

Alternative poco attraenti premiano l'azionario

Dopo il ritracciamento dei mesi scorsi, in un contesto di bassa volatilità le borse europee si riportano sui massimi relativi di maggio, supportate da una congiuntura favorevole e dalla mancanza di alternative di investimento interessanti. Gli indicatori di fiducia sono coerenti con un ritmo di crescita dell'economia ancora positivo, che dovrebbe sostenere i risultati societari nonostante il rafforzamento dell'euro. Il supporto giunge ancora dalle politiche accomodanti della BCE a sostegno della ripresa economica e nella prossima riunione si avranno delucidazioni in merito all'avvio del *tapering*, per il quale emergono indiscrezioni che possa proseguire per altri nove mesi nel 2018, anche se con acquisti ridotti.

In merito alle trimestrali le attese di consenso degli analisti secondo Reuters indicano un 3° trimestre per lo Stoxx 600 con utili in crescita del 4,5% rispetto all'analogo periodo 2016, che escludendo il comparto Energia scende all'1,3%. In termini di fatturato le attese vertono per un 2,4% rispetto al 3° trimestre 2016 ed escludendo il settore Energia in aumento del 3,2%.

In termini di politica monetaria, nella riunione del 26 ottobre la BCE dovrebbe fornire indicazioni sull'evoluzione del *tapering* e a tal proposito sono circolate indiscrezioni relative al fatto che possa essere esteso di altri nove mesi (settembre 2018) l'acquisto di titoli da parte della Banca Centrale Europea, per un importo che dovrebbe scendere dai 60 mld di euro attuali a una cifra tra i 25 e i 40 mld di euro.

Ancora nuovi massimi per Wall Street al settimo mese consecutivo di rialzo in un clima di volatilità sui minimi, giustificato dal contesto macro di crescita moderata e inflazione contenuta. La ripida salita delle quotazioni e il prosieguo del *tapering* da parte della Fed che, come da programma, non reinvestirà cedole e titoli in scadenza, provoca una moderata diminuzione dei flussi sull'azionario, senza innescare una rotazione settoriale. In un contesto in cui la Yellen ha ribadito l'importanza di proseguire nei rialzi dei tassi e Trump ha definito i punti focali e le linee guida della riforma fiscale, prosegue la forza dei Finanziari, confortata dalle prime trimestrali.

Relativamente ai risultati del 3° trimestre, invece le stime di utile sono state riviste al ribasso in scia agli impatti dei danni provocati dagli uragani, che hanno pesato soprattutto sul comparto Assicurativo. Il consenso si attende un aumento del 2,99%, che sale al 5,64% escludendo i Finanziari e si riduce all'1,16% al netto del contributo dell'Energia. Sul fronte dei ricavi le stime vertono per una crescita del 4,63% (5,24% ex Finanziari e 3,74% ex Energia) (fonte: Bloomberg). Stimato in accelerazione il 4° trimestre, per il quale il consenso indica un aumento degli utili pari all'11,8% e ricavi in crescita del 5,3%, che salgono al 5,76% escludendo i Finanziari e scendono al 4,75% ex Energia.

19 ottobre 2017

13:50 CET

Data e ora di produzione

19 ottobre 2017

14:00 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

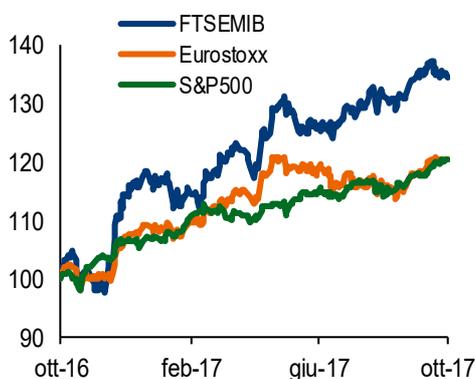
Laura Carozza
Analista Finanziario

Piero Toia
Analista Finanziario

Andamento indici			
Indice	Valore	Var. % 1 mese	Var. % da inizio anno
Stoxx 600	391,41	2,81	8,30
Euro Stoxx	391,00	2,51	11,63
Euro Stoxx 50	3.606,27	2,58	9,60
CAC 40	5.362,88	2,86	10,29
DAX	13.003,70	3,87	13,26
IBEX	10.181,40	-1,32	8,87
FTSE 100	7.526,97	4,32	5,38
FTSE All Share	24.818,73	1,35	18,54
FTSE/MIB	22.428,31	0,89	16,60
S&P 500	2.557,64	2,30	14,24
NASDAQ Comp.	6.624,00	2,72	23,05
Dow Jones Indus.	22.956,96	3,09	16,16
Nikkei 225	21.255,56	6,76	11,20

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

Confronto FTSE MIB vs. Euro Stoxx e S&P500



Fonte: Bloomberg

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 16.10.2017 (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

Di nuovo sui massimi di periodo in attesa delle trimestrali

Dopo il ritracciamento dei mesi scorsi, in un contesto di bassa volatilità, le borse europee si riportano sui massimi relativi di maggio supportati da una congiuntura favorevole e dalla mancanza di alternative di investimento interessanti. Gli indicatori di fiducia sono coerenti con un ritmo di crescita dell'economia ancora positivo, che dovrebbe sostenere i risultati societari nonostante il rafforzamento dell'euro. Il supporto giunge ancora dalle politiche accomodanti della BCE a sostegno della ripresa economica e nella prossima riunione si avranno delucidazioni in merito all'avvio del *tapering*, per il quale emergono indiscrezioni che possa proseguire per altri nove mesi nel 2018, anche se con acquisti ridotti.

Nonostante la salita, i fondamentali degli indici europei evidenziano ancora multipli solo leggermente a premio rispetto alla media storica 2010-16, a fronte di crescite degli utili stimate dal consenso a doppia cifra per il triennio. In merito alle trimestrali le attese di consenso degli analisti secondo Reuters indicano un 3° trimestre per lo Stoxx 600 con utili in crescita del 4,5% rispetto all'analogo periodo 2016, che escludendo il comparto Energia scende all'1,3%. In termini di fatturato le attese vertono per un 2,4% su base annua ed escludendo il settore Energia in aumento del 3,2%. Analizzando le stime di crescita del 3° trimestre per settore, oltre all'elevato contributo fornito dall'Energia (+38,8%), si evidenziano crescite particolarmente importanti per il comparto Industriale (+29%) e Tecnologico (+18,6%); di contro, il settore Assicurativo è atteso in calo del 18,1%, risentendo dei danni causati dagli uragani, seguito dal Retail (-13%), e da Farmaceutico e Utility, rispettivamente attesi in flessione del 9,3% e dell'8,6%.

Per l'Eurozona il quadro macro conferma la ripresa e, a tal proposito, le nostre stime di crescita di PIL per il 2017 sono state riviste nuovamente al rialzo rispetto alla precedente rilevazione al 2,2%, mentre per l'anno prossimo si confermano all'1,7%. Per il trimestre in corso le attese vertono per un aumento del PIL ancora dello 0,5% t/t.

In termini di politica monetaria, nella riunione del 26 ottobre la BCE dovrebbe fornire indicazioni sull'evoluzione del *tapering* e a tal proposito sono circolate indiscrezioni relative al fatto che possa essere esteso di altri nove mesi (settembre 2018) l'acquisto di titoli da parte della Banca Centrale Europea, per un importo che dovrebbe scendere dai 60 mld di euro attuali a una cifra tra i 25 e i 40 mld di euro.

Tra gli elementi critici si conferma il rafforzamento dell'euro che penalizza la competitività dei gruppi europei, la crisi catalana, le tensioni geopolitiche e l'avvicinarsi del *tapering*.

La riunione BCE di fine ottobre fornirà delucidazioni sull'avvio del *tapering*

Elementi di criticità



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

I fondamentali dell'Euro Stoxx evidenziano P/E moderatamente a premio con la media storica 2010-16, a fronte di utili stimati dal consenso in forte aumento per l'anno in corso, beneficiando anche degli effetti amplificatori del settore Bancario, in particolare domestico. I dati macro confermano il buon momento congiunturale con il PMI manifatturiero a 58,1, tra cui spicca il dato tedesco a 60,6, coerente con un ritmo di espansione analogo a quello registrato a giugno. Relativamente al mercato del lavoro, la disoccupazione resta stabile al 9,1% per il terzo mese consecutivo, in linea con le attese, ma in calo rispetto al 9,9% di un anno fa.

Attesi in forte crescita gli utili dell'Eurostoxx

Multipli, crescite dell'Eurostoxx e del benchmark al netto dei Bancari									
	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	391,00	16,71	15,75	14,46	13,23	2,60	25,36	8,90	9,37
Euro Stoxx Ex Bancari	185,34	17,38	17,13	15,72	14,46	9,90	14,18	8,98	8,89

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

Multipli, crescite dei principali indici azionari									
	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	391,00	16,71	15,75	14,46	13,23	2,60	25,36	8,90	9,37
Euro Stoxx 50	3.606,27	15,72	15,27	14,10	12,91	0,53	15,49	8,36	9,21
Stoxx 600	391,41	17,43	16,19	14,95	13,77	0,21	21,21	8,29	8,60
DAX	13.003,70	14,86	14,33	13,39	12,38	5,24	12,87	7,09	8,15
CAC 40	5.362,88	15,73	15,70	14,61	13,36	14,97	12,85	7,50	9,34
FTSE 100	7.526,97	18,11	15,28	14,46	13,54	-2,33	26,50	5,66	6,75
IBEX 35	10.181,43	15,84	14,48	13,38	12,29	42,10	19,29	8,26	8,83
FTSE MIB	22.428,31	18,48	15,40	13,16	11,50	-6,18	59,76	17,05	15,31
FTSE All Share	24.818,73	19,77	16,05	13,62	11,92	-5,04	57,79	17,83	15,04
SMI	9.274,59	19,18	18,84	16,43	15,11	-8,14	9,82	14,64	8,79
S&P500	2.557,64	19,91	19,58	17,57	16,00	0,60	9,26	11,47	10,12
NASDAQ Composite	6.624,00	26,89	26,14	21,92	18,92	-0,80	11,20	19,14	15,52
Dow Jones Industrial	22.956,96	19,00	18,87	17,18	15,70	-0,84	10,24	9,87	9,38
Nikkei 225	21.255,56	19,47	18,40	16,66	15,13	11,41	12,14	10,57	9,90
Hang Seng	28.692,80	13,28	13,79	12,63	11,38	-5,93	12,91	9,20	10,94
Sensex 30	32.633,64	20,87	22,24	18,68	15,88	5,26	8,34	19,06	17,68
Bovespa	76.891,00	18,06	14,99	13,59	11,33	High	68,13	10,30	19,46
RTS Interfax	1.119,98	7,06	7,17	6,48	6,00	5,78	7,94	10,68	7,91

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

Manteniamo un giudizio Moderatamente Positivo per l'IBEX, sotto pressione in questo periodo dopo il referendum catalano che ha sancito la vittoria degli indipendentisti rispetto al Governo centrale. In questi giorni la crisi si è acuita dopo le dichiarazioni del Governo catalano che non rispetterà i termini fissati da Madrid per proclamare l'indipendenza. Il partito di Puigdemont vorrebbe avviare un dialogo lungo un paio di mesi prima di pronunciarsi a riguardo. La situazione ha penalizzato particolarmente i fondi azionari, che hanno decisamente perso nella settimana post referendum, e alcuni gruppi societari a cui si aggiungono le banche CaixaBank e Sabadell che avrebbero deciso di spostare la loro sede fuori dalla Catalogna. Al momento le stime incorporano una risoluzione favorevole della crisi, anche se le agenzie di rating ritengono che il prolungamento della situazione politica potrebbe creare rischi per le banche. L'esito del referendum ha infatti aumentato la volatilità di bonos e banche, per i quali si sono allargati gli spread. La liquidità delle banche è comunque solida, ma dei 5 principali istituti del paese 3 hanno una forte presenza in Catalogna con Bbva che vanta la più grande quota di mercato in termini di depositi. In merito ai dati macro la produzione industriale ad agosto è risalita a +1,8% rispetto ad attese pari a 0,9%, il PMI dei servizi in settembre è salito a 56,7 punti dai 56 di agosto e, grazie alla forza della domanda dei clienti, il PMI manifatturiero ha raggiunto 54,3 con nuovi ordini in accelerazione, a un ritmo più elevato da giugno. Sui fondamentali l'indice quota a sconto in termini di P/E sia rispetto al benchmark che alla media storica, a fronte di stime di utili vicine al 20% per l'anno in

IBEX

corso e poco sotto la doppia cifra per il prossimo biennio, anche se riviste al ribasso rispetto alla precedente rilevazione per le criticità politiche.

