
### Settori Neutrali

**Retail.** Abbassiamo a Neutrale da Moderatamente Positivo il giudizio sul settore, che presenta valutazioni particolarmente care, con multipli di P/E 2017 e 2018 a premio sia rispetto a quelli dell'S&P500 che alla media storica del periodo 2010-16. In aggiunta, il consenso si attende una crescita degli utili inferiori alla media di mercato e a singola cifra per l'esercizio in corso. Il cambiamento delle abitudini dei consumatori, orientati sempre più verso gli acquisti online, potrebbe ulteriormente pesare sui dati di bilancio dei tradizionali gruppi del settore, le cui vendite avvengono principalmente attraverso il canale dei negozi fisici. Tale situazione è evidenziata anche dalle trimestrali di primi importanti gruppi, come Macy's, che hanno riportato nel complesso ricavi inferiori alle attese. Se si prende in considerazione l'indicatore che riporta trimestralmente l'ammontare degli acquisti effettuati online (grafico pagina seguente), si nota come ci sia una progressiva e costante crescita di tale componente nel corso degli ultimi anni, a cui si associa un contestuale incremento del peso di tale canale sul totale delle vendite retail statunitensi. Tale tendenza dovrebbe proseguire anche nei prossimi esercizi, mettendo ulteriore pressione sui gruppi

**Trimestrali sotto le attese per importanti gruppi Retail**

retail, affinché arrivino a potenziare la propria struttura di e-commerce, con maggiori costi operativi e riflessi in termini di contenimento degli utili. Un elemento di sostegno al settore si conferma comunque quello legato alle aspettative di crescita dei consumi statunitensi, nonostante l'avvio d'anno particolarmente difficile, sul quale hanno pesato soprattutto le condizioni climatiche sfavorevoli. Le nostre stime vertono infatti su un miglioramento dei consumi privati del 2,5% nel corso dell'attuale esercizio, per poi rafforzare la tendenza nel corso del prossimo anno, quando il tasso di crescita è atteso al 2,8%.

#### Andamento vendite online e peso % sul totale delle vendite retail USA



Nota: valori in mld di dollari relativi alle vendite online. Fonte: US Census Bureau

Inoltre, occorre considerare anche gli effetti della componente valutaria, con un dollaro forte che riduce il potere d'acquisto dei turisti.

#### Multipli e crescite dei settori statunitensi

Settore	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
<b>S&amp;P500</b>	<b>2.402,32</b>	<b>16,47</b>	<b>19,91</b>	<b>18,32</b>	<b>16,40</b>	<b>-1,87</b>	<b>0,25</b>	<b>10,26</b>	<b>11,65</b>
Banche	284,10	9,89	15,30	13,25	11,79	30,09	-1,64	10,20	12,40
Retail	286,05	22,17	23,50	23,40	21,09	-5,26	4,47	4,56	10,97
Auto e componenti	366,42	8,45	8,87	8,79	7,97	34,61	-5,62	-8,34	10,32
Risorse di base	153,25	12,48	31,89	15,14	12,95	-43,46	-46,26	High	16,90
Chimici	307,90	16,50	20,45	19,66	17,65	-5,75	-3,57	6,23	11,43
Costruzioni e Materiali	230,84	23,98	26,91	22,98	19,67	-5,18	12,00	21,69	16,85
Alimentari	230,65	22,26	22,74	21,30	19,83	-0,23	5,33	7,53	7,39
Petrolio & Gas (Energia)	128,76	24,43	126,31	31,48	21,43	-59,63	-75,80	High	46,89
Servizi Finanziari	333,63	15,26	19,00	16,86	15,02	-1,77	6,16	11,62	12,20
Farmaceutici	270,63	15,86	16,55	15,88	14,55	10,12	6,89	5,05	9,12
Beni e servizi industriali	258,28	17,24	20,81	19,53	17,50	-7,44	0,84	8,07	11,58
Assicurazioni	282,59	13,00	17,89	14,38	13,20	-6,79	-8,21	21,82	8,88
Media	340,18	17,11	18,42	17,01	15,32	3,60	6,04	7,66	11,00
Beni pers. e per la casa	236,60	21,36	22,30	20,90	19,07	1,38	4,88	6,79	9,56
Tecnologici	362,05	14,99	19,04	18,48	16,63	-0,15	2,89	10,76	11,16
Telecomunicazioni	173,51	12,49	14,11	13,27	12,82	30,87	-7,38	-1,64	3,53
Turismo e Tempo libero	382,40	22,06	23,33	23,09	20,17	8,06	3,74	11,14	14,47
Utility	214,55	17,05	17,92	18,15	17,06	-1,66	9,42	-0,75	6,38

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

Superati i timori antieuropeisti con l'insediamento di Macron alla presidenza francese, gli investitori si stanno riposizionando sul mercato azionario italiano e lo fanno premiando i titoli che offrono risultati migliori delle attese e Outlook in crescita. Osservando i bilanci delle società industriali relativi ai primi tre mesi dell'anno, fin qui pubblicati, emerge un raddoppio dell'utile netto aggregato rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, merito di un aumento dei ricavi, nell'ordine del 9-10%, ma soprattutto di una diminuzione dei costi. L'EBITDA è infatti salito del 13% circa a/a (dato aggregato) e l'EBIT del 18% circa con una incidenza sul fatturato di poco superiore all'8%.

I risultati aziendali confermano che molti gruppi industriali stanno beneficiando della ripresa economica estera – quella domestica fatica ancora a vedersi – visibile con espansione organica del fatturato nonostante l'aspetto valutario meno favorevole rispetto all'anno scorso (euro mediamente più forte rispetto alle altre valute).

Il mercato azionario italiano nell'ultimo mese ha mostrato una performance positiva beneficiando in particolare del miglioramento della situazione economica nell'Eurozona che si riflette nelle revisioni prevalentemente al rialzo delle stime sugli utili aziendali. L'andamento positivo ha interessato pressoché tutti i settori ad eccezione di quello energetico visto il brusco calo del prezzo del petrolio. Nella tabella in calce che mostra la crescita degli EPS dei principali indici si evidenzia un aumento delle aspettative di espansione degli utili rispetto al mese precedente.

Per quanto riguarda il settore Bancario, che pesa sull'indice FTSE Mib per il 27%, il 1° trimestre dell'anno ha mostrato una crescita degli utili di oltre il 60% per le principali banche italiane. Tale significativo miglioramento però non deriva da una politica commerciale più efficace, ma da una maggiore efficienza di gestione e da un miglioramento del costo del rischio di credito. Se i ricavi sono rimasti nel complesso quasi invariati, altrettanto non si può dire delle due principali componenti: il margine d'interesse è sceso ancora (-4,2% a/a) portandosi sotto il 50% dei proventi complessivi; le commissioni invece sono aumentate del 6,4% arrivando al 39% dei ricavi. Prosegue inoltre il trend di maggiore focus sulla generazione di ricavi da servizi per contrastare il calo del margine d'interesse. Nel corso del trimestre sono state svalutate ulteriormente le partecipazioni nel fondo Atlante che hanno raggiunto complessivamente il 68% del valore versato. Dal punto di vista della qualità dell'attivo, le banche beneficiano di un miglioramento complessivo dei crediti deteriorati e anche di una riduzione delle sofferenze. Le coperture medie delle principali banche domestiche sono aumentate nel trimestre sia per le sofferenze dal 60,2% al 61,8% che per le inadempienze probabili dal 33,7% al 34,6%. Il capitale CET1 medio è rimasto stabile all'11,5% in attesa della ricapitalizzazione di Banca MPS che aspetta ancora il via libera delle autorità europee.

Sulla base degli utili attesi 2017-18, il FTSE Mib e il FTSE All Share risultano gli indici più attraenti tra i benchmark analizzati, con un PEG rispettivamente pari a 0,56x e 0,61x.

**Superate le incertezze politiche gli investitori tornano sul mercato italiano**

**Risultati trimestrali positivi e superiori alle attese**

**Crescono gli utili del settore Bancario, rimane l'incertezza sulla gestione dei NPL**

Multipli, crescite e PEG dei principali indici italiani										
	Valore	P/E 2015	P/E 2016	P/E 2017E	P/E 2018E	Var. % EPS 2015	Var. % EPS 2016	Var. % EPS 2017E	Var. % EPS 2018E	PEG (P/E 16 su var. % EPS 2017-18E)
FTSE MIB	21.704,46	15,63	18,48	14,98	12,67	16,65	-6,18	47,41	18,20	0,56
FTSE All Share	23.926,02	16,56	19,77	15,44	13,08	15,97	-5,04	46,69	18,06	0,61
FTSE Mid Cap	40.330,52	17,01	18,78	19,26	16,96	29,49	3,02	8,64	12,77	1,75
FTSE Star	35.370,75	16,26	19,50	20,10	17,17	27,20	8,07	16,99	17,35	1,14
Euro Stoxx	391,06	14,72	16,71	15,73	14,28	12,67	2,65	26,86	10,19	0,90
S&P 500	2.402,32	16,47	19,91	18,32	16,40	-1,87	0,25	10,26	11,65	1,82

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

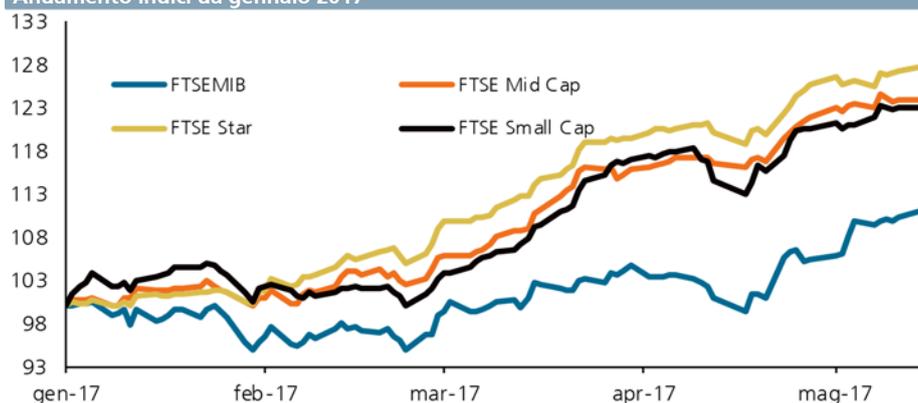
I valori relativi al FTSE Mib e al FTSE All Share riportati in tabella si basano sugli utili di UniCredit rettificati, ossia al netto delle ingenti svalutazioni effettuate dalla banca nel 2016, per dare così

uniformità di confronto sia dei multipli che dei tassi di crescita degli EPS. Il titolo ha infatti un peso ponderato del 10,7% sull'indice FTSE Mib (fonte Bloomberg). 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.

Riteniamo interessante evidenziare come le *blue chip* non siano le uniche protagoniste della crescita del mercato azionario da inizio anno. Gli indici Mid Cap Italia, Small Cap Italia e l'indice che racchiude le azioni Star, hanno infatti battuto ampiamente l'indice relativo ai 40 titoli principali. La sovraperformance degli indici minori deriva dal recente avvio dei PIR (Piani Individuali di Risparmio) nati con la legge di bilancio per il 2017 con l'obiettivo di convogliare i risparmi retail verso l'economia reale. In particolare rappresentano lo strumento di finanziamento dei risparmiatori privati alle imprese, soprattutto medio piccole italiane. I PIR devono investire almeno il 70% in strumenti emessi da società italiane o europee che hanno una stabile organizzazione in Italia. Di questo 70% almeno il 30% deve essere investito in strumenti finanziari emessi da società che non fanno parte dell'indice FTSE Mib. Inoltre la normativa consente di ottenere notevoli benefici fiscali per il sottoscrittore.

**Gli indici azionari domestici minori hanno sovraperformato il FTSE Mib**

Andamento indici da gennaio 2017



Fonte: Bloomberg

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				
		2014	2015	2016	2017E	2018E
FTSE MIB	21.704,46	2,91	4,01	3,64	3,51	3,82
FTSE All Share	23.926,02	2,83	3,83	3,38	3,38	3,68
FTSE Mid Cap	40.330,52	2,27	2,76	2,74	2,53	2,71
FTSE Star	35.370,75	2,03	2,58	2,33	2,27	2,42
Euro Stoxx	391,06	3,06	3,60	3,26	3,07	3,30
S&P 500	2.402,32	1,89	2,30	1,96	2,04	2,19

Fonte: FactSet

## Performance del mercato italiano

Nel corso dell'ultimo mese il mercato azionario italiano ha mostrato una performance positiva e superiore rispetto agli altri indici europei. Da inizio anno gli indici domestici rimangono in territorio ampiamente positivo, secondi solo all'Ibex che mantiene un andamento più sostenuto. Negli ultimi sei mesi la borsa italiana ha recuperato il 30%, sostenuta soprattutto dai comparti Bancario, Auto e Industriale.

Performance principali indici internazionali				
	Valore	Var. % 1 mese	Var. % 6 mesi	Var. % inizio anno
Stoxx 600	395,97	4,04	16,75	9,56
Euro Stoxx	391,06	5,76	20,05	11,65
Euro Stoxx 50	3.641,88	5,62	19,42	10,68
CAC 40	5.417,40	6,83	19,42	11,42
DAX	12.807,04	5,76	19,30	11,55
IBEX	10.957,80	6,12	26,14	17,17
FTSE 100	7.454,37	1,73	9,74	4,36
FTSE All Share	23.926,02	9,34	30,92	14,28
FTSE MIB	21.704,46	9,76	30,10	12,84
S&P 500	2.402,32	3,15	10,18	7,30
NASDAQ Comp.	6.149,68	5,93	16,57	14,24
Dow Jones Indus.	20.981,94	2,58	10,88	6,17
Nikkei 225	19.869,85	7,83	12,46	3,95

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 le performance migliori sono state messe a punto da una serie di titoli Bancari che hanno ritrovato la fiducia degli investitori grazie ai positivi risultati trimestrali e alla confermata solidità patrimoniale. Da inizio anno si contraddistingue la performance positiva di UBI Banca, che recupera il 47% grazie anche alla definizione dei termini di acquisto delle tre *good bank* (Nuova Banca Marche, Nuova Banca Etruria e Nuova CariChieti), che in precedenza aveva causato qualche perplessità. Segue STMicroelectronics, che oltre ad avere realizzato nel 1° trimestre una crescita del fatturato a doppia cifra ha annunciato di essere in linea con gli obiettivi di forte miglioramento attesi per fine anno.

Migliori del FTSE Mib nell'ultimo mese (€)			Migliori del FTSE Mib da inizio anno (€)		
Titolo	Prezzo	Var. %	Titolo	Prezzo	Var. %
UniCredit	17,08	32,51	Unione di Banche Italiane	3,836	46,86
Leonardo	15,60	18,27	STMicroelectronics	15,33	41,94
Banco BPM	2,83	17,92	Ferrari	77,45	40,05
Mediobanca	9,175	17,78	Recordati	36,60	35,96
Intesa Sanpaolo	2,842	16,57	Moncler	22,15	34,00
Ferrari	77,45	15,86	EXOR	54,50	32,99
Azimut Holding	19,36	13,95	Salvatore Ferragamo	29,37	30,94
EXOR	54,50	13,83	Davide Campari-Milano	6,035	29,92
Unipol Gruppo Finanziario	4,178	13,66	Brembo	73,45	27,74
YOOX Net APorter.	24,90	13,34	UniCredit	17,08	24,68

Fonte: FactSet

Fonte: FactSet

Nel corso dell'ultimo mese e da inizio anno le performance peggiori riguardano Tenaris e Saipem, entrambe patiscono la mancata ripresa degli investimenti in esplorazione e produzione da parte delle compagnie petrolifere. Anche ENI ha sottoperformato in scia alla debolezza del prezzo del petrolio, salvo poi recuperare nelle ultime sedute. Performance negativa per YOOX da inizio anno, che tuttavia recupera terreno dopo la pubblicazione del fatturato del 1° trimestre in crescita del 15%. Il management ha ribadito inoltre le stime di crescita di fine anno indicate dal piano, che prevedono un incremento dei ricavi del 17-20% su base organica e un miglioramento dell'EBITDA.

Peggiori del FTSE Mib nell'ultimo mese (€)			Peggiori del FTSE Mib da inizio anno (€)		
Titolo	Prezzo	Var. %	Titolo	Prezzo	Var. %
Tenaris.	14,54	-6,85	Saipem	0,4042	-24,45
Saipem	0,4042	-1,20	Tenaris	14,54	-14,32
Eni	15,00	0,07	Mediaset	3,67	-10,71
Prysmian	25,35	0,88	YOOX Net APorter	24,90	-7,57
Mediaset	3,67	1,05	BPER Banca	4,86	-3,95
FinecoBank	6,62	3,28	Eni	15,00	-3,04
Atlantia	24,81	3,37	Poste Italiane	6,40	1,51
Moncler	22,15	3,55	Prysmian	25,35	3,89
Brembo	73,45	4,11	Assicurazioni Generali	14,84	5,10
Poste Italiane	6,40	4,66	Buzzi Unicem	24,02	6,71

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 è cresciuta nel mese di aprile. Secondo i dati di Confindustria il progresso su base mensile è stato dello 0,5% superiore rispetto allo 0,4% di marzo. Gli indicatori di tipo qualitativo (tra cui la fiducia delle imprese manifatturiere) continuano a mantenersi sui livelli massimi dal periodo pre-crisi. Anche le indagini sui direttori d'acquisto relative ad aprile segnalano un progresso evidente, con l'indice PMI manifatturiero arrivato al valore più alto da sei anni. Una ripresa che prende vigore anche grazie alla progressiva stabilizzazione dei BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica), paesi che nei primi mesi dell'anno hanno incrementato in misura notevole le proprie importazioni dando un contributo determinante alla risalita del commercio mondiale e alla conseguente ripartenza delle esportazioni italiane.

Settore Industriale						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2016	P/E 2017E	Net Div. Yield 2016 (%)
Davide Campari	Neutrale	6,035	7.010	35,47	26,76	0,81

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Davide Campari nel primo trimestre 2017 ha realizzato ricavi per 376,6 milioni, in crescita del 15% a/a. Tale dinamica deriva da una crescita organica del 5,7% e da una variazione del perimetro di consolidamento del 6,6% (acquisizione di Grand Marnier e cessione di attività non strategiche). Il miglioramento è maggiormente evidente sui margini operativi, con un EBITDA rettificato in crescita del 17,7% a 78,6 milioni e un EBIT rettificato in progresso del 19,5% a 64,4 milioni. Tutto ciò si riflette positivamente sull'utile ante imposte trimestrale, che segna un progresso del 56,7% a 53,6 milioni. Dal lato patrimoniale l'indebitamento finanziario netto evidenzia un aumento di soli 6,8 milioni a 1,2 miliardi di euro. La società ha infine comunicato di aver siglato lo scorso 28 aprile un accordo con l'Agenzia delle Entrate che definisce precisamente i metodi e i criteri da utilizzare per calcolare la quota di reddito esente da Ires e Irap ai fini del cosiddetto *patent box*, ovvero l'entità del contributo economico che i beni immateriali hanno apportato al proprio reddito d'impresa. Tale norma stabilisce un regime di tassazione agevolata a beneficio delle imprese che producono redditi attraverso l'utilizzo diretto o la concessione a terzi di diritti di proprietà intellettuale. L'accordo riguarda gli anni 2015-19. Davide Campari ha indicato per il 2015 un beneficio fiscale pari a circa 12 milioni, mentre per il 2016 è stimato in circa 16 milioni, da contabilizzare nel 1° semestre 2017. Giudichiamo positivamente i risultati del gruppo che tuttavia tratta ad ampio premio sui multipli di settore, confermiamo pertanto il giudizio Neutrale sul titolo.

**Risultati trimestrali positivi.  
Definiti i vantaggi fiscali del  
*patent box* con l'Erario**

#### Bancario

L'indice del settore Bancario domestico ha messo a segno un recupero del 60% negli ultimi sei mesi, una performance degna di nota e guidata da un miglioramento delle condizioni economico patrimoniali dei principali istituti. I piani di ristrutturazione iniziano quindi a dare dei risultati, ed è visibile un primo segnale di miglioramento del rapporto tra costi e ricavi. Il percorso di razionalizzazione tuttavia è ben lontano dall'essere concluso: il *cost/income* medio è attorno al 65%, e molti guardano a target vicini al 50%. D'altra parte i costi di salvataggio delle banche in difficoltà dovrebbero essere finiti, visto il supporto arrivato con il decreto del dicembre scorso che prevede un sostegno finanziario governativo fino a 20 mld di euro per le banche in difficoltà. Tuttavia sulla redditività futura delle banche inevitabilmente continuerà a pesare l'eredità della crisi recente, ovvero i crediti deteriorati netti che sommano a fine marzo 77 miliardi di euro (dati Abi). La BCE vuole che le banche se ne sbarazzino nel giro dei prossimi 3-5 anni, e l'impatto di

questa operazione si farà sentire sulla redditività. Molto dipenderà dall'intensità e dalla modalità di rientro che le banche adotteranno. Le opzioni vanno dalla vendita dei crediti deteriorati a un recupero interno, o un mix di entrambi.