Ribadiamo Moderata Positività per il DAX, con la Germania che continua a vantare un'economia trainante; a tal proposito il Governo tedesco ha alzato le previsioni di crescita per l'anno in corso all'1,9% dal precedente 1,5% e al 2% dal precedente 1,6% per il 2018. A settembre, in accelerazione il PMI dei servizi a 55,6 dal 53,5 di agosto ai massimi da 6 mesi e il PMI Markit composito a 57,7 dal 55,8 di agosto ai massimi di sei anni e mezzo. Relativamente al settore manifatturiero, il PMI di settembre è salito a 60,6 da 59,3 di agosto, al massimo da aprile 2011 con gli ordini a settembre sui massimi da giugno, sostenuti da una forte domanda. Disoccupazione in calo a 5,5% ai minimi dal 1990, anno della riunificazione. Sui fondamentali i P/E si confermano a sconto rispetto al benchmark europeo, con crescita degli utili stimati dal consenso a doppia cifra per l'anno in corso e sulla parte alta a singola cifra per il biennio 2018-19. A livello politico, proseguono i colloqui per la formazione del nuovo governo dopo il calo registrato dal partito della Merkel nelle elezioni federali di fine settembre; inoltre, la vittoria a sorpresa dei socialdemocratici con il 37,1% dei consensi renderà ancora più arduo il compito della cancelliera, che dovrà decidere tra un governo di coalizione tra democristiani e socialdemocratici e quello con i Verdi e la FDP (Partito Liberale Democratico).

DAX

Ribadiamo il giudizio Moderatamente Positivo per il CAC, per il quale il consenso stima utili in crescita sopra alla doppia cifra per l'anno in corso e nella parte alta della singola per il 2018 per poi riaccelerare nel 2019 in prossimità del 10%, a fronte di P/E in linea con l'Euro Stoxx e di poco sopra la media storica 2010-16. Relativamente ai dati macro, la Banca di Francia conferma l'espansione dell'economia che prosegue al ritmo di crescita dello 0,5% anche nel 3° trimestre, confermando anche un andamento stabile della fiducia delle imprese industriali. Il PMI dei servizi è salito a 57 da 54,9 di agosto, consentendo alle imprese di alzare i prezzi per la prima volta da oltre cinque anni, e il PMI composito si è attestato a 57,1 coerente con una buona crescita del PIL anche nel 3° trimestre.

CAC

Restiamo Moderatamente Positivi sul FTSEMIB, che mantiene P/E a sconto rispetto al benchmark europeo con un divario che si amplia nel prossimo biennio grazie a stime di crescita superiori agli altri indici europei. L'indice resta a sconto anche rispetto alla media storica 2010-16. I dati macro confermano la ripresa e a tal proposito le nostre stime confermano una crescita del PIL pari all'1,4% per l'anno in corso e all'1,1% per il 2018, mentre il Governo ha alzato la stima all'1,5%. A tal proposito la nota mensile Istat indica un quadro economico internazionale favorevole in cui si rafforza la crescita dell'economia domestica, sostenuta dal settore Manifatturiero e dagli investimenti, sottolineando un miglioramento dell'occupazione anche di giovani e donne. A settembre gli indicatori di fiducia pur mantenendosi su buoni livelli coerenti con la crescita sono stati inferiori alle attese degli analisti, il PMI composito è sceso a 54,3 punti dai 55,8 di agosto e quello dei servizi è calato a 53,2 dai 55,1 di agosto. Nell'ultimo mese il FTSEMIB ha perso forza relativa, in scia alla debolezza dei Bancari dopo che la BCE ha fornito alle banche europee le linee guida sui NPL di nuova generazione. A tal proposito, le disposizioni prevedono che per le sofferenze non garantite saranno richiesti accantonamenti integrali pari al 100% dell'esposizione dopo soli due anni dalla loro rilevazione, mentre per quelle assistite da garanzie l'azzeramento dovrà avvenire dopo sette anni. In tale contesto, l'agenzia di rating Moody's non modifica la view negativa sul comparto domestico nonostante la riduzione dello stock dei crediti deteriorati confermato dal ministro Padoan.

FTSE MIB

A livello settoriale, confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sui Tecnologici che mantengono prospettive di crescita degli utili a doppia cifra anche per il biennio 2018-19, a fronte di P/E a premio rispetto al benchmark anche se a lieve sconto rispetto alla media storica 2010-16. Moderata positività per i Telefonici che a fronte di P/E sostanzialmente in linea sul triennio 2017-19, vantano stime di crescita a doppia cifra anche per il prossimo biennio 2018-19, così come le

A livello settoriale

Costruzioni. P/E a premio anche per Industriali e beni di Lusso su cui confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo a fronte di utili stimati ancora a doppia cifra nonostante l'apprezzamento dell'euro e i costi fissi elevati; per il Lusso riteniamo siano da preferire i gruppi esposti sull'e-commerce. Confermiamo la view Moderatamente Positiva per il comparto Bancario che conferma la riduzione delle sofferenze e presenta ancora crescita a doppia cifra. Neutralità sul Chimico, che a fronte di P/E a moderato premio sul benchmark è atteso con crescita di utile intorno al 5% per il 2018 e solo in parziale accelerazione per il 2019. Il settore ha recuperato forza relativa, sostenuto da operazioni di consolidamento. Portiamo a Neutrale da Moderatamente Positivo il comparto Utility che nel medio periodo potrebbe risentire di un rialzo dei tassi data la forte correlazione inversa, dovuta all'elevata esposizione debitoria.

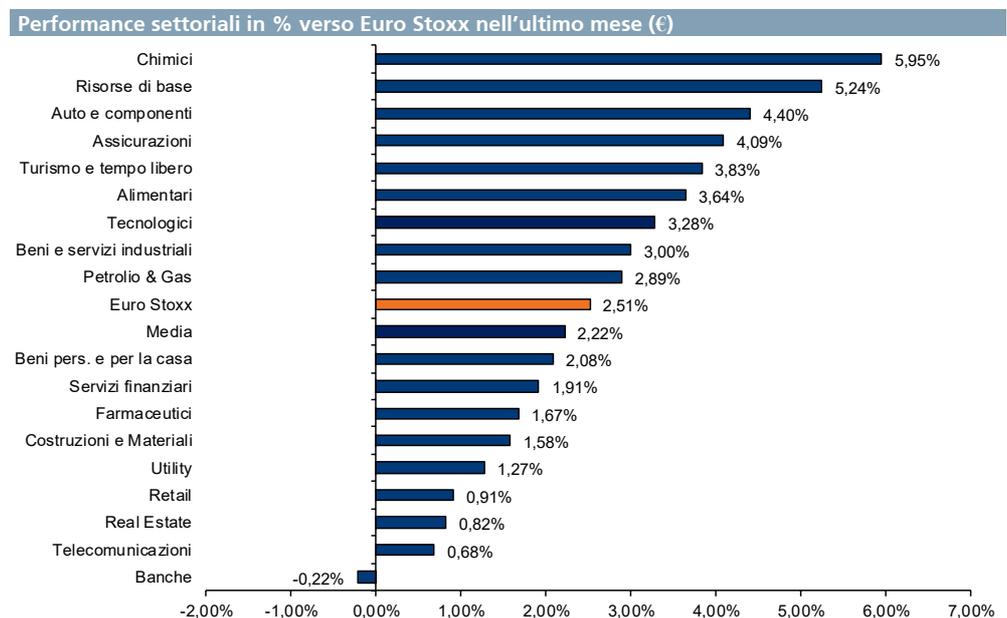
Multipli e crescite dei settori europei									
Settore	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	391,00	16,71	15,75	14,46	13,23	2,60	25,36	8,90	9,37
Auto	579,88	9,24	8,53	8,10	7,70	42,28	28,22	5,46	5,18
Banche	133,46	15,51	12,07	10,92	9,66	-31,27	High	10,51	13,02
Risorse di base	238,80	17,39	12,62	12,92	11,92	199,43	43,68	-2,30	8,37
Chimici	1.119,94	17,63	17,33	16,50	15,34	4,28	9,94	5,00	7,58
Costruzioni e Materiali	454,37	18,36	17,51	15,66	14,13	16,41	13,08	11,82	10,79
Servizi finanziari	424,81	17,81	18,18	16,61	17,04	3,27	37,78	9,44	10,21
Alimentari	627,66	24,27	24,10	21,54	19,46	-9,36	18,72	11,89	10,68
Farmaceutici	894,98	18,66	19,17	17,84	16,24	8,11	2,07	7,46	9,81
Beni e servizi Industriali	814,63	19,69	19,48	17,23	15,50	9,27	13,91	13,04	11,18
Assicurazioni	273,46	10,09	11,71	10,81	10,29	5,71	-0,40	8,33	5,06
Media	228,85	19,70	18,21	16,48	15,19	-1,11	8,04	10,51	8,50
Petrolio & Gas (Energia)	306,70	17,88	14,55	14,12	13,19	-16,65	39,47	3,00	7,05
Beni personali e per la casa	848,76	24,74	24,02	21,73	19,70	8,48	16,47	10,57	10,30
Real Estate	236,69	19,81	19,18	18,13	17,12	15,91	8,89	5,80	5,85
Retail	477,82	18,26	19,98	18,02	16,45	22,46	7,32	10,90	9,54
Tecnologici	499,33	23,00	22,98	20,18	17,79	0,13	13,97	13,86	13,47
Telecom	332,41	20,70	16,15	13,99	12,60	-3,69	25,55	15,38	11,07
Turismo e Tempo libero	231,01	16,06	14,35	13,01	11,82	-0,36	6,16	10,25	10,07
Utility	290,52	13,75	15,10	14,30	13,31	-8,56	10,04	5,60	7,45

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

Performance mercato europeo

Performance settori europei (€)					
Settore	Valore	Var. % 1 mese	Var. % 6 mesi	Var. % inizio anno	
Euro Stoxx	391,00	2,51	5,75	11,63	
Auto e componenti	579,88	4,40	10,93	11,23	
Banche	133,46	-0,22	11,07	13,42	
Risorse di base	238,80	5,24	4,11	4,33	
Chimici	1.119,94	5,95	5,93	12,12	
Costruzioni e Materiali	454,37	1,58	4,40	11,51	
Servizi finanziari	424,81	1,91	9,65	19,97	
Alimentari	627,66	3,64	5,00	12,66	
Farmaceutici	894,98	1,67	0,05	9,42	
Beni e servizi industriali	814,63	3,00	7,78	15,59	
Assicurazioni	273,46	4,09	8,75	10,92	
Media	228,85	2,22	-1,60	3,94	
Petrolio & Gas (Energia)	306,70	2,89	-4,76	-5,34	
Beni pers. e per la casa	848,76	2,08	6,28	20,34	
Real Estate	236,69	0,82	1,57	5,15	
Retail	477,82	0,91	-3,12	0,28	
Tecnologici	499,33	3,28	9,57	21,98	
Telecomunicazioni	332,41	0,68	-4,16	-0,40	
Turismo e tempo libero	231,01	3,83	4,79	10,34	
Utility	290,52	1,27	11,08	18,82	

Fonte: FactSet



Fonte: FactSet

Analisi settoriale

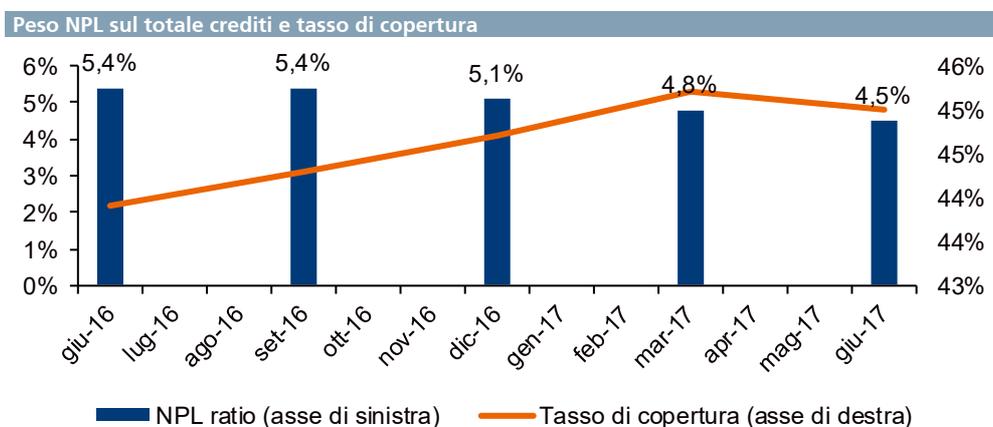
Riepilogo giudizi settori Euro Stoxx			
	6-12m		6-12m
Auto	M. POSITIVO	Stoxx 600	M. POSITIVO
Banche	M. POSITIVO	Euro Stoxx	M. POSITIVO
Risorse di base	NEUTRALE	FTSE MIB	M. POSITIVO
Chimici	NEUTRALE	CAC 40	M. POSITIVO
Costruzioni e Materiali	M. POSITIVO	DAX	M. POSITIVO
Servizi finanziari	M. POSITIVO	FTSE 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	NEUTRALE		

Fonte: Intesa Sanpaolo

Settori Moderatamente Positivi

Bancario. Ribadiamo Moderata Positività sul Bancario, nonostante nelle ultime settimane si sia riproposto il tema legato alla gestione dei crediti problematici. Nella prima decade di ottobre, la BCE ha infatti pubblicato un progetto indirizzato alle banche europee, contenente le linee guida sui NPL di nuova generazione, con l'obiettivo di avviare dal prossimo anno politiche di accantonamento e cancellazione più incisive e tempestive. In particolare, le disposizioni prevedono che per le sofferenze non garantite saranno richiesti accantonamenti integrali pari al 100% dell'esposizione dopo soli due anni dalla loro rilevazione, mentre per quelle assistite da garanzie l'azzeramento dovrà avvenire dopo sette anni. Tali linee guida non risultano, per il momento, vincolanti anche se i singoli istituti dovranno giustificare eventuali scostamenti, oltre al fatto che la stessa Banca Centrale avvierà una serie di consultazioni nei prossimi mesi. Le nuove regole riguardano comunque lo stock di crediti deteriorati che si genereranno a partire dal prossimo esercizio, mentre per quanto riguarda la parte esistente non viene fatta nessuna menzione, nonostante l'Organo di Vigilanza della Banca Centrale stia sollecitando da tempo per definire e incrementare le strategie di riduzione di tali poste. Il tema dei crediti problematici si conferma comunque significativo per il comparto Bancario europeo, dal momento che l'esposizione in alcuni Paesi, soprattutto Periferici, risulta ancora elevata: secondo dati dell'Autorità Bancaria Europea aggiornati al 2° trimestre 2017, la media dei NPL sul totale dei crediti si attestava al 4,5%, in miglioramento comunque rispetto al 5,4% di giugno 2016; d'altro canto, la percentuale di copertura attraverso accantonamenti effettuati in bilancio risultava pari a circa il 45%.

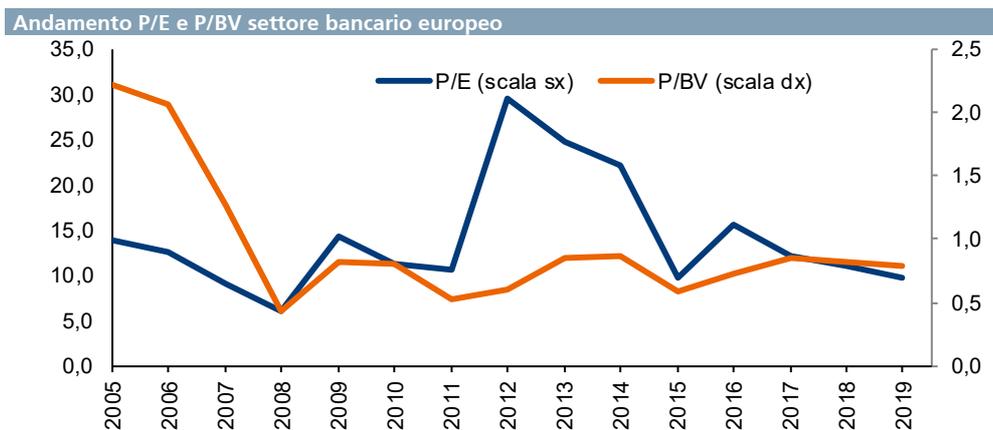
Torna il tema della gestione dei NPL sul Bancario, che però conferma valutazioni interessanti



Fonte: Autorità bancaria europea

Nel frattempo, la Commissione Europea, nell'ambito della comunicazione in tema di Unione Bancaria, ha annunciato che entro primavera 2018 presenterà un report sulla possibile introduzione di requisiti minimi di accantonamento che le banche dovranno rispettare per futuri NPL. Quest'ultimo intervento si differenzia da quello della Banca Centrale perché riguarda esclusivamente i crediti deteriorati su nuovi prestiti, oltre che per il processo di approvazione: la Commissione presenterà infatti proposte legislative che per diventare definitive avranno bisogno della ratifica dei vari Governi e Parlamenti, con l'iter che inevitabilmente si allungherebbe.

Il mantenimento di un giudizio Moderatamente Positivo si fonda sul fatto che il comparto mantiene un rapporto multipli/crescite interessante, con valori di P/E a sconto sia rispetto a quelli dell'Euro Stoxx che alla media storica 2010-16, a cui si associano incrementi degli utili a doppia cifra per il triennio 2017-19; in questo caso un impatto positivo potrebbe arrivare sia da un contesto di graduale rialzo dei tassi di mercato che avrebbe effetti positivi sulla componente dei margini di interesse (NII), sia dal miglioramento delle attese di crescita economica che spingerebbero un incremento degli impieghi. Nonostante i rialzi degli ultimi esercizi, i multipli di P/BV restano contenuti rispetto ai periodi pre-crisi finanziaria, con valori inferiori ancora all'unità e a quelli riferiti al benchmark europeo.



Fonte: FactSet

Media. Confermiamo il giudizio Moderatamente positivo sul comparto, in relazione agli effetti positivi derivanti da attese di un miglioramento del contesto macroeconomico internazionale e soprattutto europeo. La raccolta pubblicitaria presenta infatti caratteristiche particolarmente cicliche oltre al fatto che il settore Media dovrebbe beneficiare soprattutto nel prossimo anno di nuovi importanti appuntamenti sia sul fronte sportivo (Mondiali di calcio in Russia, Olimpiadi invernali) che su quello politico. A tal proposito, la società di ricerche MagnaGlobal si attende una crescita della raccolta pubblicitaria a livello internazionale pari al 3,7% nel corso del 2017, per poi accelerare ad un ritmo del 4,5% nel 2018. Un contributo importante dovrebbe arrivare dall'area EMEA (Europa, Medio Oriente, Africa), dove le stime vertono su un aumento del 4,1% per l'esercizio corrente, trainato soprattutto dal canale internet (+11,8%), che ormai soppianta tutti gli altri tradizionali mezzi di comunicazione; nel 2018, la variazione dovrebbe risultare pari al 3,3%.

Stime di crescita ancora interessanti per la raccolta pubblicitaria nel 2018

Stime raccolta pubblicitaria					
Var. % a/a	2016	2017	2018	2019	2020
Nord-America	7,5	1,7	4,8	1,9	4,8
EMEA	4,8	4,1	3,3	3,2	3,4
Asia/Pacifico	5,0	5,6	5,1	5,2	5,6
America Latina	5,2	5,9	6,0	6,3	6,4
Totale	5,9	3,7	4,5	3,5	4,8

Fonte: Magna Global

Relativamente ai fondamentali, il comparto Media quota a multipli di P/E leggermente a premio rispetto alla media storica 2010-16 riferiti agli utili 2017, mentre torna a sconto per quanto riguarda gli esercizi 2018 e 2019, a fronte di una crescita media degli EPS per il triennio 2017-19 poco sotto la doppia cifra. I fatturati sono stimati crescere ad un ritmo leggermente più sostenuto rispetto alla media europea, seppur a tassi a singola cifra, per il periodo 2017-19, giustificando in questo caso il premio a cui il settore quota in termini di EV/Sales. Miglioramenti sono attesi anche per quanto riguarda gli utili operativi, con la variazione media dell'EBIT per il triennio in corso pari al 6,8%, di poco inferiore rispetto al +8,2% dell'Euro Stoxx. Infine, il settore può contare su un ROE particolarmente interessante, in costante miglioramento dal 12,2% dello scorso anno e comunque ad un livello superiore rispetto alla media europea.

Settori Neutrali

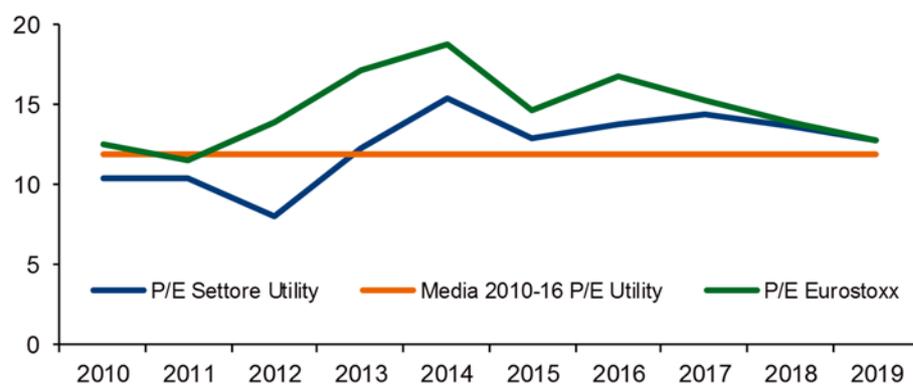
Alimentari. Ribadiamo un giudizio Neutrale sul comparto, che mantiene multipli di P/E ad ampio premio rispetto a quelli dell'Euro Stoxx; il *gap* si conferma anche rispetto alla media storica del settore 2010-16, giustificato solo in parte da stime di crescita degli utili a doppia cifra per il triennio 2017-19, su cui influiscono, tra l'altro, gli incrementi dell'esercizio in corso favoriti da un effetto comparativo positivo. Inoltre, i risultati trimestrali del 3° trimestre di quest'anno potrebbero essere limitati da una debolezza attesa nelle attività statunitensi, per via dell'impatto negativo degli uragani, che sembrano aver frenato soprattutto il consumo di bevande e alcolici. Maggiori rischi per il comparto potrebbero arrivare sia dal completamento del processo di uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea sia dalla maggiore concorrenza imposta da Amazon, che con la recente acquisizione di Whole Foods ha potenziato la vendita di alimenti attraverso il canale online a prezzi maggiormente competitivi. Riguardo al primo aspetto, i gruppi alimentari europei coprono circa il 27% dell'offerta di cibo rivolta alla Gran Bretagna (Fonte: DEFRA – Department for Environment, Food & Rural Affairs); eventuali barriere all'ingresso nel mercato britannico conseguenti alla Brexit, potrebbero mettere maggiore pressione sul comparto in termini di una crescita meno sostenuta dei ricavi. D'altro canto, ritorni ancora positivi potrebbero arrivare dalle crescite in altri mercati chiave come quello Sud-Americano e quello asiatico, con quest'ultimo che presenta un peso ancora limitato sui ricavi dell'intero settore (7,2%), rispetto al 21,3% rappresentato dal mercato statunitense (Fonte Factset).

Il comparto Alimentare conferma multipli a premio. Maggiori rischi dagli uragani in USA, dalla Brexit e dalla concorrenza di Amazon

Utility. Abbassiamo a Neutrale da Moderatamente Positivo il giudizio sul settore: uno scenario di rialzo dei tassi di mercato e soprattutto la possibilità che alcuni Governi possano introdurre sostanziali cambiamenti della struttura regolamentaria del mercato dell'energia elettrica e gas potrebbero condurre a una revisione al ribasso delle stime di consenso. A tal proposito, la possibilità che Autorità britanniche possano fissare un tetto alle tariffe potrebbe avere un impatto in termini di riduzione dei ricavi pari a 2,6 mld di sterline per i principali operatori del settore, tra cui gruppi europei. Analogamente in Portogallo, potrebbe essere introdotto un aggiornamento nelle tariffe per quanto riguarda la generazione e distribuzione di energia elettrica. Al momento, gli utili sono attesi comunque in crescita a doppia cifra per l'esercizio in corso, sostenuti anche da un effetto comparativo favorevole con le flessioni 2016, mentre per il biennio 2018-19 le variazioni positive risultano a singola cifra. Le stime in termini di EBITDA risultano più contenute per l'attuale esercizio, per il quale il consenso si attende una sostanziale stabilità, per poi registrare un moderato incremento per i prossimi anni. Considerando che, oltre il 40% dell'EBITDA cumulato dei principali operatori del Sud Europa non risulta espresso in euro, si può ipotizzare un taglio delle stime anche in termini di utili operativi, qualora perdurasse la situazione di forza della valuta unica. In tal modo, le crescite stimate non supporterebbero il premio a cui quota il comparto in termini di P/E, alla luce anche della sovraperformance registrata da inizio anno; i valori risultano infatti superiori alla media storica 2010-16 e sostanzialmente in linea con quelli dell'Euro Stoxx, che però può contare su crescite più sostenute in termini di EPS.