Settore Bancario						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2016	P/E 2017E	Net Div. Yield 2016 (%)
Banco BPM	Moderatamente Positivo	2,83	4.288	NS	17,43	0,00

Nota: E= expected, atteso; NS= non significativo. Fonte: FactSet

I risultati trimestrali di Banco BPM sono stati sopra le attese grazie ad un margine d'interesse in ripresa (in forte ripresa includendo l'effetto del TLTRO) e alle commissioni che sono in crescita di oltre il 16%. L'istituto (nato dalla fusione tra Banco Popolare e BPM) ha chiuso il 1° trimestre 2017 con un utile netto di 117 milioni di euro rispetto a una perdita pro-forma del 1° trimestre 2016 di 267 milioni. Le rettifiche nette su crediti sono state 291,4 milioni, in calo del 61,1%. L'utile di periodo è stato superiore al consenso raccolto dalla banca di 55 milioni di euro. Il margine d'intermediazione ha mostrato una crescita del 2,8% a/a a 1,2 mld di euro evidenziando un margine di interesse in leggera flessione (-0,4% a 556,2 milioni) così come gli utili da trading (-50% a 38 mln) più che compensati da un incremento delle commissioni (+16,9% a 547 mln di euro). I crediti deteriorati si sono ridotti di 2,2 miliardi a 15 miliardi circa. La copertura sui crediti deteriorati è al 48,2%, quella sulle sofferenze al 59%, sulle inadempienze probabili al 31,2%. Nel periodo sono state inoltre registrate rettifiche di valore nette per deterioramento di altre attività per 8,4 milioni, sostanzialmente legate all'ulteriore incremento delle svalutazioni delle quote detenute nel fondo Atlante. Il CET 1 *fully loaded* si è attestato al 10,9% (11,7% proforma) un po' sotto le attese, ma il management ha confermato l'obiettivo di voler superare il 12% di CET 1 a fine anno. L'AD ha dichiarato che l'istituto è nella fase conclusiva della cessione di NPL per 720 milioni e che è già al lavoro su un portafoglio NPL *unsecured* da 2 miliardi che punta a cedere nel 2° semestre di quest'anno. Alla luce di quanto esposto confermiamo la nostra visione Moderatamente Positiva sul titolo.

Risultati positivi sul 1° trimestre 2017, il primo dopo la fusione

Settore Bancario						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2016	P/E 2017E	Net Div. Yield 2016 (%)
Mediobanca	Moderatamente Positivo	9,175	8.051	13,47	12,23	2,95

Nota: E= expected, atteso; NS= non significativo. Fonte: FactSet

Mediobanca ha chiuso i primi nove mesi dell'esercizio 2016-17 con un utile netto di 613,9 milioni di euro, in crescita del 38,8% e ricavi in progresso del 9% a 1,66 mld di euro rispetto all'anno precedente battendo le stime di consenso. Il management ha dichiarato di portare avanti la ricerca di opportunità di acquisizioni nel *wealth management* e nello *specialty finance* (*factoring* e *credit management* incluso i portafogli NPL) non esclude di poter migliorare il *payout* dei dividendi sull'esercizio 2016-17 se la generazione di capitale lo consentirà e se non emergeranno opportunità di acquisizioni. Nel periodo sono andati bene i ricavi *core* (margine d'interesse +2% e commissioni +7%) solo parzialmente compensati da maggiori costi. La base di capitale rimane elevata, tra le migliori in ambito europeo, con un Core Tier 1 *phased in* pari al 13,12%, in miglioramento rispetto al 12,27% di fine dicembre. Confermiamo la visione Moderatamente Positiva sul titolo.

Risultati dei primi 9 mesi in linea con gli obiettivi di crescita delineati nel piano industriale

#### Petrolio & Gas

Dopo un periodo di consolidamento, il settore mostra segnali di ripresa spinto dal deciso rialzo del prezzo del petrolio evidenziato nelle scorse sedute legato all'intesa raggiunta tra l'Arabia Saudita e la Russia per promuovere il prolungamento del taglio della produzione del greggio fino a marzo

2018. Il quadro attuale rafforza la fiducia del mercato circa un rialzo delle quotazioni di più lunga durata, a patto che l'accordo sul taglio della produzione venga ratificato nel meeting OPEC del 25 maggio, a Vienna.

Settore Petrolio & Gas						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2016	P/E 2017E	Net Div. Yield 2016 (%)
ENI	Moderatamente Positivo	15,00	54.513	NS	23,04	5,34

Nota: E= expected, atteso; NS= non significativo. Fonte: FactSet

Eni ha chiuso il 1° trimestre 2016 con un utile netto di 965 milioni di euro che si confronta con una perdita di 383 mln nell'analogo periodo dello scorso anno. L'utile netto rettificato è stato di 744 milioni (2 milioni nel 1° trimestre 2016) e l'utile operativo rettificato si è attestato a 1,83 miliardi, con un progresso del 215% a/a. Il risultato del 1° trimestre è stato trainato principalmente dalla robusta performance operativa della divisione Esplorazione&Produzione (+1,53 miliardi), che riflette il sostanziale recupero del prezzo del Brent (+59%), nonché la plusvalenza sulla cessione del 10% dell'asset Zohr (339 milioni). Il miglioramento del risultato netto, rispetto al pareggio registrato nel 1° trimestre 2016, è dovuto al forte incremento della redditività operativa e alla normalizzazione del *tax rate*, che si attesta al 57% per effetto del miglioramento dello scenario che ha ridotto l'incidenza relativa degli imponibili caratterizzati da *tax rate* più elevati, e di costi non fiscalizzabili. L'indebitamento finanziario netto al 31 marzo 2017 è pari a 14,93 miliardi, sostanzialmente in linea rispetto al 2016. Nel 1° trimestre sono state definite dismissioni per circa 2,9 miliardi, pari al 60% del target minimo di cessioni previste dal piano 2017-20. Questi risultati sono frutto dei continui progressi industriali conseguiti in tutti i business, in linea con gli obiettivi dichiarati per il 2017, che restano tutti confermati. La generazione di cassa organica e gli incassi da dismissioni riteniamo consentiranno nel 2017 di finanziare integralmente gli investimenti e i dividendi a un livello di prezzo Brent ben al di sotto di quello attuale, secondo le indicazioni societarie. Infine, Eni ha confermato il target di produzione di idrocarburi per il 2017 a 1,84 milioni barili/giorno (+5% rispetto al 2016) grazie all'avvio di nuovi progetti e alla piena operatività dei giacimenti recentemente scoperti, principalmente in Egitto, Kazakhstan, Angola, Indonesia e Norvegia. Questi incrementi dovrebbero essere in grado di assorbire i declini di giacimenti maturi e un'interruzione dell'attività produttiva in Val d'Agri per un periodo di 90 giorni. Sono in corso azioni, precisa Eni, per ridurre la durata dell'interruzione. Confermiamo la visione Moderatamente Positiva sul titolo.

**Risultati trimestrali trainati principalmente dalla robusta performance operativa dell'E&P**

#### Auto

Il settore mantiene un'impostazione positiva, anche se rimane un'incertezza di fondo legata alle possibili ripercussioni negative derivanti dalla politica protezionistica adottata dal presidente USA Trump e alle contestazioni promosse dall'Agenzia per la protezione ambientale USA sulle emissioni di alcuni modelli di auto prodotti da FCA, che hanno innescato una serie di controlli anche in diversi paesi europei. Le immatricolazioni di auto in Italia ad aprile hanno registrato un calo del 4,6% a/a a 160.359 veicoli, principalmente a causa del maggior numero di giorni festivi quest'anno rispetto al 2016. L'UNRAE, associazione dei produttori, stima per l'anno quasi 2 milioni di veicoli immatricolati, un dato che porterebbe il mercato ai livelli del 2010.

Settore Auto						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2016	P/E 2017E	Net Div. Yield 2016 (%)
Cnh Industrial	Da Neutrale a Moderatamente Positivo	9,825	13.395	29,61	25,18	1,42

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

CNH Industrial ha chiuso il 1° trimestre 2017 con risultati superiori alle attese di consenso, evidenziando margini in rialzo a doppia cifra grazie all'andamento positivo delle macchine per l'agricoltura. I ricavi sono saliti del 5,8% a 5,68 miliardi di dollari e il risultato operativo del 10,7% a 257 milioni. In particolare le macchine per l'agricoltura segnano un aumento del risultato operativo a 159 milioni con un margine salito al 6,8% dal 4,2% precedente, trainato dal buon andamento delle attività in America Latina. Anche la divisione *Powertrain* evidenzia un rialzo a 74 mln di dollari dai 53 mln precedenti. Mentre il Gruppo registra un risultato operativo negativo per le macchine movimento terra (-22 milioni) e un calo a 28 da 38 milioni per i veicoli commerciali. Il debito netto industriale si attesta a 2,1 miliardi di dollari, in rialzo di 0,6 miliardi da fine 2016. In relazione all'esercizio 2017, il consiglio di amministrazione di CNH Industrial ha confermato i target su ricavi e debito; più nel dettaglio: i ricavi netti delle Attività Industriali sono attesi tra 23 e 24 miliardi di dollari; l'EPS rettificato è visto tra 0,39 e 0,41 dollari e l'indebitamento netto industriale a fine 2017 è atteso tra 1,4 e 1,6 miliardi di dollari. I risultati ottenuti confermano l'atteso miglioramento del mercato dei mezzi agricoli che, se confermato, nei mesi a venire dovrebbe consentire all'azienda di migliorare la redditività, modifichiamo pertanto il giudizio da Neutrale a Moderatamente Positivo. Il titolo tratta ad un EV/EBITDA di 8,5x e di 6,7x rispettivamente sul 2017 e 2018, a sconto rispetto alla media delle società confrontabili.

I risultati del 1° trimestre mostrano una ripresa della divisione agricola

Settore Auto						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2016	P/E 2017E	Net Div. Yield 2016 (%)
Ferrari	Moderatamente Positivo	77,45	14.632	35,75	29,63	0,76

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Ferrari ha chiuso il 1° trimestre 2017 superando ampiamente le aspettative e confermando l'Outlook Positivo sull'intero anno. L'utile netto si è attestato a 124 milioni di euro in rialzo del 60,1%, l'EBITDA rettificato ha segnato un progresso del 36% a 242 milioni con un margine in miglioramento a 29,5% da 26,3% del 1° trimestre del 2016. I ricavi netti sono cresciuti a 821 milioni, in aumento del 21,5% con consegne di vetture che hanno raggiunto le 2.003 unità, in miglioramento del 6,4% rispetto all'anno precedente. A fine marzo l'indebitamento industriale netto è sceso a 578 milioni, rispetto a 653 milioni di fine dicembre 2016. L'AD Marchionne, in un'ottica di medio lungo periodo, ha confermato la possibilità di superare le 10 mila unità (soglia considerata critica per mantenere la condizione di esclusività), un incremento di prezzi del 2-3% e ha dichiarato che una marginalità dell'EBITDA nell'ordine del 35%, al pari di un marchio del lusso, è raggiungibile. Tuttavia il manager ha precisato che i nuovi target di volumi/margini saranno comunicati dopo i risultati del 2017. Manteniamo un giudizio Moderatamente Positivo sul titolo in un'ottica di lungo termine in quanto, a nostro avviso, il valore corrente non incorpora appieno le potenzialità relative alle sponsorizzazioni e alle licenze commerciali legate al marchio. Tuttavia, la ripida salita del titolo delle ultime settimane aumenta le probabilità di un ritracciamento fisiologico di breve termine. Il titolo quota al massimo storico.