La modifica della struttura regolamentaria in alcuni Paesi potrebbe condurre a una revisione al ribasso delle stime di crescita per le Utility

Andamento P/E Settore Utility, Euro Stoxx e Media storica 2010-16



Fonte: FactSet

USA

Si veleggia sui massimi

Nuovi massimi per Wall Street al settimo mese consecutivo di rialzo in un clima di volatilità sui minimi, con il VIX intorno ai 10 punti, giustificato dal contesto macro di crescita moderata e inflazione contenuta. La ripida salita delle quotazioni e il prosieguo del *tapering* da parte della Fed che, come da programma, non reinvestirà cedole e titoli in scadenza, provoca una moderata diminuzione dei flussi sull'azionario, senza innescare una rotazione settoriale. In un contesto in cui la Yellen ha ribadito l'importanza di proseguire nei rialzi dei tassi e Trump ha definito i punti focali e le linee guida della riforma fiscale, prosegue la forza dei Finanziari, confortata dalle prime trimestrali.

Rinnovati i massimi storici ancora una volta

Analizzando i fondamentali degli indici statunitensi, i nuovi record portano l'S&P500 a quotare 19,5x gli utili a fronte di stime per l'anno in corso che indicano un aumento ancora poco sotto la doppia cifra. Relativamente ai risultati del 3° trimestre, le prime indicazioni risultano confortanti, nonostante le stime di utile sono state riviste al ribasso in scia agli impatti dei danni provocati dagli uragani, che hanno pesato soprattutto sul comparto Assicurativo. Il consenso si attende un aumento del 2,99%, che sale al 5,64% escludendo i Finanziari e si riduce all'1,16% al netto del contributo dell'Energia. Sul fronte dei ricavi le stime vertono per una crescita del 4,63% (5,24% ex Finanziari e 3,74% ex Energia) (fonte: Bloomberg). Stimato in accelerazione il 4° trimestre, per il quale il consenso indica un aumento degli utili pari all'11,8% e ricavi in crescita del 5,3%, che salgono al 5,76% escludendo i Finanziari e scendono al 4,75% ex Energia.

Proseguono le dichiarazioni dei vari esponenti della Fed, pronti a un nuovo rialzo dei tassi entro fine anno, anche se dai verbali dell'ultima riunione del FOMC è emerso un atteggiamento ancora prudente relativo al sentiero di rialzo dei tassi, lasciando quindi ancora accomodante la politica monetaria.

Gli elementi critici restano i rischi geopolitici, nonostante nell'ultimo mese si siano un po' ridimensionati e le valutazioni siano moderatamente a premio. Si riduce il rischio di attuazione della manovra fiscale di Trump dopo l'approvazione della Camera dei rappresentanti.

Rischi geopolitici, valutazioni moderatamente a premio

Esaminando i dati macro emerge un'ulteriore accelerazione della crescita, sostenuta dal deprezzamento del dollaro e dalla domanda globale, favorita anche dalla ricostruzione dopo l'evento degli uragani. A tal proposito, l'indice ISM manifatturiero a settembre raggiunge un nuovo massimo da maggio 2004 a 60,8, con ampi rialzi di ordini e produzione. La fiducia dei consumatori del Michigan (95,1) a settembre registra un lieve calo rispetto ad agosto risentendo degli uragani, e la stima finale del PIL del 2° trimestre viene rivisto al rialzo al 3,1% dal 3% a seguito di maggiori scorte rispetto a quelle incluse nella seconda stima. Il calo dell'occupazione registrato a settembre è dovuto all'impatto degli uragani, a causa dei quali milioni di persone non hanno potuto recarsi al lavoro, ma la debolezza dovrebbe essere compensata dai dati di ottobre e novembre. In tale contesto, le nostre stime di crescita del PIL per l'intero anno vertono per il 2,2% nel 2017 e al 2,4% nel 2018.

I dati macro confermano una crescita solida

A livello settoriale, confermiamo Moderata Positività sui Finanziari, che mostrano forza relativa, con l'indice settoriale sui massimi storici, beneficiando delle aspettative di rialzo dei tassi di mercato e delle linee guida sulla nuova riforma fiscale fornite da Trump, che dovrebbero sostenere gli utili sugli incrementi degli impieghi. I primi dati trimestrali evidenziano indicazioni positive e superiori alle attese, sostenute dal wealth management, dal miglioramento degli impieghi e del margine di interesse, oltre a efficaci politiche di riduzione dei costi, anche se emerge una flessione dei ricavi delle attività da trading; da segnalare l'aumento delle riserve accantonate a titolo prudenziale per far fronte a eventuali inadempienze sull'utilizzo delle carte di credito. Neutralità sul Telefonico,

A livello settoriale

che continua a risentire di crescite particolarmente modeste e lievemente negative per l'anno in corso a fronte di multipli di utile comunque contenuti e inferiori al benchmark di riferimento e alla media storica 2010-16. Neutralità sulle Utility, maggiormente sensibili al rialzo dei tassi di mercato. Il comparto quota a multipli a premio rispetto alla media storica del settore, a fronte di crescite degli utili contenute e inferiori alla media sul triennio 2017-19. Moderata positività sul Tecnologico, che resta il miglior comparto da inizio anno sostenuto soprattutto dai semiconduttori, che presentano caratteristiche maggiormente cicliche. Le stime di consenso vertono per una crescita degli utili a doppia cifra nel triennio 2017-19. Complessivamente l'attuazione della nuova riforma dovrebbe fornire un ulteriore impulso alla crescita economica negli USA favorendo soprattutto i comparti ciclici.

Multipli, crescite e PEG dei principali indici azionari									
	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
S&P100	1.129,29	19,63	19,40	17,54	15,96	0,19	9,06	10,57	9,98
S&P500	2.557,64	19,91	19,58	17,57	16,00	0,30	9,26	11,47	10,12
NASDAQ 100	6.114,53	22,04	22,85	20,06	18,00	7,92	8,69	13,92	12,58
NASDAQ Composite	6.624,00	26,89	26,14	21,92	18,92	-0,80	11,20	19,14	15,52
Dow Jones Industrial	22.956,96	19,00	18,87	17,18	15,70	-0,84	10,24	9,87	9,38

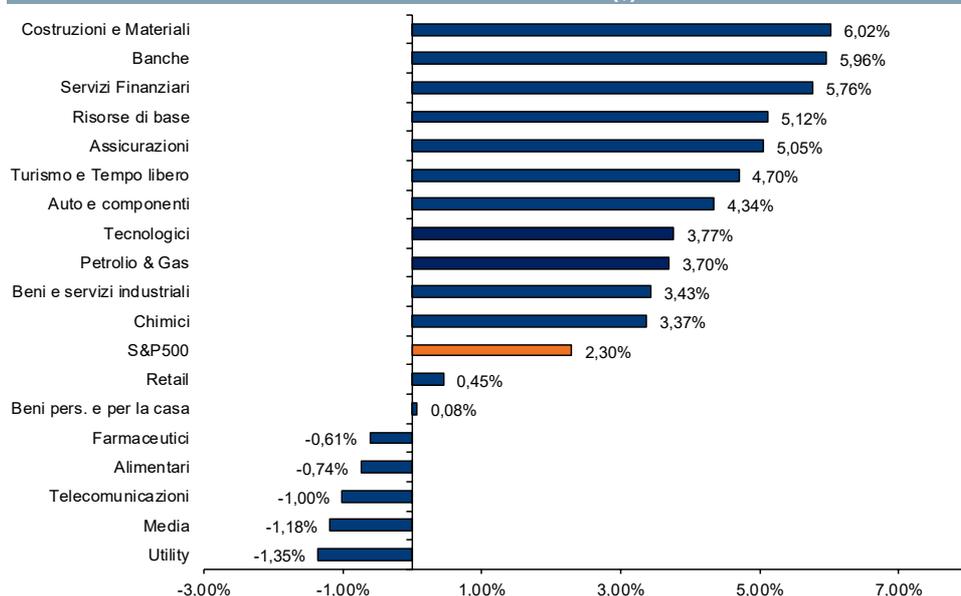
Nota: i valori degli indici sono in valuta locale. E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Performance mercato americano

Performance % settoriali verso S&P500 (\$)				
Settore	Valore	Var. 1M (%)	Var. 6M (%)	Var. YTD (%)
S&P500	2.557,64	2,30	9,82	14,24
Banche	213,00	5,96	14,15	9,44
Retail	236,12	0,45	4,72	9,45
Auto e componenti	159,67	4,34	3,28	-1,81
Risorse di base	98,99	5,12	12,48	13,53
Chimici	286,73	3,37	41,13	49,08
Costruzioni e Materiali	244,64	6,02	8,79	8,70
Alimentari	189,99	-0,74	-0,66	2,01
Petrolio & Gas (Energia)	118,20	3,70	-0,59	-8,45
Servizi Finanziari	238,01	5,76	17,44	19,72
Farmaceutici	250,40	-0,61	11,33	18,90
Beni e servizi industriali	231,79	3,43	13,53	16,16
Assicurazioni	283,96	5,05	12,59	12,92
Media	244,04	-1,18	-9,00	-0,59
Beni pers. e per la casa	213,56	0,08	1,92	11,38
Tecnologici	241,32	3,77	16,65	29,29
Telecomunicazioni	167,29	-1,00	-6,60	-12,74
Turismo e Tempo libero	304,90	4,70	12,75	18,84
Utility	208,60	-1,35	6,48	13,38

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

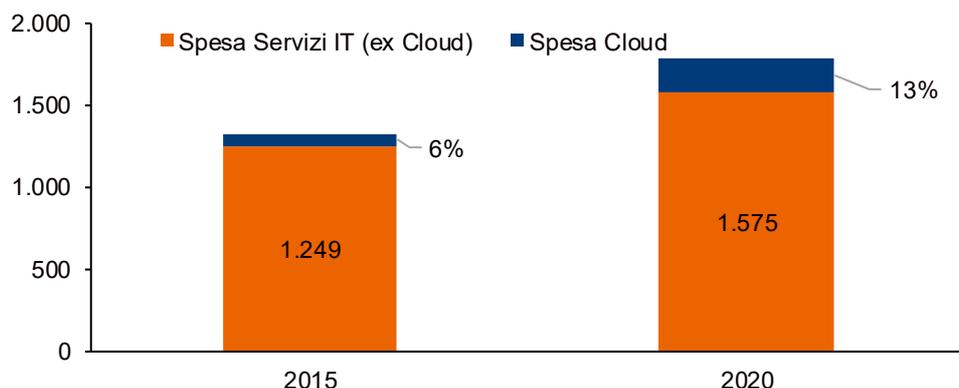
Settori Moderatamente Positivi

Tecnologico. Confermiamo la Moderata Positività sui Tecnologici a motivo di un rapporto multipli/crescite nel complesso ancora interessante, oltre a prospettive di crescita in particolari segmenti come quello dei semiconduttori date le caratteristiche maggiormente cicliche. Il settore quota a multipli di P/E a premio rispetto alla media storica 2004-16 ma al di sotto dei valori di inizio anni 2000, restando sostanzialmente in linea con quelli dell'indice S&P500. Inoltre, le crescite stimate dal consenso in termini di utili risultano ad un livello sostenibile intorno alla doppia cifra per il triennio 2017-19. Uno dei temi più importanti per la crescita dell'intero settore sarà rappresentato dallo sviluppo dei servizi IT e in particolare degli applicativi *cloud*. Come si nota nel grafico di seguito riportato, se nel corso del 2015 la spesa per *cloud* rappresentava solo il 6% del

Tecnologici: focus sulle crescite dei servizi IT e in particolare dei *cloud*

totale di quella per i servizi IT, nel 2020 tale percentuale dovrebbe aumentare al 13%; inoltre, il tasso di crescita medio annuo (CAGR) è stimato pari al 22%, contro il 5% con cui dovrebbe migliorare la spesa complessiva di servizi IT al netto dei *cloud* (Fonte IDC).

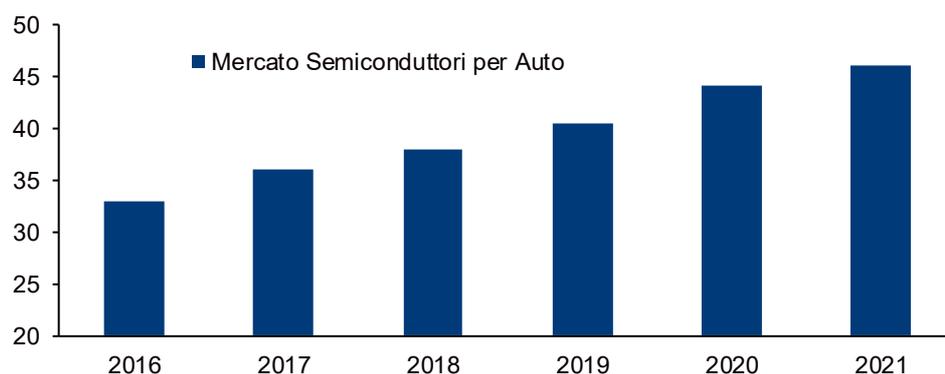
Spesa per servizi Cloud rispetto al totale della spesa per servizi IT



Nota: valori in mld di dollari. Fonte: IDC

Un altro importante segmento di sostegno alla crescita dell'intero settore Tecnologico sarà rappresentato ancora dai semiconduttori, anche se in questo caso i ritmi dovrebbero risultare meno elevati rispetto agli ultimi esercizi e in particolare a quello attuale. L'apporto derivante dalla domanda di smartphone e dalla componentistica auto dovrebbe essere ancora fondamentale per le vendite di chip: in particolare, la costante crescita della produzione di vetture elettriche e lo sviluppo di sistemi per la guida assistita o autonoma risulteranno fondamentali nel sostegno alla domanda di semiconduttori. La società di ricerche IDC riporta che il valore del contenuto di chip inseriti in un'auto sia stato nel 2014 pari in media di 340 dollari, salito poi a 397 dollari nel 2016 e ulteriormente incrementatosi sopra i 400 dollari nel 1° trimestre di quest'anno. Relativamente ai prossimi esercizi, il mercato complessivo dei semiconduttori utilizzati nella produzione di vetture è atteso in costante aumento, come si evince dal grafico sottostante.

Mercato dei Semiconduttori per il settore automobilistico



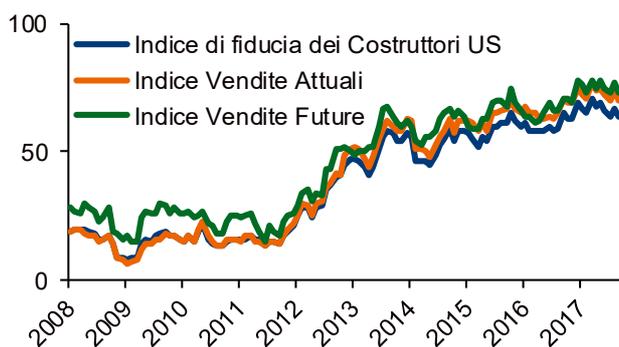
Nota: valori in Mld di dollari. Fonte: IDC-Bloomberg

Real Estate/Immobiliare. Confermiamo la Moderata Positività sul settore Immobiliare statunitense, in considerazione, anche in questo caso, del sostegno derivante da un contesto macroeconomico positivo, oltre che dagli effetti generati dalle ricostruzioni per gli uragani degli ultimi mesi. Ulteriori elementi di sostegno al settore sono rappresentati dal mercato del lavoro solido, dai miglioramenti dei salari, oltre a condizioni finanziarie favorevoli, legate all'acquisto di abitazioni; tutti fattori che consentirebbero il prosieguo di una tendenza positiva nel mercato delle costruzioni anche per i

La fiducia dei Costruttori USA si conferma su livelli elevati

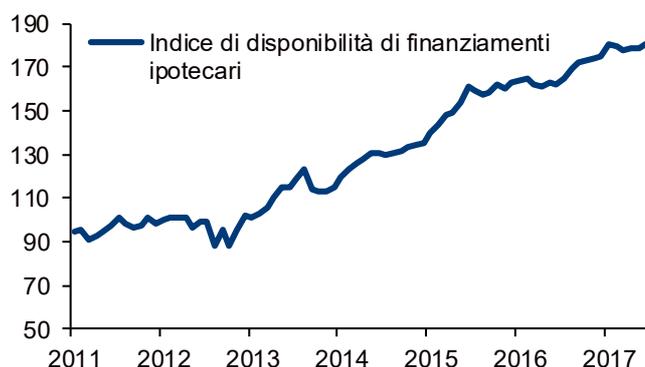
prossimi mesi. Le nostre stime in termini di crescita del settore residenziale statunitense vertono infatti per un incremento del 2% a chiusura dell'attuale esercizio per poi aumentare a +2,2% nel 2018; ritmi inferiori rispetto al 5,5% registrato nel 2016 ma con una tendenza ancora positiva. Nel frattempo, la fiducia dei costruttori oltre che gli indicatori relativi alle vendite di immobili attuali e future si confermano, come evidenziato nel grafico sottostante, a livelli ancora elevati, seppur di poco al di sotto dei massimi registrati nella prima parte dell'anno. Altro importante indicatore è rappresentato dall'indice che misura la disponibilità di credito ipotecario, che rimane sui massimi da quando inizia la serie storica, ovvero da marzo 2011.

Fiducia dei Costruttori USA e indici di vendite di abitazioni



Fonte: Bloomberg

Indice di disponibilità dei finanziamenti ipotecari



Fonte: Bloomberg

Farmaceutico. Confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul Farmaceutico, che può contare su prospettive di crescita in mercati a maggiore potenzialità di sviluppo, oltre a nuove operazioni straordinarie di M&A. In attesa delle evoluzioni sul fronte dell'approvazione di una nuova riforma sanitaria in sostituzione dell'Obamacare, il comparto potrebbe beneficiare di un'apertura da parte del Governo cinese in termini di snellimento delle procedure per la commercializzazione di farmaci e strumentazione medica nel Paese asiatico. Le nuove disposizioni dovrebbero infatti prevedere la possibilità che test clinici avvenuti in altre nazioni, con conseguenti approvazioni da parte delle competenti Autorità, possano essere sufficienti per la registrazione dei farmaci anche in Cina. Ciò eliminerebbe l'obbligo per i produttori di condurre ulteriori test riducendo in tal modo i tempi necessari per la commercializzazione dei farmaci nel secondo più importante mercato a livello mondiale. Secondo i dati rilasciati dalla società di ricerche QuintilesIMS, la spesa per medicinali in Cina nel 2016 è stata infatti pari a 116,7 mld di dollari, seconda solamente a quella negli Stati Uniti. Inoltre, i gruppi farmaceutici stranieri controllano per il momento solamente un quarto dell'intero mercato cinese, con la possibilità di incrementare i ricavi e la propria quota di mercato rispetto ai concorrenti locali. Nel breve termine, le case farmaceutiche straniere, soprattutto statunitensi, potrebbero contare su un vantaggio competitivo derivante dal fatto che molti prodotti sono già in fase di approvazione oltre a possedere una *pipeline* più ampia.

Interessanti potenzialità di crescita in Cina per i farmaceutici, grazie allo snellimento della normativa interna al Paese asiatico

Spesa per medicinali per i principali Paesi – dati al 2016			
	Valore in mld di dollari	Quota % sul totale	Var. % a/a
USA	438	46,8	5,9
Giappone	78	8,3	-1,6
Cina	75	8,0	7,9
Germania	37	4,0	4,2
Francia	29	3,1	3,4
Italia	26	2,8	6,6
Brasile	22	2,3	11,1
Gran Bretagna	20	2,2	4,9
Spagna	20	2,1	4,0
Canada	17	1,8	4,1
Totale	936		6,5

Fonte: QuintilesIMS

Multipli e crescite dei settori statunitensi									
Settore	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
S&P500	2.557,64	19,83	19,58	17,57	16,00	0,30	9,26	11,47	10,12
Banche	213,00	15,30	14,38	12,82	11,54	-1,64	10,80	12,14	11,11
Retail	236,12	23,50	24,39	22,09	19,65	4,47	1,80	10,39	12,43
Auto e componenti	159,67	8,87	8,72	9,12	9,49	-5,62	-3,40	-4,38	-3,94
Risorse di base	98,99	31,89	17,77	14,32	14,75	-46,26	High	24,15	-2,95
Chimici	286,73	20,45	22,79	19,19	16,65	-3,57	25,47	18,77	15,23
Costruzioni e Materiali	244,64	26,91	25,24	19,91	17,51	12,00	14,22	26,81	15,29
Alimentari	189,99	22,74	21,15	19,66	18,34	5,33	6,60	7,58	7,35
Petrolio & Gas (Energia)	118,20	126,31	37,24	27,43	21,80	-75,80	High	35,76	25,85
Servizi Finanziari	238,01	19,00	19,18	17,07	15,33	6,10	13,93	12,31	11,36
Farmaceutici	250,40	16,55	17,10	15,83	14,49	6,89	6,12	7,97	9,28
Beni e servizi industriali	231,79	20,81	21,02	19,08	17,13	0,84	8,40	10,18	11,38
Assicurazioni	283,96	17,63	18,64	15,17	14,10	-8,18	1,60	22,92	7,55
Media	244,04	18,25	16,00	14,70	13,49	6,36	5,07	8,85	8,96
Beni pers. e per la casa	213,56	22,30	21,09	19,19	17,85	4,88	4,87	9,93	9,10
Tecnologici	241,32	19,04	19,64	17,60	16,32	2,92	12,54	11,55	8,76
Telecomunicazioni	167,29	14,11	12,97	12,64	12,50	-7,38	-1,40	2,66	1,14
Turismo e Tempo libero	304,90	23,33	24,17	21,08	18,67	3,74	10,36	14,66	12,92
Utility	208,60	17,94	18,71	17,94	17,01	9,32	2,36	4,28	5,44

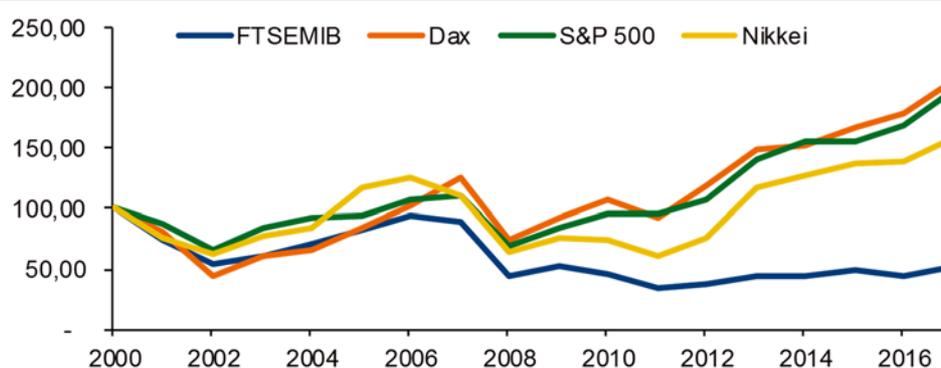
Nota: i valori degli indici sono in valuta locale. E= expected, atteso; High= valore fortemente positivo, che spesso scaturisce da un confronto con un valore precedente molto ridotto. Fonte: FactSet

Italia

Il 2017 è stato fino ad ora un anno decisamente positivo per tutti i principali mercati azionari, trainati dai ripetuti record segnati da Wall Street; anche la borsa di Tokyo ha raggiunto i massimi degli ultimi 20 anni. In Europa la combinazione tra politica monetaria accomodante e miglioramento dei dati macroeconomici ha sostenuto l'andamento delle borse, tanto è vero che da inizio anno anche il FTSE MIB ha registrato una performance decisamente superiore rispetto all'Euro Stoxx 50. Meglio ancora si è comportato l'indice delle società a media capitalizzazione, FTSE Star, che da inizio anno ha messo a segno un recupero del 40%. A sostenere i corsi dei titoli sono stati soprattutto i positivi risultati societari, che nel 1° semestre hanno visto crescite degli utili a doppia cifra. Per il listino domestico, tuttavia, la strada da fare per recuperare i livelli massimi è ancora molto lunga; solo per tornare ai livelli pre-crisi del 2007, il FTSE MIB dovrebbe raddoppiare il proprio valore, mentre il tedesco Dax, l'americano S&P500 e il giapponese Nikkei sono ampiamente sopra i valori di dieci anni fa.

Il listino domestico ha messo a segno un buon recupero da inizio anno ma la strada da percorrere per chiudere il gap con i listini principali è ancora molto lunga

Performance indici a confronto da inizio 2000



Fonte: Bloomberg

Nell'ultimo decennio l'indice azionario domestico a causa della sua connotazione a forte presenza finanziaria ha pagato il prezzo più alto per la crisi economica dell'Eurozona che si è riflessa pesantemente sui bilanci bancari. Si aggiunga il fatto che negli anni scorsi ci sono state poche quotazioni di aziende di grandi dimensioni, mentre diversi sono stati i *delisting* come risultato di fusioni e acquisizioni. Infatti, escludendo i titoli finanziari, molte società che compongono l'indice hanno recentemente aggiornato i massimi storici.

I tassi molto bassi da tempo penalizzano i risultati delle banche ...