Risultati trimestrali sorprendenti. Il titolo tratta al massimo storico

Settore Auto						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2016	P/E 2017E	Net Div. Yield 2016 (%)
FCA	Moderatamente Positivo	10,17	19.699	6,99	5,18	0,00

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Fiat Chrysler Automobiles ha chiuso il 1° trimestre 2017 con risultati migliori delle attese e apre ad ipotesi di *spin-off* di Jeep e Ram e relativa quotazione sul modello di Ferrari, una mossa in grado di incrementare la valorizzazione del titolo. I dati del trimestre mostrano novità positive su tutti i fronti: l'area Nafta non ha evidenziato il previsto declino legato al rinnovo dei modelli, ma si è rivelata tutto sommato stabile; l'area EMEA è andata meglio delle attese e Maserati ha portato un forte contributo alla crescita dell'EBIT rettificato. Nel 1° trimestre i ricavi netti si attestano a 27,7

Risultati trainati da buon andamento in Europa e da Maserati; il Nordamerica ha segnato ricavi e utili al livello dell'anno precedente, sorprendendo in positivo

miliardi di euro, in rialzo del 4% su anno, l'EBIT rettificato a 1,53 miliardi in crescita dell'11%. Il debito netto industriale sale a 5,11 miliardi, a fine marzo, da 4,58 miliardi di fine 2016 per un incremento stagionale del capitale di funzionamento. I positivi risultati raggiunti e il potenziale interesse a valorizzare i marchi del gruppo conosciuti a livello Internazionale ci inducono a confermare il giudizio Moderatamente Positivo sul titolo.

### Telecomunicazioni

Permangono luci e ombre sul settore delle Telecomunicazioni e la possibile convergenza fra infrastrutture e contenuti mantiene elevato l'interesse sul comparto. In Italia prevalgono ancora i ricavi del fisso (16,2 miliardi di euro nel 2016) rispetto al mobile (15,8 miliardi), che è più esposto alla concorrenza. Sono cresciuti invece gli accessi in banda larga totali del settore: +10,2% dal 2011. Sul mercato domestico è atteso un miglioramento della marginalità grazie all'implementazione di politiche di efficientamento dei costi, unito al lancio di nuovi servizi sui contenuti che garantiscono maggiore redditività.

Settore Telecomunicazioni						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2016	P/E 2017E	Net Div. Yield 2016 (%)
Telecom Italia	Moderatamente Positivo	0,9	18.122	11,07	12,43	0,00

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Telecom Italia ha chiuso il 1° trimestre 2017 con una crescita dell'EBITDA a doppia cifra, leggermente meglio delle attese di consenso. Il management ha rassicurato gli investitori sul fatto che non ci sono concorrenti temibili sul fronte della telefonia mobile e della rete fissa. L'AD Cattaneo si attende un progressivo miglioramento dei risultati economici e finanziari anche nei prossimi trimestri ma per ora non intende modificare gli obiettivi per fine anno. Nel 1° trimestre i ricavi consolidati hanno segnato un aumento dell'8,5% a 4,8 miliardi di euro, l'EBITDA del 16,2% a 2 miliardi; l'utile netto è calato a 200 da 433 milioni del 2016, che però aveva beneficiato di poste straordinarie. Il debito netto rettificato a fine marzo era pari a 25,23 miliardi di euro. L'AD ha precisato che si attende un proseguimento del trend positivo dei ricavi da servizi domestici così come evidenziato nei mesi scorsi. I risultati del 1° trimestre confermano gli obiettivi principali riportati nel piano industriale 2017-19 presentato nei mesi scorsi (si veda commento sul mensile del 24 febbraio 2017) di una stabilizzazione dei ricavi per i servizi domestici, una ottimizzazione dei costi e la graduale riduzione dell'indebitamento. A tal proposito, ricordiamo che non è previsto il pagamento del dividendo per l'arco del piano. Confermiamo la visione Moderatamente Positiva sul titolo.

**Trimestrale sopra le attese, prosegue l'implementazione del piano industriale al 2019 che prevede un miglioramento dei risultati e una politica commerciale più aggressiva**

### Settori Neutrali

#### Utility

I risultati di bilancio del 1° trimestre evidenziano per le Utility italiane un generale miglioramento dell'utile a fronte di margini ancora in leggera contrazione. Proseguono 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 4-5%, ma soprattutto le azioni legate ai servizi pubblici hanno mostrato un andamento positivo in passato per effetto della natura difensiva e adesso potrebbero lasciare il passo ai settori più ciclici.

Settore Utility						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2016	P/E 2017E	Net Div. Yield 2016 (%)
Atlantia	Moderatamente Positivo	24,81	20.488	18,64	17,33	3,94

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Atlantia ha annunciato l'offerta pubblica di acquisto sulla spagnola Abertis che valorizza il 100% di quest'ultima 16,34 miliardi di euro. L'operazione prevede sia un'offerta in contanti di 16,5 euro per ciascuna azione Abertis che la possibilità, per i soci Abertis, di optare per un corrispettivo in azioni Atlantia di nuova emissione con caratteristiche speciali. Il rapporto è di 0,697 azioni Atlantia per ogni azione Abertis; il valore dell'azione Atlantia è stato determinato in 24,2 euro. L'efficacia dell'operazione è subordinata ad alcune condizioni sospensive: la percentuale minima di adesione deve essere almeno il 50%+1 azione della totalità delle azioni Abertis oggetto dell'offerta; la quantità minima di adesione alla parziale alternativa in azioni non deve essere inferiore a 100 milioni di azioni Abertis (rappresentanti il 10,1% circa della totalità delle azioni oggetto dell'offerta). L'offerta, viene precisato, non è finalizzata al *delisting* di Abertis, Atlantia non eserciterà i cosiddetti diritti di *squeeze-out* previsti dalla normativa spagnola in tema di OPA. L'offerta di Atlantia su Abertis ha l'obiettivo, secondo quanto dichiarato dal Gruppo italiano, "di creare il leader mondiale nella gestione delle infrastrutture di trasporto con un portafoglio di asset diversificato in 19 paesi con 14.095 km di autostrade e 60 milioni di passeggeri negli aeroporti di Roma e Nizza. Il nuovo gruppo sarà il principale operatore di autostrade nel mondo con un EBITDA di 6,6 miliardi di euro e investimenti per 2,4 miliardi di euro" secondo i dati del bilancio 2016 pro forma.

#### Offerta pubblica di acquisto e scambio sulla spagnola Abertis

L'offerta di Atlantia, valorizza Abertis 8,8x e 8,0x l'EV/EBITDA 2017-18 sulla base delle stime di consenso, sostanzialmente in linea con quelli di Atlantia. Tali multipli, a nostro avviso, risultano piuttosto generosi considerata la minore durata del portafoglio concessioni della società spagnola, tuttavia rimane ampio spazio per la creazione di valore alla luce delle potenziali sinergie, della diversificazione geografica e dall'ottimizzazione del costo del capitale. Ricordiamo, inoltre, che ci sono ancora incertezze sul risultato dell'operazione in termini di autorizzazioni necessarie e di reazione degli azionisti di riferimento di Abertis, che si sono presi 3-4 settimane di tempo per valutare l'offerta italiana.

Atlantia ha pubblicato i risultati del 1° trimestre 2017: il traffico autostradale sulla rete italiana nel 1° trimestre è cresciuto del 2,7% al netto degli effetti di calendario (Pasqua e anno bisestile), sulla rete estera è cresciuto del 3,7%. Il traffico passeggeri Aeroporti di Roma nel 1° trimestre è cresciuto del 3,2%. L'EBITDA di Atlantia nel trimestre è stato di 785 milioni di euro, in crescita del 9% (+8% su base omogenea) e l'utile di 176 milioni, in crescita del 7% (+10% su base omogenea). Il perfezionamento della cessione della quota del 10% in Aspi (Autostrade per l'Italia) è previsto per la fine di luglio 2017. Atlantia per il 2017 prevede un miglioramento della redditività del gruppo e una crescita dei principali indicatori gestionali. Alla luce di quanto esposto confermiamo la visione Moderatamente Positiva sul titolo.

#### Risultati trimestrali in crescita

Settore Utility						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2016	P/E 2017E	Net Div. Yield 2016 (%)
ENEL	Moderatamente Positivo	4,572	46.482	15,04	13,00	3,95

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Enel ha chiuso il 1° trimestre 2017 con un risultato netto in crescita del 4,7% a 983 milioni di euro. I ricavi sono aumentati a 19,36 miliardi (+8,4% a/a), grazie alle vendite ai clienti finali e al trasporto di energia, ma anche per la svalutazione dell'euro nei confronti di gran parte delle valute dei Paesi in cui il gruppo opera. L'EBITDA invece è risultato in calo del 2,6% a 3,9 miliardi a causa della contrazione della marginalità nella penisola iberica e da un minore contributo dalle energie rinnovabili e dal segmento retail. Tali fattori negativi sono stati quasi interamente compensati dal

#### Positiva la performance italiana mentre calano i margini nell'area iberica

miglioramento delle performance in America Latina. I risultati trimestrali hanno inoltre risentito della variazione del perimetro di consolidamento che in Europa ha visto la perdita del controllo di Slovenske Elektrarne e il deconsolidamento di Egna Renewable Energy Partners. L'indebitamento netto di Enel a fine marzo era di 39,3 mld di euro in incremento rispetto ai 37,5 di fine anno, per effetto delle acquisizioni, tra cui la brasiliana Celg, ma anche per il pagamento dell'acconto sul dividendo 2016. Per quanto riguarda l'Italia, i ricavi trimestrali sono cresciuti del 9,7% e l'EBITDA è rimasto sostanzialmente invariato principalmente per effetto di una politica commerciale indirizzata al segmento business. Per la parte restante del 2017, la società conferma l'accelerazione degli investimenti in digitalizzazione, con il proseguimento della campagna di installazione degli *smart meter* di seconda generazione in Italia e dell'installazione dei contatori elettronici nella Penisola Iberica. È inoltre prevista l'accelerazione dell'installazione della rete a fibra ottica intrapresa da Open Fiber. La società ha confermato la decarbonizzazione del mix produttivo entro il 2050 e prevede che l'energia elettrica generata da fonti a emissioni zero possa contribuire nel 2019 a oltre metà della produzione totale del gruppo. Confermiamo la visione Moderatamente Positiva sul titolo.

#### Assicurativo e Risparmio Gestito

Le prospettive del mercato assicurativo italiano rimangono stabili, in quanto riflettono l'aspettativa che la redditività e la patrimonializzazione delle compagnie sia resiliente, nonostante la forte competizione sui prezzi nell'Rc Auto, i bassi ritorni degli investimenti e le pressioni dal contesto normativo per aumentare la trasparenza e rafforzare la concorrenza. Si sta inoltre riducendo l'elevata concentrazione dei rischi nei portafogli di investimento degli assicuratori. Nel ramo Vita prosegue la raccolta netta positiva nei tradizionali prodotti di risparmio, per effetto della continua domanda di protezione del capitale, anche se si evidenzia uno spostamento del mix di business verso prodotti a base commissionale.

Settore Assicurativo e Risparmio Gestito						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2016	P/E 2017E	Net Div. Yield 2016 (%)
Generali	Moderatamente Positivo	14,84	23.177	10,77	10,05	5,36

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Generali ha chiuso il 1° trimestre dell'anno con un utile netto in calo del 9% a 535 milioni a causa dei minori utili da dismissioni e di un maggior impatto della fiscalità. Nel periodo inoltre Generali ha svalutato il bond Alitalia per circa 42 milioni di euro. Il risultato operativo è cresciuto a 1,2 miliardi (+4,2%) con un ROE annualizzato in miglioramento al 13,6% in linea con i target. I premi sono calati complessivamente del 2,5% a 19,2 miliardi. Nel ramo Danni i premi sono cresciuti dell'1,9%, mentre nel Vita sono calati del 4,6% per la politica di sottoscrizione più selettiva dei prodotti risparmio. Il valore della nuova produzione Vita è aumentato del 33,3% a 463 milioni. Il Combined Ratio Danni ha invece risentito di maggiori sinistri catastrofali ed è salito al 93,1%. Sono migliorati i ratio patrimoniali: il Regulatory Solvency Ratio si è attestato al 178% (da 177%), mentre l'Economic Solvency Ratio, che applica il modello interno all'intero perimetro, si è posizionato al 195% (da 194% precedente). Contestualmente ai risultati trimestrali, Generali ha annunciato anche una nuova strategia per trasformare il business dell'asset management, dove punta a raggiungere entro il 2020 un risultato netto di 300 milioni con 500 miliardi di asset gestiti (dai 446 miliardi attuali), grazie anche a 20 miliardi attesi dall'arrivo di clienti esterni. A regime è atteso un contributo di 150 milioni sull'utile di gruppo. La controllata Banca Generali, è stato chiarito, al momento non è coinvolta. Confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul titolo.

**Risultati in linea con le attese;  
previsto rafforzamento  
nell'asset management**

Settore Assicurativo e Risparmio Gestito						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2016	P/E 2017E	Net Div. Yield 2016 (%)
Poste Italiane	Moderatamente Positivo	6,40	8.359	13,58	10,97	6,06

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Poste Italiane ha chiuso il 1° trimestre 2017 con ricavi consolidati a 9,5 miliardi di euro, in calo del 2,3% rispetto allo stesso periodo 2016. L'utile netto è sceso a 351 milioni (-4,4%) e il risultato operativo è stato di 526 milioni (-6,4%). Tutti e tre i dati sono al di sopra delle attese di consenso raccolto dalla stessa società. Le masse amministrate a fine marzo sono salite a 498 miliardi in crescita dell'1% rispetto a fine dicembre. I risultati del 1° trimestre dell'anno si sono caratterizzati per una marcata contrazione della raccolta assicurativa, nonché dalla fisiologica riduzione dei volumi di corrispondenza tradizionale. In crescita, invece, il comparto Logistica e Pacchi che registra un aumento importante rispetto allo stesso periodo del precedente esercizio. La divisione Servizi finanziari ha mostrato una leggera contrazione in termini di ricavi e una flessione più marcata sulla marginalità. Il nuovo management punta a presentare il nuovo piano industriale entro fine anno o al massimo inizio 2018. Il neo AD Del Fante ha precisato che intende perseguire sulla politica di dividendi che sia ragionevolmente analoga a quella messa in atto negli ultimi due anni. La società offre un elevato *dividend yield*. In attesa di avere una maggiore visibilità sulla nuova impronta strategica del management manteniamo una visione Moderatamente Positiva sul titolo.

**Risultati trimestrali in calo ma migliori delle attese**

Settore Assicurativo e Risparmio Gestito						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2016	P/E 2017E	Net Div. Yield 2016 (%)
Unipol GF	Moderatamente Positivo	4,178	2.998	8,84	9,78	4,39

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Unipol Gruppo Finanziario (UGF) nel 1° trimestre dell'anno ha contabilizzato premi lordi per 3,2 miliardi, in contrazione del 32,9% rispetto al pari periodo 2016. In particolare, il ramo Danni è cresciuto dell'1,3% a 1,9 miliardi rispetto ai primi tre mesi dell'anno precedente, mentre il ramo Vita è diminuito del 56,6% a 1,2 miliardi. Il trimestre si chiude con un utile netto consolidato di 157 milioni, in crescita del 4% a/a. Sul fronte patrimoniale, il Solvency ratio si attesta al 156%. La controllata Unipol Banca ha chiuso il trimestre con un utile ante imposte a 4 milioni dai 2 milioni precedenti e il management sta portando avanti il progetto della creazione di una *bad bank* per alleggerire l'attività bancaria dei crediti problematici. Processo che, a detta dell'AD Cimbri, terrà impegnata la banca per tutto l'esercizio corrente. Inoltre l'AD ha dichiarato che attualmente non ci sono i presupposti per il rinnovo dell'accordo di bancassicurazione con il Banco BPM che scade a fine anno. Con riferimento alla partecipazione detenuta in BPER (Banca Popolare dell'Emilia Romagna), Unipol precisa che il gruppo possiede attualmente il 9,9% del capitale di detto istituto. La quota del 5% detenuta a supporto della partnership industriale in essere ha natura stabile mentre la parte rimanente, al momento, si configura come un investimento finanziario. Alla luce di tali considerazioni da parte del management riteniamo ragionevole l'esercizio dell'opzione *put* sul 50% di Popolare Vita (compagnia di bancassicurazione con Banco BPM) e per quanto riguarda Unipol Banca, consideriamo probabile il coinvolgimento della banca nel processo di consolidamento delle banche popolari nel medio termine, come l'opzione più vantaggiosa. La società vanta un interessante *dividend yield* confermiamo pertanto il giudizio Moderatamente Positivo sul titolo.

**In cerca di una svolta per Unipol Banca**

Settore Assicurativo e Risparmio Gestito						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2016	P/E 2017E	Net Div. Yield 2016 (%)
UnipolSai	Neutrale	2,19	6.197	12,35	12,65	5,64

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

La compagnia di assicurazione ha chiuso il 1° trimestre dell'anno con un utile netto a 147 milioni di euro in progresso del 4,7% rispetto al 1° trimestre 2016. La raccolta netta diretta assicurativa si è attestata a 2.833 milioni di euro in flessione del 23,9% rispetto al 1° trimestre 2016, così suddivisa: Ramo Danni 1.790 milioni di euro (+0,6%) e Ramo Vita 1.043 milioni di euro (-46,3%). Il Combined Ratio è sceso al 96,2% rispetto al 97,3% precedente. A fine marzo l'indice di solvibilità individuale, che indica la solidità patrimoniale delle compagnie assicurative, era pari al 240% del capitale richiesto, rispetto al 243% di inizio anno. I risultati del trimestre evidenziano una buona ripresa del comparto Danni dove il risultato ante imposte è ammontato a 128 mln rispetto ai 112 dello stesso periodo dello scorso anno, ma risente pesantemente della flessione del comparto vita. Quest'ultimo, condizionato da un contesto di mercato che offre tassi d'interesse molto contenuti e negativi sul breve termine, ha rafforzato le scelte strategiche volte al contenimento dei costi del rischio finanziario, limitando la produzione di prodotti tradizionali con rendimenti legati alle gestioni separate e orientando l'offerta della rete di vendita su prodotti multiramo e *linked* (assicurazioni sulla vita ad elevato contenuto finanziario). A scendere, in particolare, la raccolta vita del canale bancassicurazione (-75%). Alla luce di quanto esposto confermiamo il giudizio Neutrale sul titolo.

**Sale l'utile ma la raccolta vita crolla**

## 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 aumentandone l'incidenza sul totale dall'attuale 25%. In tale ottica Atlantia ha lanciato una 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. In Nord America rimane spazio per una crescita del fatturato redditizia, guidata dal solido sviluppo economico e da una rivalutazione del dollaro nei confronti dell'euro, che avrà impatti positivi sul bilancio del gruppo. 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	Prosegue il trend positivo delle vendite di auto, con il dato di aprile in aumento del 7,4% a/a, (da inizio anno +5,8%), grazie anche alla crescente domanda di vetture elettriche, che dovrebbe consentire di raggiungere il target nel 2017 di 100mila auto, ponendo BMW come leader del segmento. In forte crescita le vendite in Cina (+39,2%), dove il gruppo ha deciso di aumentare la capacità produttiva per sostenere la crescente domanda. A livello globale BMW 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 ad 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 CET 1 <i>fully loaded</i> si è attestato al 10,9 (11,7% proforma) 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.
Enel	Enel ha chiuso il 1° trimestre 2017 con un risultato netto in crescita del 4,7% a 983 milioni di euro. I ricavi sono aumentati a 19,36 miliardi (+8,4% a/a), grazie alle vendite ai clienti finali e al trasporto di energia, ma anche per la svalutazione dell'euro nei confronti di gran parte delle valute dei Paesi in cui il gruppo opera. I risultati confermano la validità della strategia di diversificazione nello sviluppo tecnologico e geografico. Il piano strategico per il 2017-19 si basa sulla digitalizzazione degli asset, l'attenzione ai clienti e il riequilibrio degli investimenti, con un forte aumento sulle reti e un ridimensionamento sulle rinnovabili. La società stima inoltre risultati in rialzo e dividendi in crescita e proporrà un piano di riacquisto di azioni proprie fino a 2 miliardi di euro. Enel offre un interessante <i>dividend yield</i> .
ENI	L'accordo sul taglio alla produzione di petrolio, definito a fine 2016 dai principali produttori internazionali, ha migliorato la visione strategica sul settore. 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> .