Tornando alla situazione corrente, tuttavia, la forte presenza di titoli finanziari potrebbe rappresentare a medio termine un punto a favore per il listino domestico. Infatti, quando ci sarà il rialzo del costo del denaro in Europa la redditività delle banche non potrà che migliorare e, in particolare, a beneficiarne dovrebbero essere gli istituti domestici a forte impostazione commerciale. Non solo, ma il movimento rialzista potrebbe avvenire anche in anticipo, ai primi segnali del *tapering* da parte della BCE. Dal meeting della BCE del 26 ottobre è attesa qualche indicazione sull'avvio del programma di riduzione degli acquisti di bond che interesserà il 1° trimestre 2018, mentre il primo rialzo dei tassi nell'Eurozona al momento è previsto per la seconda parte del 2019. Occorre tuttavia ricordare che il settore Bancario, pur essendo in fase di normalizzazione, potrebbe subire ancora periodi di incertezza e volatilità legati agli interrogativi sul fronte politico e sulla regolamentazione, in particolare a proposito dei possibili aggiustamenti di Basilea 4. Riteniamo infine che un consolidamento del settore potrebbe agevolare la solidità patrimoniale, diminuire il rischio e aumentare la redditività dei soggetti coinvolti.

... ma lo scenario è prossimo al cambiamento

In sintesi riteniamo che la borsa italiana abbia ancora spazio per apprezzarsi, ma sono fondamentali la tenuta delle altre borse e il permanere di un contesto economico favorevole. Il sistema bancario si è ristrutturato e nonostante le incertezze sulla regolamentazione si vede finalmente la fine del tunnel. Inoltre, le valutazioni attuali non scontano la possibilità di manovre fiscali espansive a livello europeo che potrebbero liberare risorse utili ad incrementare i profitti.

Il listino domestico ha ancora ampi spazi di recupero

Multipli, crescita e PEG dei principali indici italiani										
	Valore	P/E 2016	P/E 2017E	P/E 2018E	P/E 2019E	Var. % EPS 2016	Var. % EPS 2017E	Var. % EPS 2018E	Var. % EPS 2019E	PEG (P/E 17 su var. % EPS 2018-19E)
FTSE MIB	22.428,31	18,48	15,40	13,16	11,50	-6,18	59,76	17,05	15,31	0,95
FTSE All Share	24.818,73	19,77	16,05	13,62	11,92	-5,04	57,79	17,83	15,04	0,98
FTSE Mid Cap	43.037,72	18,78	19,66	17,79	16,30	3,02	12,56	10,54	8,95	2,02
FTSE Star	38.106,46	19,50	21,23	17,97	15,86	8,07	19,10	18,10	13,93	1,33
Euro Stoxx	391,00	16,71	15,75	14,46	13,23	2,60	25,36	8,90	9,37	1,72
S&P 500	2.557,64	19,91	19,58	17,57	16,00	0,30	9,26	11,47	10,12	1,81

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

Sul fronte degli utili aziendali, dopo un 1° semestre in deciso recupero, anche la seconda parte dell'anno è attesa mantenere un andamento positivo, magari meno accentuato a causa anche dell'effetto sfavorevole del cambio euro/dollaro sulle società esportatrici.

Sulla base degli utili attesi 2018-19, il FTSE MIB e il FTSE All Share risultano gli indici più attraenti tra i benchmark analizzati, con un PEG rispettivamente pari a 0,95x e 0,98x. Il 2017 rimane caratterizzato da un forte incremento degli EPS, poco sotto il 60%, giustificato in gran parte dal settore Bancario e dal comparto Energia, al netto dei quali la crescita risulta più contenuta.

Per quanto riguarda il FTSE Star, nell'ultimo mese si nota una leggera revisione al ribasso sugli utili attesi per il 2017 e il 2018, frutto di un aggiustamento del consenso in vista della pubblicazione dei risultati del 3° trimestre.

Rendimento dividendi						
%	Valore	Dividend Yield				
		2015	2016	2017E	2018E	2019E
FTSE MIB	22.428,31	4,01	3,64	3,45	3,74	4,12
FTSE All Share	24.818,73	3,83	3,38	3,31	3,59	3,95
FTSE Mid Cap	43.037,72	2,76	2,74	2,49	2,69	2,88
FTSE Star	38.106,46	2,58	2,33	2,08	2,24	2,29
Euro Stoxx	391,00	3,60	3,26	3,07	3,29	3,54
S&P 500	2.557,64	2,30	1,96	1,93	2,06	2,21

Fonte: FactSet

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

Performance del mercato italiano

Nel corso dell'ultimo mese il mercato azionario italiano ha mostrato una performance positiva ma sotto tono rispetto agli altri indici europei, Ibox escluso. I listini hanno risentito della battuta di arresto del comparto Bancario in seguito alle nuove regole proposte dalla vigilanza europea che prevedono un inasprimento delle regole sulla gestione dei NPL. Da inizio anno l'indice domestico ha beneficiato del forte recupero del comparto Auto e di alcuni titoli Industriali e Finanziari.

Prosegue la sovraperformance da inizio anno

Performance principali indici internazionali				
	Valore	Var. % 1 mese	Var. % 6 mesi	Var. % inizio anno
Stoxx 600	391,41	2,81	2,85	8,30
Euro Stoxx	391,00	2,51	5,75	11,63
Euro Stoxx 50	3.606,27	2,58	4,58	9,60
CAC 40	5.362,88	2,86	5,75	10,29
DAX	13.003,70	3,87	7,39	13,26
IBEX	10.181,40	-1,32	-1,40	8,87
FTSE 100	7.526,97	4,32	2,72	5,38
FTSE All Share	24.818,73	1,35	13,42	18,54
FTSE MIB	22.428,31	0,89	13,43	16,60
S&P 500	2.557,64	2,30	9,82	14,24
NASDAQ Comp.	6.624,00	2,72	14,11	23,05
Dow Jones Indus.	22.956,96	3,09	12,24	16,16
Nikkei 225	21.255,56	6,76	15,35	11,20

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

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

In quest'ultimo mese la performance migliore è stata realizzata da YOOX Net-a-Porter, sostenuta dalla revisione al rialzo del prezzo obiettivo da parte di alcuni broker sulla base dei buoni risultati semestrali e sulle interessanti prospettive di aumento delle vendite online. Segue Buzzi Unicem, che beneficia del consolidamento del settore cementiero in Italia e della positiva esposizione al mercato statunitense, che vede un rilancio degli investimenti in infrastrutture. Da inizio anno il comparto Auto mostra la performance migliore con Ferrari e FCA. La prima ha superato le stime di consenso con i recenti risultati semestrali e continua a mantenere alti gli obiettivi di crescita di medio termine sia in termini di vetture prodotte sia di marginalità. Sulla seconda il mercato si attende qualche operazione straordinaria relativa a società controllate o in merito al consolidamento del settore. Da inizio anno si evidenzia anche il buon recupero di alcuni titoli bancari, come UBI Banca e Banco BPM dopo le operazioni di rafforzamento degli indici patrimoniali.

Migliori del FTSE Mib nell'ultimo mese (€)			Migliori del FTSE Mib da inizio anno (€)		
Titolo	Prezzo	Var. %	Titolo	Prezzo	Var. %
YOOX Net-a-Porter	33,59	11,41	Ferrari	97,85	76,94
Buzzi Unicem	23,39	9,97	Fiat Chrysler Automobiles	14,96	73,37
Davide Campari-Milano	6,65	9,38	Unione di Banche Italiane	4,12	65,49
Mediaset	3,186	8,74	STMicroelectronics	17,02	57,59
Recordati	40,1	8,41	Recordati	40,1	48,96
Fiat Chrysler Automobiles	14,96	7,78	Moncler	24,61	48,88
Ferrari	97,85	6,76	Davide Campari-Milano	6,65	43,16
Brembo	14,62	6,56	FincoBank	7,425	39,31
STMicroelectronics	17,02	5,98	Banco BPM	3,15	37,35
Saipem	3,554	5,84	EXOR	54,25	32,38

Fonte: FactSet

Fonte: FactSet

Nel corso dell'ultimo mese le prese di profitto hanno riguardato Azimut che nonostante la crescita della raccolta netta, che da inizio anno ha superato i 4,5 mld di euro, nel 1° semestre ha mostrato un aumento contenuto dei ricavi da commissioni. Segue Luxottica, che risente dell'annuncio da parte della Commissione Europea sull'avvio di un'indagine approfondita per valutare il progetto di integrazione con Essilor alla luce del regolamento UE sulle concentrazioni. Questa analisi posticiperà probabilmente l'obiettivo di chiudere la transazione intorno a fine anno. Da inizio anno le performance peggiori rimangono quelle di Saipem e Tenaris, entrambe patiscono la mancata ripresa degli investimenti in esplorazione e produzione da parte delle compagnie petrolifere.

Peggiori del FTSE MIB nell'ultimo mese (€)			Peggiori del FTSE MIB da inizio anno (€)		
Titolo	Prezzo	Var. %	Titolo	Prezzo	Var. %
Azimut Holding	17,15	-6,03	Saipem	3,554	-33,57
Luxottica Group	45,94	-4,71	Tenaris	11,59	-31,70
Tenaris	11,59	-4,06	Mediaset	3,186	-22,48
Banco BPM	3,15	-4,02	BPER Banca	4,442	-12,21
UniCredit	17,02	-3,51	Luxottica Group	45,94	-10,10
BPER Banca	4,442	-3,18	ENI	13,99	-9,57
A2A	1,436	-2,25	Telecom Italia	0,7625	-8,90
Telecom Italia	0,7625	-2,24	UnipolSai Assicurazioni	1,966	-3,15
Intesa Sanpaolo	2,866	-1,65	Poste Italiane	6,21	-1,51
Moncler	24,61	-1,44	Salvatore Ferragamo	22,99	2,50

Fonte: FactSet

Fonte: FactSet

Analisi settoriale domestica

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

Settori Moderatamente Positivi

Industriale

Prosegue la performance positiva del settore Industriale, sostenuto dai dati positivi rivenienti dal contesto economico domestico. In particolare, la produzione industriale a settembre è cresciuta dell'1% rispetto ad agosto secondo i dati di Confindustria, portando l'incremento congiunturale del 3° trimestre 2017 all'1,3%. La produzione al netto del diverso numero di giornate lavorative è aumentata in settembre del 3,1% rispetto allo stesso mese dello scorso anno. Gli indicatori qualitativi relativi al manifatturiero segnalano un netto miglioramento del clima economico nei mesi estivi e preannunciano una dinamica positiva dell'attività anche in autunno. In questa seconda parte dell'anno un rischio che potrebbe condizionare l'andamento del settore è rappresentato dal livello di apprezzamento del cambio euro/dollaro, che rende le società europee meno competitive sul fronte internazionale e penalizza l'effetto confronto a/a.

Settore Industriale						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Davide Campari	Neutrale	6,65	7.725	30,99	28,61	0,78

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Davide Campari ha chiuso il 1° semestre 2017 con un utile netto di 108,6 milioni di euro, in rialzo del 61,7% a/a, e con un fatturato di 844,7 milioni, in progresso del 13,5% (+6,8% la variazione organica), mentre il debito finanziario netto al 30 giugno 2017 era pari a 1.252,8 milioni rispetto ai 1.192,4 milioni di fine 2016. I risultati sono stati tutto sommato positivi seppure inferiori alle attese di mercato. Inoltre hanno preoccupato le dichiarazioni dell'AD Concewitz sul probabile impatto sfavorevole nel 2° semestre del progressivo rafforzamento dell'euro nei confronti del dollaro USA e, più in generale, il quadro macroeconomico incerto di alcuni mercati emergenti. Nel frattempo la società ha ceduto il settore delle bevande analcoliche, tra cui compaiono i marchi Lemonsoda e Oransoda, per 80 milioni di euro, il che aiuta la società a focalizzarsi più sul *core business*. La divisione genera un fatturato annuo vicino ai 30 milioni di euro (2% del fatturato di gruppo), con un margine lordo inferiore rispetto alla media del gruppo. Al momento non vediamo spunti particolari sul titolo, che quota a multipli in linea con la media del settore; confermiamo pertanto il giudizio Neutrale.

La società ha ceduto la divisione *soft drinks* per focalizzarsi sugli alcolici

Settore Industriale						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Parmalat	Neutrale	3,166	5.873	40,69	25,05	0,63

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Parmalat ha chiuso il 1° semestre dell'anno con un fatturato in crescita del 9,5% a 3,3 miliardi di euro, un EBITDA salito del 7,9% a 185,1 milioni e un utile sceso del 32,6% a 30,6 milioni. A cambi e perimetro costanti ed escluso il Venezuela, il rialzo dei ricavi risulta limitato all'1,1% e quello dell'EBITDA allo 0,5%, mentre il calo dell'utile sarebbe stato più contenuto (-7,7 milioni a fronte dei -14,8 milioni del risultato contabile). La contrazione del risultato netto è dovuta prevalentemente alla modifica della normativa fiscale in Venezuela che ha eliminato il riconoscimento fiscale dell'inflazione. Per il 2017 il Gruppo ha rivisto al ribasso gli obiettivi: la crescita del fatturato e dell'EBITDA è ora attesa intorno all'1%, a fronte della precedente previsione di una crescita del 4% (a cambi e perimetro costanti e con l'esclusione del Venezuela). La società ha motivato la revisione con il fatto che in alcune aree geografiche la ripresa delle quotazioni della materia prima, latte, non si rispecchia nell'aggiornamento delle condizioni commerciali a seguito di una sostenuta concorrenza sui prezzi. Confermiamo il giudizio Neutrale sul titolo, che rimane penalizzato da un esiguo flottante. Lactalis, la multinazionale alimentare francese, detiene infatti l'89,63% del capitale e adesso che è scaduto il periodo di lock-up di sei mesi post-OPA potrebbe acquistare titoli sul mercato per raggiungere il 90%, soglia per fare scattare il *delisting* automatico attraverso il lancio di un'OPA obbligatoria.