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Selezione di titoli in ottica di medio periodo – continua	
Favorevoli	Motivazione
Mediobanca	La società ha varato il piano industriale 2016-19, che 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>payout ratio</i> del 40% e un ROTE al 10% (dal 7,5%).
Sanofi	Sanofi presenta una pipeline di prodotti ancora particolarmente interessante, con il recente lancio negli USA del farmaco anti dermatite Dupixent che ha avuto riscontri incoraggianti. Sanofi può contare su prospettive interessanti derivanti dalla commercializzazione di nuovi prodotti e dal contributo positivo della divisione biotecnologica Genzyme, con attesi impatti sui futuri ricavi, anche se la scadenza del brevetto in esclusiva del farmaco di punta contro il diabete Lantus incide sui ricavi. Per preservare la marginalità e gli utili, il gruppo prosegue nella politica di efficientamento con un obiettivo di riduzione dei costi pari a 1,5 mld di euro entro il 2018. 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%, EBIT margine 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 segna un nuovo massimo storico a 2.405,8 a livello intraday, non confermato in chiusura, poco sopra l'area resistenziale di forte valenza posta a 2.398-2.400, per poi tornare a testare l'area 2.360-2.356 sulla notizia del possibile impeachment di Trump. Solo il superamento di 2.405,8 condurrebbero verso nuovi obiettivi posti a 2.450 e 2.500, parte alta del canale costruito sui minimi di febbraio 2016. Solo la violazione di quest'ultima fornirebbe ulteriore slancio alle quotazioni con obiettivi a 2.550 e successivamente a 2.620. Ulteriori livelli sono individuabili a 2.710 e 2.884, proiezioni di Fibonacci rispettivamente al 138% e 150%.

Di contro, l'eventuale perdita dei supporti di forte valenza a 2.356, rappresentato dalla chiusura del gap rialzista di aprile, condurrebbe verso l'area rilevante posta a 2.322-2.316, minimi di marzo, il cui cedimento fornirebbe un segnale di debolezza, riproponendo i test a 2.257. L'eventuale perdita di quest'ultimo ricondurrebbe sui supporti posti a 2.233-2.214 e a 2.193-2.187; di contro, negatività di breve è subordinata alla violazione al ribasso di 2.119 e 2.083-2.074. Solo la perdita di questa zona condurrebbe l'indice verso i test posti in area 2.042 e 2.025, mentre stazionamenti sotto questi livelli riproporrebbero i test a 1.991 e successivamente a 1.937-1.931. Obiettivi successivi a 1.891 e a 1.871-1.864 per poi scendere sui minimi di febbraio 2016, da dove è partito l'attuale trend rialzista a 1.810.

**Prime barriere di forte valenza in area 2.405,8. Successive a 2.450-2.500**

**Primi supporti in area 2.356 e successivi di forte valenza in area 2.322-2.316. Ulteriori rilevanti a 2.257 e 2.233-2.214**





Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

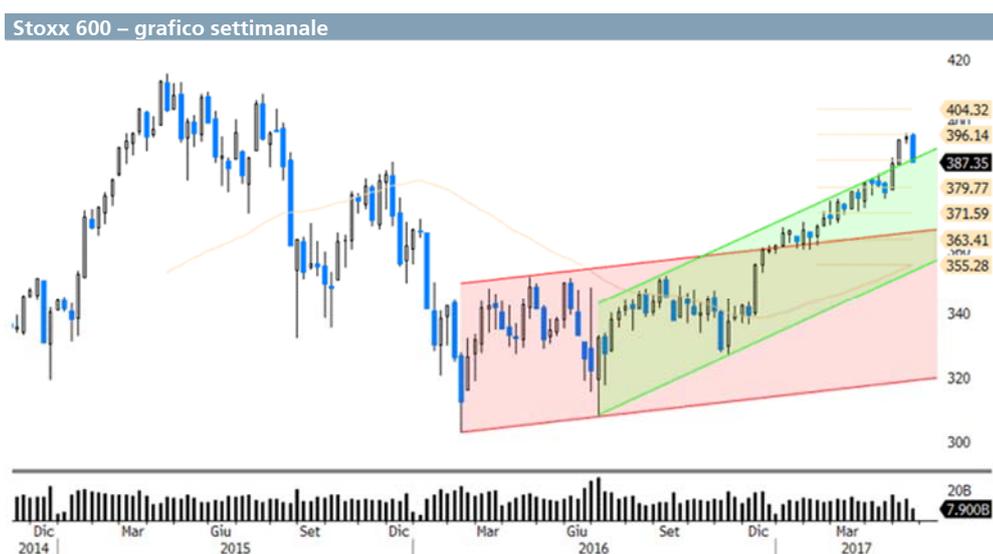
### Stoxx 600

Lo Stoxx600 fornisce ulteriori segnali forza segnando nuovi massimi relativi, superando quelli di dicembre 2015 e la barriera di forte valenza individuabile a 391-393. Le prime resistenze si trovano a 399-400, con successivi target rilevanti a 404,5. Sopra tale area l'indice riproporrebbe le resistenze a 409-410, massimi di luglio 2015. Stazionamenti superiori a tali livelli favorirebbero allunghi verso 412-415, record storici registrati ad aprile 2015.

**Resistenze di rilievo a 399-400 con successivi obiettivi a 404,5 e 409-410**

Sul fronte opposto, i primi livelli supportivi sono collocati a 387 e i successivi sono individuabili a 379-376 punti per poi scendere a 373-372, livelli 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 cedimento di 315-312 riproporrebbe il test intermedio a 308 con successivi obiettivi sul doppio minimo di ottobre 2014 e febbraio 2016 posto a 302.

**Primi test a 387 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

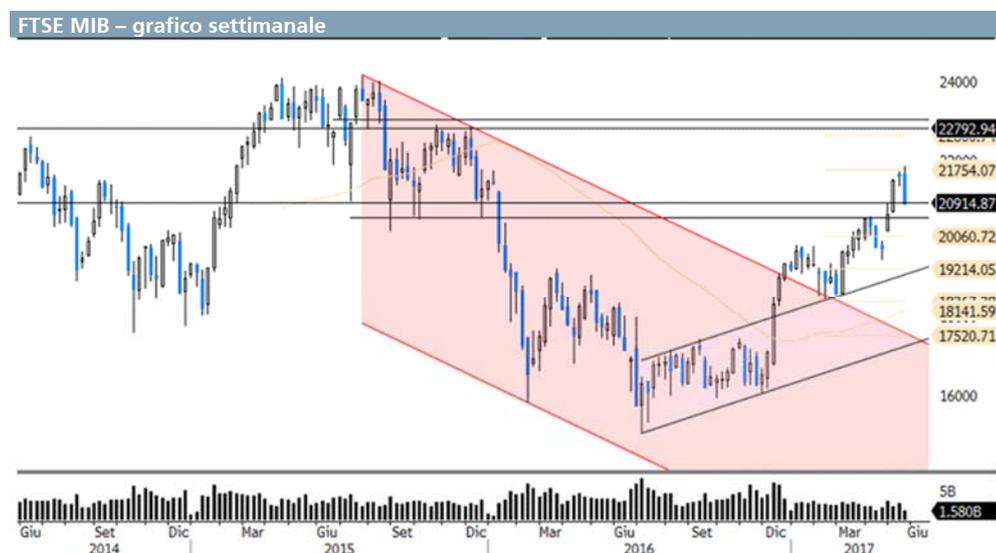
## FTSE MIB

Il FTSE MIB recupera forza relativa nell'ultimo mese pur restando lontano dai massimi del 2015. Stazionamenti superiori a 21.828 rafforzerebbero ulteriormente l'indice con successivi obiettivi a 21.998-22.218. Solo il superamento di tale barriera fornirebbe nuova forza verso 22.740-22.809 e successiva a 23.495 e 23.992.

**Barriere rilevanti a 21.828 e 21.998-22.218**

Di contro, i primi supporti sono individuabili in area 20.879 con successivi obiettivi a 20.619-20.581, 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 e successivamente a 18.292-18.238, per poi scendere a 18.131 e andare a intercettare il gap giornaliero di accelerazione lasciato aperto tra 17.859-17.757. Negatività sotto questi livelli con obiettivi a 17.426 e 17.042.

**Test a 20.879 e successivi di valenza tra 20.619-20.581 verso 20.540 e 20.177 e 19.931-19.925**



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Cambio EUR/USD

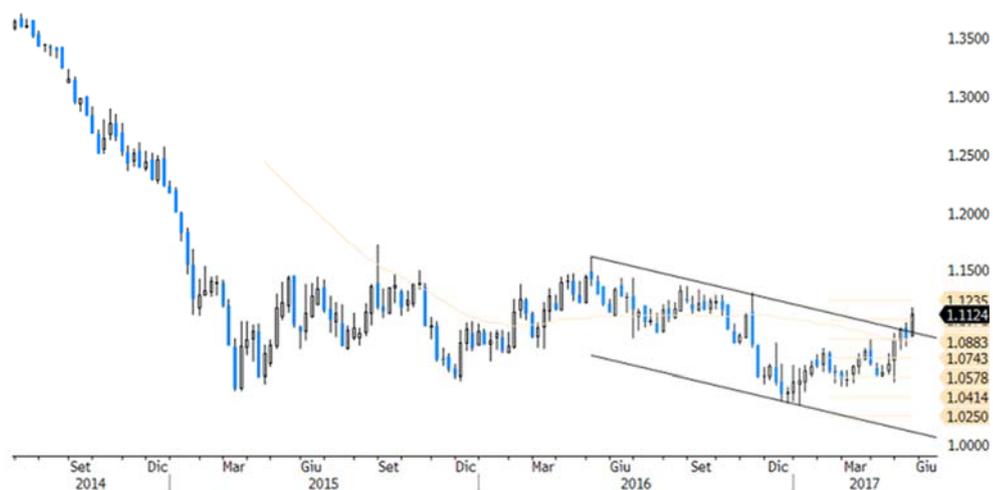
Pur aumentando la forchetta di oscillazione, il cambio euro/dollaro nell'ultimo mese aveva scambiato ancora nell'ampio trading range compreso fra 1,105 e 1,034, mentre nelle ultime 2 sedute il superamento di questo livello ha fornito una brusca accelerazione al rialzo dell'euro, andando a interessare una prima area posta a 1,114-1,117. Eventuali stazionamenti sopra tale zona riproporrebbe segnali di forza verso 1,13. Sopra tale area si assisterebbe a ulteriori accelerazioni verso 1,135-1,137 e successivamente 1,145-1,15.

**Barriere rilevanti a 1,114-1,117 con primi obiettivi a 1,13**

Di contro, i primi supporti sono individuabili in area 1,096 e 1,083-1,082, mentre il cedimento di 1,053-1,052, confermato dalla perdita di 1,049, riaprirebbe spazio a un'ulteriore discesa verso 1,045 per poi scendere verso 1,034. Sotto tali livelli i successivi obiettivi sono individuabili in area 1-0,992 con obiettivi intermedi in area 1,02, parte inferiore del canale ribassista di lungo periodo costruito sui massimi del 2008.

**Supporti in area 1,096 e 1,083-1,082 e di forte valenza a 1,053-1,052**

Euro - dollaro – grafico settimanale



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 2016 (%)
<b>Euro Stoxx</b>	<b>Area euro</b>	<b>391,06</b>	<b>5.988.103</b>	<b>5,76</b>	<b>20,05</b>	<b>11,65</b>	<b>15,73</b>	<b>26,86</b>	<b>3,26</b>
<b>Alimentari</b>	<b>Area euro</b>	<b>627,31</b>	<b>358.192</b>	<b>4,95</b>	<b>16,72</b>	<b>12,60</b>	<b>22,84</b>	<b>22,20</b>	<b>2,63</b>
Unilever	Paesi Bassi	49,42	84.733	3,01	34,26	26,33	22,84	14,74	2,58
Danone	Francia	67,09	44.004	4,39	13,58	11,45	19,15	13,17	2,52
Pernod Ricard	Francia	120,25	31.917	5,21	18,24	16,80	21,18	9,04	1,56
Heineken	Paesi Bassi	85,55	49.277	5,42	21,54	20,05	21,71	7,36	1,56
<b>Assicurazioni</b>	<b>Area euro</b>	<b>257,26</b>	<b>250.951</b>	<b>2,31</b>	<b>10,05</b>	<b>4,35</b>	<b>11,00</b>	<b>0,65</b>	<b>5,05</b>
Allianz	Germania	173,60	79.335	1,67	13,61	10,57	11,11	3,83	4,38
ING	Paesi Bassi	15,36	59.650	11,19	17,04	14,85	12,13	3,58	4,32
AXA	Francia	24,40	59.206	4,95	8,16	1,73	10,07	3,64	4,77
Assicurazioni Generali	Italia	14,84	23.177	5,62	26,41	5,10	10,05	7,18	5,36
Muenchener Rueck	Germania	175,00	27.172	-4,37	-0,09	-2,59	11,58	-6,21	4,91
<b>Auto e componenti</b>	<b>Area euro</b>	<b>559,52</b>	<b>255.954</b>	<b>7,04</b>	<b>18,28</b>	<b>7,32</b>	<b>8,43</b>	<b>25,16</b>	<b>3,14</b>
Daimler	Germania	69,15	73.979	4,11	6,14	-2,22	7,72	9,67	4,67
Volkswagen	Germania	144,35	73.439	10,06	21,81	8,25	6,20	High	1,41
Renault	Francia	88,74	26.242	13,78	19,68	5,01	6,11	15,52	3,46
BMW	Germania	87,35	56.736	5,46	7,14	-1,58	8,34	0,81	3,99
Peugeot	Francia	19,29	16.584	9,73	38,10	24,46	8,39	19,17	2,49
<b>Banche</b>	<b>Area euro</b>	<b>137,65</b>	<b>561.834</b>	<b>14,56</b>	<b>27,55</b>	<b>16,97</b>	<b>12,68</b>	<b>High</b>	<b>4,38</b>
Banco Santander	Spagna	6,14	89.594	11,97	40,63	23,90	12,86	9,34	3,29
BNP Paribas	Francia	67,07	83.636	15,04	20,87	10,77	11,34	-1,44	4,02
Banco Bilbao Vizcaya	Cile	7,44	49.602	8,50	23,98	15,98	11,91	24,88	4,79
Société Générale	Francia	50,15	40.507	15,27	23,90	7,28	11,27	0,85	4,41
Deutsche Bank	Germania	17,57	36.313	16,17	28,67	14,12	13,22	11,24	0,82
Commerzbank	Germania	9,71	12.163	20,87	33,42	34,03	22,08	99,94	0,00
<b>Beni personali e per la casa</b>	<b>Area euro</b>	<b>834,81</b>	<b>325.159</b>	<b>4,53</b>	<b>27,18</b>	<b>18,36</b>	<b>23,77</b>	<b>15,25</b>	<b>2,03</b>
Philips	Paesi Bassi	32,22	29.949	8,38	18,63	11,09	18,32	17,06	2,50
LVMH	Francia	231,20	117.358	10,83	39,45	27,45	24,40	19,12	1,72
L'Oreal	Francia	189,90	106.696	4,89	20,27	9,52	27,22	8,56	1,73
Adidas	Germania	177,30	37.094	-0,42	27,78	18,08	28,84	22,81	1,10
<b>Retail</b>	<b>Area euro</b>	<b>524,29</b>	<b>126.570</b>	<b>6,30</b>	<b>12,88</b>	<b>10,03</b>	<b>20,17</b>	<b>14,44</b>	<b>2,63</b>
Carrefour	Francia	22,91	17.325	8,12	2,12	0,09	14,31	12,90	3,10
Inditex	Spagna	36,29	113.088	5,71	15,98	11,89	30,85	15,81	1,82
Metro	Germania	30,15	9.843	3,86	7,83	-4,56	14,39	9,11	3,35
<b>Chimici</b>	<b>Area euro</b>	<b>1.092,51</b>	<b>345.179</b>	<b>3,34</b>	<b>16,75</b>	<b>9,37</b>	<b>17,06</b>	<b>8,98</b>	<b>2,69</b>
Bayer	Germania	116,05	95.967	8,92	22,44	17,07	14,76	7,46	2,32
BASF	Germania	88,35	81.148	-2,67	8,31	0,05	15,88	17,32	3,40
Air Liquide	Francia	111,90	43.542	4,09	19,08	5,92	21,02	5,91	2,32
Akzo Nobel	Paesi Bassi	75,79	19.112	-4,45	29,67	27,61	17,45	4,82	2,16

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 2016 (%)
<b>Euro Stoxx</b>	<b>Area euro</b>	<b>391,06</b>	<b>5.988.103</b>	<b>5,76</b>	<b>20,05</b>	<b>11,65</b>	<b>15,73</b>	<b>26,86</b>	<b>3,26</b>
<b>Costruzioni e Materiali</b>	<b>Area euro</b>	<b>459,85</b>	<b>190.005</b>	<b>5,65</b>	<b>19,30</b>	<b>12,85</b>	<b>17,63</b>	<b>14,09</b>	<b>2,76</b>
Saint Gobain	Francia	50,70	28.153	9,73	23,24	14,56	17,16	18,33	2,47
Bouygues	Francia	38,73	13.771	3,65	28,42	13,76	17,67	3,43	4,13
Acciona	Spagna	81,33	4.657	8,77	25,70	16,30	18,63	59,53	3,41
<b>Petrolio &amp; Gas</b>	<b>Area euro</b>	<b>323,50</b>	<b>215.894</b>	<b>0,46</b>	<b>13,11</b>	<b>-0,16</b>	<b>14,45</b>	<b>39,12</b>	<b>4,83</b>
Total	Francia	48,35	120.048	0,67	11,11	-0,76	12,99	18,33	5,00
ENI	Italia	15,00	54.513	0,07	20,00	-3,04	23,04	High	5,34
Repsol	Spagna	14,80	22.147	0,54	19,74	10,28	10,69	7,15	5,11
<b>Farmaceutici</b>	<b>Area euro</b>	<b>961,26</b>	<b>381.751</b>	<b>7,46</b>	<b>21,79</b>	<b>17,52</b>	<b>19,81</b>	<b>4,86</b>	<b>2,23</b>
Sanofi-Aventis	Francia	92,97	116.737	8,95	20,18	20,90	16,29	2,74	3,19
Merck	Germania	113,20	49.217	7,35	21,67	14,17	17,71	3,26	1,06
<b>Beni e servizi Industriali</b>	<b>Area euro</b>	<b>788,91</b>	<b>669.488</b>	<b>4,37</b>	<b>19,38</b>	<b>11,94</b>	<b>18,52</b>	<b>10,47</b>	<b>2,60</b>
Siemens	Germania	130,05	110.543	2,77	19,81	11,34	16,05	17,00	2,78
Schneider Electric	Francia	70,58	41.819	3,22	10,59	6,76	18,00	13,89	2,89
Alstom	Francia	30,28	6.652	11,24	11,26	15,66	18,23	31,94	0,76
Deutsche Post	Germania	32,30	40.716	3,88	11,71	3,41	14,57	3,51	3,16
ThyssenKrupp	Germania	21,60	12.224	-1,28	-0,37	-4,59	18,39	99,74	0,71
Vallourec	Francia	6,34	2.861	3,27	28,49	-3,19	ND	High	0,00
Thales	Francia	97,82	20.709	6,11	8,34	6,18	20,17	14,46	1,64
<b>Risorse di base</b>	<b>Area euro</b>	<b>228,75</b>	<b>67.959</b>	<b>-0,27</b>	<b>9,83</b>	<b>-0,06</b>	<b>12,60</b>	<b>34,25</b>	<b>2,18</b>
ArcelorMittal (Ex Usinor)	Francia	6,86	21.040	-3,76	3,22	-2,18	8,58	37,08	0,00
UPM Kymmene	Finlandia	24,77	13.221	10,28	16,56	6,13	14,64	2,72	3,89
Stora Enso	Finlandia	11,48	9.143	1,06	30,83	12,44	15,10	28,85	3,23
Acerinox	Spagna	12,24	3.379	-5,59	0,70	-2,90	15,20	High	3,67
<b>Media</b>	<b>Area euro</b>	<b>234,76</b>	<b>156.600</b>	<b>0,95</b>	<b>14,57</b>	<b>6,62</b>	<b>18,39</b>	<b>13,94</b>	<b>3,16</b>
Vivendi	Francia	19,25	24.781	6,94	0,42	6,62	28,36	17,99	3,85
Reed Elsevier	Paesi Bassi	18,21	18.511	3,26	29,21	13,85	19,17	9,30	2,31
Lagardere	Francia	27,46	3.600	-0,56	18,44	4,02	14,39	2,89	4,74
Mediaset	Italia	3,67	4.335	1,05	56,17	-10,71	27,03	High	0,52
<b>Turismo e tempo libero</b>	<b>Area euro</b>	<b>234,33</b>	<b>71.837</b>	<b>6,29</b>	<b>17,26</b>	<b>11,93</b>	<b>16,43</b>	<b>6,59</b>	<b>1,88</b>
Accor	Francia	41,10	11.706	4,49	23,15	16,00	22,23	4,97	2,52
Sodexo	Francia	119,35	18.349	5,11	21,71	9,29	22,39	14,60	1,97
Air France	Francia	9,54	2.864	31,04	74,41	84,38	5,86	-11,46	0,00
Deutsche Lufthansa	Germania	16,97	7.953	11,61	28,57	38,26	6,47	-15,65	2,95