Rivisti al ribasso gli obiettivi di fine anno, possibile il *delisting* nel medio termine

Settore Industriale						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Fincantieri	Moderatamente Positivo	0,96	1.624	24,82	17,38	0,80

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Fincantieri prende il controllo operativo di STX France condividendone la proprietà con gli azionisti francesi e mettendo fine a una disputa che ha pesato sui rapporti tra Roma e Parigi. I termini dell'accordo sono stati definiti nell'incontro del 27 settembre a Lione tra il presidente francese Macron e il premier italiano Gentiloni. Le relazioni tra i due Paesi si erano raffreddate da quando lo scorso luglio la Francia aveva optato per una temporanea nazionalizzazione di STX France, cancellando così un accordo che consentiva a Fincantieri e ad un altro azionista italiano di detenere il 55% del capitale. In maggio Fincantieri aveva concordato di pagare 79,5 milioni di euro per una quota di maggioranza in STX France, messa in vendita dopo il fallimento della controllante sud-coreana. Ma preoccupazioni sulla possibile perdita di posti di lavoro e sull'importanza strategica del cantiere, l'unico in cui sia possibile costruire portaerei e grandi navi da crociera, avevano portato Parigi al dietrofront. L'accordo prevede che Fincantieri rilevi il 51% di STX France, di cui un 1% sotto forma di prestito dai francesi della durata di 12 anni. La Francia potrà riprendersi questo 1% se riterrà che Fincantieri non avrà rispettato i suoi impegni, che riguardano le regole di *governance*, la salvaguardia dei posti di lavoro e della rete dei fornitori, le competenze, la proprietà intellettuale e il livello di investimenti. In tal caso, però, l'Italia potrà esercitare un'opzione *put* e obbligare Parigi a rilevare la sua quota del 50%. Se il prestito non sarà revocato, l'1% passerà definitivamente a Fincantieri al termine dei 12 anni. Fincantieri avrà il diritto di scegliere 4 degli otto membri del Consiglio di Amministrazione, incluso l'Amministratore Delegato e il Presidente, che avrà il diritto di voto decisivo. Giudichiamo positivamente l'accordo concluso in quanto il potere decisionale rimane a Fincantieri anche se tutta la gestione sarà sottoposta a controlli e vincoli nei prossimi anni. Il titolo ha raddoppiato il proprio valore da inizio anno e recuperato ampiamente la debacle sulla notizia dei "ripensamenti" del Governo francese in luglio. Nel breve termine potrebbe esserci quindi qualche presa di beneficio. Nel lungo termine, tuttavia, la società mantiene un'elevata visibilità sul fronte del portafoglio ordini e i risultati fin qui ottenuti sono in

Definito accordo sui cantieri navali di Saint-Nazaire

linea con il piano industriale al 2020. Confermiamo pertanto il giudizio Moderatamente Positivo sul titolo.

Bancario

Il settore risente delle nuove linee guida BCE sui crediti deteriorati. A inizio mese l'autorità europea infatti ha annunciato una consultazione pubblica che si concluderà a dicembre, su una proposta aggiuntiva alle linee guida sui *non-performing loans* formulate a marzo scorso. L'intervento riguarda i nuovi crediti in sofferenza che emergeranno a partire dall'anno prossimo e non riguarda lo stock dei crediti deteriorati oggi presenti nei bilanci bancari. La BCE chiede alle banche di coprire con accantonamenti al 100% dopo 2 anni i crediti non garantiti, che siano definiti come *non-performing* (sui quali cioè non sia stato ricevuto alcun pagamento da oltre 90 giorni), e dopo 7 anni quelli garantiti. L'indicazione non è vincolante, ma, come ha precisato il Presidente del Consiglio di vigilanza europeo, le banche dovranno spiegare, con il supporto di prove, ogni deviazione dalle linee guida ai supervisori e questi decideranno se saranno necessarie ulteriori misure. L'obiettivo dell'Autorità è di spingere le banche ad accantonamenti con maggior tempismo, in modo da evitare in futuro che si accumulino enormi quantità di crediti in sofferenze come quelle attuali. Nel breve termine, tuttavia, questo sistema di svalutazioni automatiche potrebbe spingere le banche ad accelerare le dismissioni di crediti deteriorati, soprattutto quelli non garantiti per cui la BCE ha impostato criteri di accantonamenti più rigidi, a scapito del risultato netto. Il ministro Padoan ha detto di prevedere fra la fine dell'anno e l'inizio del prossimo cessioni di crediti deteriorati per 66 mld di euro. Il tema promette quindi di tenere banco nel dibattito europeo sul sistema bancario in un quadro che non facilita la costruzione di alleanze fra gruppi di paesi con interessi differenti. La speranza è che la Vigilanza europea ammorbidisca i termini delle svalutazioni automatiche così come formulata, recependo le osservazioni avanzate dai paesi maggiormente coinvolti come l'Italia.

Settore Bancario						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Banca MPS	Rating sospeso	ND	ND	ND	ND	0,00

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

Le azioni di Banca MPS sono sospese dal dicembre scorso, quando non è andato a buon fine il piano di salvataggio privato e Consob ha deciso di congelare gli scambi in attesa dell'intervento pubblico. La messa in sicurezza dell'istituto in questi mesi è stato un processo molto delicato che ha coinvolto diverse tipologie di investitori. Lo Stato ha messo a disposizione 5,3 miliardi, di cui 3,8 mld già sottoscritti e che l'hanno portato a controllare la banca con una quota del 52%. Altri 4,5 miliardi sono arrivati dalla conversione in azioni dei subordinati, grazie a cui Generali è diventata il secondo azionista con il 4,3%.

A breve è attesa la riammissione alle contrattazioni visto che è stata approvata la semestrale, chiusa la ricapitalizzazione precauzionale e approvato il piano industriale. Nelle scorse settimane si è svolta l'asta dei CDS, *credit default swap*, sul debito subordinato di MPS (una assicurazione sul default) che ha assegnato alle obbligazioni un valore del 49,5%, circa la metà del loro valore nominale. Tecnicamente si tratta del *recovery rate*, cioè del valore che chi ha partecipato all'asta ritiene si possa attribuire alle obbligazioni. Ricordiamo che il valore di conversione in azioni era stato di 8,65 per i detentori delle obbligazioni e 6,49 euro era stato il valore di ingresso del Tesoro nell'azionariato. Il Tesoro ha tuttavia precisato di rimanere fiducioso che gli obiettivi del piano industriale di MPS possano essere raggiunti permettendo al titolo di apprezzarsi nel tempo così da limitare le perdite o realizzare un guadagno quando sarà il tempo di privatizzare la banca.

MPS ha chiuso il 1° semestre con un risultato netto negativo di 3,2 miliardi, dovuto prevalentemente alle perdite sulla cessione di crediti in sofferenze per circa 26 mld di euro.

A breve è attesa la riammissione del titolo sul listino azionario

L'intervento pubblico ha però garantito la stabilità dei conti della banca, che adesso ha un patrimonio netto di 11,3 miliardi e un CET1 *transitional* (post aumento di capitale) al 15,4%.

Il nuovo piano industriale 2017-21, messo a punto dall'AD Morelli, prevede un forte ridimensionamento di tutte le strutture organizzative del Gruppo con una riduzione dell'organico di circa 5.500 unità entro il 2021 e la chiusura di 600 filiali su 2000. L'utile netto di MPS al 2021 è atteso sopra 1,2 miliardi di euro, con un ROE pari al 10,7%. Attendiamo il ritorno del titolo MPS in Piazza Affari per poter esprimere un giudizio.

Petrolio & Gas

L'indice di settore mostra segnali di rafforzamento dopo la flessione nella prima parte dell'anno. Il rispetto degli accordi sui tagli e il buon esito del meeting tecnico di Vienna delle scorse settimane stanno spingendo il prezzo del petrolio. Il clima del mercato petrolifero appare così proseguire con tono positivo, dopo la pausa nel rialzo dovuta all'inizio della stagione degli uragani negli USA. Il focus resta sul meeting OPEC del 30 novembre, in cui si discuterà del prolungamento dei tagli oltre la data naturale di scadenza posta a marzo 2018: i produttori si sono già detti pronti, se necessario, ad estendere i tagli oltre il termine concordato. Questo quadro ci lascia cautamente ottimisti circa un ribilanciamento del mercato del petrolio sul finale del 2017.

Settore Petrolio & Gas						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Saipem	Neutrale	3,554	3.593	20,49	22,82	0,06

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

L'andamento del titolo ha risentito dei deludenti risultati semestrali, ai quali è seguita una revisione al ribasso degli utili attesi per fine anno. A pesare sulla semestrale sono state in particolare alcune svalutazioni, ma la fragilità dei risultati non è causata da eventi straordinari, bensì dalla strutturale debolezza degli investimenti da parte delle società petrolifere, che di conseguenza ha depresso i ricavi delle società di ingegneria come Saipem. L'opera di ristrutturazione iniziata dall'amministratore delegato Stefano Cao sta comunque portando risultati e lo si evince dal dato sul debito, che nel semestre è rimasto praticamente stabile a 1,5 mld di euro. A livello rettificato la società ha registrato un risultato netto di 92 milioni (140 mln nel 1° semestre 2016), i ricavi sono scesi del 13% a 4,59 miliardi a causa della contrazione di attività nei diversi settori ma in particolare nell'*offshore*. Anche il portafoglio ordini si è ridotto a 11,7 mld (da 13,9 miliardi nel 1° semestre 2016 e 14,2 mld a fine 2016). Uno scenario difficile che ha portato il management a rivedere al ribasso le stime per il 2017: quelle sui ricavi passano da 10 miliardi a 9,5 miliardi. Restano invariate le previsioni di EBITDA per circa 1 miliardo, mentre l'utile netto rettificato è stimato attorno ai 200 milioni, rispetto ai circa 230 milioni precedenti, a causa di maggiori oneri finanziari. Gli investimenti sono attesi sotto i 400 milioni, mentre è confermata l'attesa di un debito netto a circa 1,4 miliardi.

Dopo i risultati semestrali la società ha rivisto gli obiettivi di fine anno

Saipem offre una bassa visibilità nel medio termine e, anche se la raccolta dei nuovi ordini nelle ultime settimane sembra incoraggiante, l'obiettivo di raggiungere i 4 mld di dollari a fine anno non è al momento confermato. Più ottimista sembra essere l'AD Cao, che ha anche confermato le indiscrezioni provenienti dalla Russia su una possibile commessa in arrivo dal gruppo Rosneft, con il quale al momento c'è un contratto di ingegneria. Il titolo scambia su multipli P/E 2018-19 rispettivamente di 22,8x e 17,2x, superiori alla media di settore. Confermiamo pertanto il giudizio Neutrale sul titolo.

Auto

Le immatricolazioni di auto in Italia a settembre hanno segnato un rialzo a singola cifra, con Fiat Chrysler (FCA) che ha fatto meno bene del mercato. Secondo i dati del Ministero dei Trasporti, le immatricolazioni di auto sono salite dell'8,13% a 166.956 veicoli, mentre FCA ha segnato un

aumento del 5,2% a 47.020. Il dato risulta migliore del trend europeo, che, secondo i dati diffusi dall'associazione dei produttori Acea, a settembre ha mostrato una flessione del 2% a 1,46 milioni di veicoli. Secondo il centro studi Promotor, il mercato dell'auto continua il recupero anche se con tassi di incremento più contenuti. Il mercato si avvia a sfiorare i 2 milioni di auto nel 2017 grazie soprattutto al contributo delle auto "chilometri zero", che hanno rappresentato circa il 15% del totale ovvero 330 mila vetture, secondo i dati Federauto.