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 2016 (%)
<b>Euro Stoxx</b>	<b>Area euro</b>	<b>391,06</b>	<b>5.988.103</b>	<b>5,76</b>	<b>20,05</b>	<b>11,65</b>	<b>15,73</b>	<b>26,86</b>	<b>3,26</b>
<b>Servizi finanziari</b>	<b>Area euro</b>	<b>425,32</b>	<b>79.789</b>	<b>9,79</b>	<b>24,69</b>	<b>20,11</b>	<b>17,80</b>	<b>40,73</b>	<b>3,09</b>
Deutsche Boerse	Germania	94,37	18.213	11,26	27,80	23,49	19,58	14,10	2,52
Unibail-Rodamco	Francia	237,35	23.667	5,91	14,25	4,67	20,02	5,79	4,29
<b>Tecnologici</b>	<b>Area euro</b>	<b>482,56</b>	<b>337.365</b>	<b>5,89</b>	<b>30,76</b>	<b>17,88</b>	<b>22,52</b>	<b>12,79</b>	<b>1,55</b>
Nokia	Finlandia	5,68	33.120	14,69	48,95	23,69	25,55	1,94	3,47
SAP	Germania	94,21	115.737	3,41	24,01	13,77	22,40	8,91	1,31
ASML Holding	Paesi Bassi	123,95	54.439	1,60	33,49	16,22	29,72	21,45	0,90
STMicroelectronics	Svizzera	15,32	13.945	10,46	79,02	42,13	22,08	High	1,62
Infineon Technologies	Germania	19,56	22.206	5,50	23,72	18,47	22,79	16,74	1,10
<b>Telecom</b>	<b>Area euro</b>	<b>366,10</b>	<b>276.523</b>	<b>5,55</b>	<b>21,64</b>	<b>9,70</b>	<b>17,56</b>	<b>22,18</b>	<b>4,61</b>
Telefónica	Spagna	10,08	50.756	-1,56	25,39	14,23	13,45	61,30	5,14
France Telecom	Francia	15,27	40.606	7,88	12,04	5,75	14,76	14,22	3,97
Deutsche Telekom	Germania	17,48	81.752	8,88	21,52	6,88	19,83	3,51	3,40
Telecom Italia	Italia	0,90	18.122	12,43	27,21	7,53	12,43	-10,87	0,00
<b>Utility</b>	<b>Area euro</b>	<b>271,33</b>	<b>330.361</b>	<b>3,75</b>	<b>19,98</b>	<b>10,97</b>	<b>14,13</b>	<b>7,20</b>	<b>5,21</b>
E.On	Germania	7,30	16.057	0,18	14,23	8,88	11,47	38,29	2,88
Iberdrola	Spagna	6,76	43.670	1,08	19,58	8,44	15,48	5,10	4,58
RWE	Germania	16,21	9.786	2,56	32,66	37,16	9,94	30,11	0,00
Enel	Italia	4,572	46.482	5,64	25,26	9,17	13,00	15,71	3,95
Electricité de France	Francia	8,84	24.244	14,44	-5,45	-1,49	14,39	-61,31	10,50

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 2016 (%)
A2A	Elettricità	1,484	4.649	9,68	33,21	20,65	13,35	9,74	3,30
Assicurazioni Generali	Assicurazioni	14,84	23.177	5,62	26,41	5,10	10,05	7,18	5,36
Atlantia	Trasporti	24,81	20.488	3,37	24,67	11,46	17,33	7,56	3,94
Azimut Holding	Asset Management	19,36	2.773	13,95	23,17	22,07	15,34	14,80	5,17
Banca Generali	Banche	27,85	3.249	11,40	30,57	22,90	17,26	18,70	3,91
Banca Mediolanum	Banche	7,375	5.452	9,18	17,06	7,98	13,92	-0,94	5,42
Banco BPM	Banche	2,83	4.288	17,92	25,44	23,47	17,43	High	0,00
Banca Popolare Emilia R.	Banche	4,86	2.339	11,42	18,08	-3,95	13,84	High	1,23
Brembo	Componenti Auto	73,45	4.905	4,11	36,52	27,74	19,22	5,73	1,36
Buzzi Unicem	Materiali e finiture	24,02	4.541	8,59	19,15	6,71	17,69	92,07	0,42
CNH Industrial	Industriali	9,825	13.395	4,74	31,97	18,87	25,18	17,58	1,42
Davide Campari	Industriali	6,035	7.010	13,33	37,24	29,92	26,76	32,56	0,81
Enel	Elettricità	4,572	46.482	5,64	25,26	9,17	13,00	15,71	3,95
ENI	Petrolio & Gas	15,00	54.513	0,07	20,00	-3,04	23,04	High	5,34
EXOR	Servizi Finanziari	54,50	13.135	13,83	42,82	32,99	11,20	65,20	0,64
Ferrari	Auto	77,45	14.632	15,86	55,02	40,05	29,63	20,65	0,76
FCA	Auto	10,17	19.699	11,15	47,82	17,37	5,18	35,00	0,00
FincoBank	Banche	6,62	4.023	3,28	33,09	24,20	18,91	5,85	4,21
Intesa Sanpaolo	Banche	2,842	47.574	16,57	31,94	17,15	13,68	27,43	6,29
Italgas	Gas	4,614	3.733	9,23	45,92	23,43	14,09	18,02	4,33
Leonardo Finmeccanica	Difesa	15,60	9.019	18,27	27,24	16,94	14,50	2,93	0,90
Luxottica	Abbigliamento & Accessori	54,85	26.572	5,99	14,01	7,34	28,24	6,94	1,69
Mediaset	Media	3,67	4.335	1,05	56,17	-10,71	27,03	High	0,52
Mediobanca	Banche	9,175	8.051	17,78	29,87	18,31	12,23	10,15	2,95
Moncler	Abbigliamento	22,15	5.620	3,55	48,46	34,00	23,14	16,76	0,81
Poste Italiane	Assicurazioni	6,40	8.359	4,66	7,11	1,51	10,97	23,82	6,06
Prysmian	Industriali	25,35	5.494	0,88	11,92	3,89	16,22	16,14	1,75
Recordati	Farmaceutico	36,60	7.654	9,81	43,98	35,96	27,47	15,97	1,91
Saipem	Servizi petroliferi	0,4042	4.087	-1,20	-0,76	-24,45	20,70	High	0,82
Salvatore Ferragamo	Abbigliamento	29,37	4.957	6,03	43,97	30,94	23,90	5,19	1,62
Snam Rete Gas	Gas	4,278	14.976	4,70	20,51	9,30	16,30	9,05	4,91
STMicroelectronics	Semiconduttori	15,33	13.945	10,29	79,19	41,94	21,73	High	1,64
Telecom Italia	Telecom	0,90	18.122	12,43	27,21	7,53	12,43	-10,87	0,00
Tenaris	Acciaio	14,54	17.165	-6,85	-0,55	-14,32	60,58	High	2,71
Terna	Elettricità	4,93	9.909	5,98	24,81	13,28	14,60	8,06	4,22
UniCredit	Banche	17,08	38.032	32,51	55,37	24,68	14,73	High	0,11
UBI Banca	Banche	3,836	3.749	13,16	64,64	46,86	16,43	High	2,87
Unipol Gruppo Finanziario	Assicurazioni	4,178	2.998	13,66	41,72	22,02	9,78	-9,70	4,39
UnipolSAI	Assicurazioni	2,190	6.197	8,63	19,15	7,88	12,65	-2,39	5,64
Yoox-Net-a-Porter	Abbigliamento	24,90	3.334	13,34	1,92	-7,57	61,98	58,84	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 (creditizio). Le principali componenti di rischio da includere nel calcolo degli RWA sono il rischio di credito, il rischio di mercato e il rischio operativo. L'aggregazione di queste componenti determina l'entità degli RWA della banca, i quali rappresentano una sorta di attivo di bilancio corretto per il rischio.
Spin-off	Scorporo
Target price	Prezzo obiettivo
Upgrade	Miglioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito
Yield	Rendimento: dividendo per azione/prezzo azione

## Avvertenza generale

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

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

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

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 28.04.2017.

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](http://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](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.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Inoltre, 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.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp)

## Note metodologiche

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

### 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
Banca Popolare di Milano	Moderatamente Positiva	26/05/2016
Banco Popolare	Moderatamente Positiva	28/10/2016
Banco Popolare	Moderatamente Positiva	29/09/2016
Banco Popolare	Moderatamente Positiva	30/06/2016
Banco Popolare	Moderatamente Positiva	26/05/2016
BMW	Moderatamente Positiva	23/12/2016
CNH Industrial	Moderatamente Positiva	18/05/2017
CNH Industrial	Neutrale	21/12/2016
CNH Industrial	Neutrale	03/08/2016
CNH Industrial	Neutrale	26/05/2016
Davide Campari	Neutrale	18/05/2017
Davide Campari	Neutrale	31/01/2017
Davide Campari	Neutrale	29/09/2016
Davide Campari	Neutrale	26/05/2016
Enel	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Enel	Moderatamente Positiva	21/02/2017
Enel	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Enel	Moderatamente Positiva	03/08/2016
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
ENI	Neutrale	26/05/2016
Ferrari	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Ferrari	Moderatamente Positiva	24/02/2017
Ferrari	Moderatamente Positiva	15/11/2016
Fiat Chrysler Automobiles (FCA)	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Fiat Chrysler Automobiles (FCA)	Moderatamente Positiva	31/01/2017
Fiat Chrysler Automobiles (FCA)	Moderatamente Positiva	28/10/2016
Fiat Chrysler Automobiles (FCA)	Moderatamente Positiva	03/08/2016
Fiat Chrysler Automobiles (FCA)	Moderatamente Positiva	26/05/2016
Generali	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Generali	Moderatamente Positiva	30/03/2017
Generali	Moderatamente Positiva	22/03/2017
Generali	Moderatamente Positiva	21/12/2016
Generali	Moderatamente Positiva	29/09/2016
Mediobanca	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Mediobanca	Moderatamente Positiva	24/02/2017
Mediobanca	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Mediobanca	Moderatamente Positiva	28/10/2016
Poste Italiane	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Poste Italiane	Moderatamente Positiva	31/01/2017
Poste Italiane	Moderatamente Positiva	21/12/2016
Poste Italiane	Moderatamente Positiva	30/06/2016

Storia delle raccomandazioni (12 mesi) - continua			
Emittente	Raccomandazione	Data di assegnazione/conferma del giudizio	
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	24/02/2017	
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	21/12/2016	
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	03/08/2016	
Sanofi	Moderatamente Positiva	29/09/2016	
Telecom Italia	Moderatamente Positiva	18/05/2017	
Telecom Italia	Moderatamente Positiva	24/02/2017	
Telecom Italia	Moderatamente Positiva	30/11/2016	
Telecom Italia	Moderatamente Positiva	03/08/2016	
Unipol Gruppo Finanziario	Moderatamente Positiva	18/05/2017	
Unipol Gruppo Finanziario	Moderatamente Positiva	31/01/2017	
Unipol Gruppo Finanziario	Moderatamente Positiva	29/09/2016	
Unipol SAI	Neutrale	18/05/2017	
Unipol SAI	Neutrale	24/02/2017	
Unipol SAI	Neutrale	30/11/2016	
Unipol SAI	Moderatamente Positiva	30/06/2016	

Distribuzione dei rating/rapporti bancari (marzo 2017)					
Numero di società coperte: 49	POSITIVO	MODERATAMENTE	NEUTRALE	MODERATAMENTE	NEGATIVO
		POSITIVO		NEGATIVO	
Distribuz. Copertura Desk Retail con riferimento all'ultima raccomandazione	0%	63%	37%	-	0%
Clienti Intesa Sanpaolo *	0%	52%	50%	-	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, Maria Giovanna Cerini, Monica Bosi