Settore Auto						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
CNH	Moderatamente Positivo	10,13	13.841	26,56	20,04	1,15

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Nel 1° semestre CNH Industrial, la società attiva nelle macchine per l'agricoltura e per le costruzioni, ha registrato un utile netto pari a 296 milioni, rispetto a perdite nette per 384 milioni un anno prima, su ricavi in rialzo del 4,2% a 12,63 miliardi. L'utile netto rettificato nel periodo è salito a 324 milioni, da 217 milioni dell'anno precedente. A fine giugno l'indebitamento netto industriale della società era pari a 2,1 miliardi, in linea con il dato precedente. Alla luce di tali risultati il management ha portato i target 2017 in termini di ricavi e risultato per azione al limite superiore dei rispettivi intervalli, mentre ha mantenuto invariato l'obiettivo di indebitamento netto industriale. I positivi risultati conseguiti derivano da una domanda in crescita in America Latina ma anche in Asia Pacifico ed EMEA, mentre è diminuita nell'area Nafta (USA, Canada e Messico). L'aumento dei ricavi nelle macchine per costruzioni ha ampiamente compensato il modesto decremento per i veicoli commerciali. Il titolo tratta a sconto sui multipli di settore e mostra interessanti prospettive di crescita, pertanto confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo.

Titolo in recupero grazie alla ripresa della domanda di mezzi agricoli

Settore Auto						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Ferrari	Moderatamente Positivo	97,85	24.014	36,28	33,73	0,79

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Le azioni Ferrari hanno più che raddoppiato il loro valore rispetto allo *spin-off* da FCA a inizio 2016 (43 euro). Negli ultimi anni il management ha fatto un grande lavoro portando la società su un livello di produzione di auto di lusso che le ha consentito di mantenere intatto l'equilibrio tra l'esclusività e la scarsità del prodotto (rimanendo al di sotto della soglia dei 10 mila veicoli). Adesso parte una nuova sfida: infatti, l'AD Marchionne ha confermato che è allo studio un progetto per entrare nel mondo delle utilitarie di lusso, meglio definite come "Sport Utility Vehicle", aggiungendo che occorreranno almeno 30 mesi per decidere sulla produzione. Il manager ha aggiunto che maggiori dettagli saranno forniti nel nuovo business plan al 2022, che sarà presentato nei primi mesi del 2018. Per il Cavallino Rampante si tratta di aggredire una nuova fascia di mercato, anche se il focus dell'azienda rimane sulle super car. La sfida sarà cercare di rimanere Ferrari pur allargandosi a un mercato più ampio. Nel frattempo la società continua a mostrare un progresso dei risultati economici e finanziari, tanto che, in occasione della pubblicazione dei risultati del 1° semestre, ha ribadito un quadro per fine 2017 che prevede consegne per circa 8.400 unità, incluse le super car, ricavi netti per oltre 3,3 miliardi di euro, un EBITDA rettificato superiore a 950 milioni e un indebitamento industriale netto pari a circa 500 milioni. Il titolo quota a multipli elevati, sempre più vicino a quelli dei brand del lusso e molto distanti dai produttori di auto di alta gamma. In attesa di conoscere le novità del nuovo piano industriale che sarà presentato ad inizio del prossimo anno, confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul titolo.

La società continua a mostrare un progresso dei risultati economici e finanziari

Cemento e Costruzioni

Manteniamo una visione positiva sul settore del Cemento e dei materiali da costruzione, in quanto le società domestiche quotate, che fanno parte del settore, operano prevalentemente all'estero e quindi riflettono in gran parte le aspettative per un mercato resiliente negli Stati Uniti e in miglioramento nell'UE. Per quanto riguarda il mercato domestico, i dati ANCE (Associazione costruttori) evidenziano una revisione della stima di crescita degli investimenti in costruzioni nel 2017 al ribasso dal +0,8% al +0,2% a causa soprattutto del mancato smobilizzo degli investimenti pubblici. Secondo l'Associazione, il 2018 potrebbe essere l'anno di svolta per il settore delle costruzioni anche grazie agli effetti derivanti dalle misure previste dalla Legge di bilancio 2017. La previsione per il prossimo anno è di un aumento degli investimenti in costruzioni dell'1,5% in termini reali.

Settore Cemento e Costruzioni						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Trevi Finanziaria	Moderatamente Negativo	0,58	96	ND	ND	0,43

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

La quotazione del titolo ha risentito pesantemente dei risultati del 1° semestre 2017, che evidenziano una perdita netta di 118 milioni di euro oltre alle incertezze sia sul raggiungimento di un accordo con le banche sulla ristrutturazione del debito sia sulla realizzazione del piano industriale. Il gruppo di ingegneria del sottosuolo e macchine per fondazioni e perforazioni ha visto scendere i ricavi dell'11,2% nel semestre a 519,3 milioni, in particolare per l'andamento negativo del segmento Oil&Gas: l'EBITDA è risultato negativo per quasi 19 milioni. Il debito netto ha raggiunto i 565 mln di euro (441 mln a fine dicembre 2016) così come il portafoglio ordini è sceso a 637 mln rispetto ai 956 mln di fine dicembre scorso. Pur avendo redatto la semestrale nel presupposto della continuità aziendale, Trevi segnala diverse incertezze tra cui il difficile accordo con le banche sulla rinegoziazione del debito e l'effettiva realizzazione degli obiettivi del piano industriale. A fine maggio la società aveva chiesto alle banche creditrici un accordo di *standstill* (accordo per garantire al debitore un periodo di tempo entro il quale questo possa predisporre un piano di risanamento per negoziare un accordo con i propri creditori), primo passo verso un processo di ristrutturazione che potrebbe richiedere, nel medio termine, una ricapitalizzazione. Alla luce di quanto esposto riteniamo rischioso l'investimento nel titolo e confermiamo il giudizio Moderatamente Negativo.

Il processo di ristrutturazione potrebbe richiedere un aumento di capitale

Settori Neutrali

Retail

Nel mese di agosto i consumi delle famiglie italiane hanno spinto i ricavi della grande distribuzione, favorendo i supermercati a scapito degli ipermercati. Agosto è un mese particolare su cui pesa l'effetto turismo, che quest'anno è aumentato notevolmente. Da inizio anno l'incremento nei ricavi è più contenuto, nell'ordine del 2%, e secondo gli esperti di Nielsen questo è il dato credibile che i consumi alimentari potranno mettere a segno nella media dell'anno. Da considerare però che la modalità di acquisto dei consumatori sta cambiando; va infatti aumentando la disintermediazione della grande distribuzione attraverso gli acquisti fatti direttamente via internet. Per il momento in Italia il luogo d'acquisto principale è il punto vendita fisico, ma il trend sta cambiando.

Settore Retail						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Autogrill	Da Moderatamente Positivo a Neutrale	11,35	2.887	30,78	26,39	1,46

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

I risultati del 1° semestre sono stati positivi e superiori alle attese. Autogrill ha approvato il progetto preliminare di riorganizzazione del Gruppo da implementare nel mese di novembre. Il piano intende separare le attività di indirizzo e coordinamento del Gruppo, svolte dalla controllante quotata, dalle attività operative. Per procedere Autogrill intende conferire in natura i 3 rami d'azienda ad altrettante società controllate. Il primo ramo riguarda le concessioni autostradali e aeroportuali, le attività nelle stazioni ferroviarie e nei centri urbani, il secondo il coordinamento delle controllate europee, e il terzo le attività di supporto e servizio a favore delle società del Gruppo. Da un punto di vista formale Autogrill ha motivato la scelta della divisione in tre per assicurare una migliore *governance* e un'efficace gestione del business, ma il mercato continua a leggerla come un modo per favorire alleanze o una possibile valorizzazione di alcune parti. La società, dopo aver venduto Duty Free, è tornata ad essere un gruppo focalizzato sulla sola ristorazione. Nei primi 8 mesi dell'anno Autogrill ha raggiunto 3 mld di euro di fatturato, +3% a/a, merito del positivo andamento del business estero e degli aeroporti. La ristorazione negli scali è salita dell'8,4%. Faticano invece ancora le autostrade (-1,2%) anche a seguito di una politica di razionalizzazione delle aree di servizio. La società ha conseguito ottimi risultati, ma, pur apprezzando la gestione del management, modifichiamo il giudizio da Moderatamente Positivo a Neutrale sia per una questione di valutazione che di cambio valutario meno favorevole al consolidamento dei risultati in dollari (80% circa dell'EBITDA). Il titolo ha messo a segno un progresso del 14% negli ultimi tre mesi e del 55% nell'ultimo anno. Attualmente quota a un P/E di 26x sul 2018, a leggero premio rispetto ai concorrenti.

La società ha conseguito ottimi risultati e in assenza di novità strategiche il titolo risulta correttamente valutato

Assicurativo e Risparmio Gestito

Il settore Assicurativo ha sottoperformato l'indice azionario domestico da inizio anno, condizionato dal rallentamento della raccolta nel segmento Vita e dalla forte concorrenza nel reparto Danni. Secondo i dati IVASS, la raccolta premi nei rami Vita e Danni del mercato italiano nel 1° trimestre del 2017 ha evidenziato un calo del 10,7% a 36,6 miliardi di euro rispetto allo stesso periodo del 2016. La riduzione è principalmente dipesa dalla flessione del -13,8% (4,4 miliardi di euro) della raccolta Vita, che rappresenta i tre quarti della raccolta complessiva e che già dallo scorso anno ha esaurito la fase espansiva del triennio 2013-15. Anche la nuova produzione Vita si è ridotta del -17,1% rispetto al dato del 1° trimestre 2016 e, secondo l'Istituto, il dato riflette le politiche messe in atto dalle compagnie per riposizionare l'offerta di prodotti vita in uno scenario prolungato di bassi tassi di interesse. La raccolta Danni ha registrato invece nei primi tre mesi del 2017 un incremento del +0,5% rispetto all'analogo periodo del 2016 (attestandosi a 9,1 miliardi di euro).

Settore Assicurativo e Risparmio Gestito						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Generali	Moderatamente Positivo	15,45	24.130	10,39	9,91	5,54

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Il gruppo Generali ha conseguito nei primi sei mesi dell'anno buone performance in termini di redditività e solidità patrimoniale. I risultati confermano l'efficace e disciplinata gestione del business, volta a perseguire gli obiettivi strategici delineati lo scorso novembre in occasione della presentazione del piano industriale. Le performance del Gruppo sono state ottenute in un contesto macroeconomico in leggera ripresa, seppur con tassi che si mantengono bassi. Il Gruppo

Proseguono le dismissioni non strategiche in linea con il piano industriale

assicurativo ha realizzato nel 1° semestre un utile netto di 1,2 miliardi di euro, in progresso del 3,7% a/a, un risultato operativo in crescita del 4,1% a 2,6 miliardi, mentre la raccolta premi ha totalizzato 36,6 miliardi, in calo dello 0,8% rispetto al 1° semestre 2016. Un contesto che consente a Generali di portare avanti il progetto di *turnaround* industriale che prevede l'uscita dai mercati non più considerati strategici convogliando le risorse al rafforzamento nelle aree ritenute invece importanti quali Italia, Francia e Germania. Nel frattempo prosegue la dismissione delle aree non strategiche che, secondo il piano industriale, valgono meno dell'1% del risultato operativo di gruppo e soprattutto hanno un ROE inferiore al 5%, quando a livello di holding Generali esprime una redditività sull'equity superiore al 12%. Giudichiamo positivamente l'operato della società e confidiamo nel positivo raggiungimento degli obiettivi indicati dal piano strategico al 2018, che stimano una generazione di cassa maggiore di 7 mld di euro, dividendi per 5 mld di euro e un ROE operativo medio maggiore del 13%. Confermiamo pertanto la visione Moderatamente Positiva sul titolo.

Media

Il mercato degli investimenti pubblicitari in Italia ha chiuso i primi otto mesi dell'anno in calo dell'1,1%. Secondo i dati raccolti da Nielsen Research, se si esclude dalla raccolta web la stima sul search e social (esempio Google e Facebook), l'andamento registra una contrazione del 4%. Il singolo mese di agosto si attesta a +0,6% (-3,2% senza search e social). Nel dettaglio la TV ha chiuso i primi otto mesi a -3,5%, condizionata da un agosto negativo (-5,3%). La stampa continua a essere in calo: nel singolo mese, i quotidiani e i magazine perdono rispettivamente il 5% e il 6,5%, portando la raccolta nel periodo cumulato gennaio-agosto rispettivamente a -10,5% e -7%. Prosegue invece il buon trend della radio, che chiude i primi otto mesi con una crescita del 3,2% nonostante il -0,3% registrato ad agosto. Sulla base delle stime realizzate da Nielsen, la raccolta dell'intero universo del *web advertising* chiude in positivo a +6,9% (-1%, se si escludono il search e il social). Secondo gli esperti, l'autunno dovrebbe mostrare qualche segnale di miglioramento.

Settore Media						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Mediaset	No Rating	3,186	3.763	27,10	16,53	1,71

Assegniamo il giudizio di No Rating a Mediaset a seguito di restrizioni da Compliance di Intesa Sanpaolo.

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

I risultati semestrali di Mediaset mostrano un ritorno all'utile nonostante gli oneri affrontati per la mancata cessione di Premium: l'utile netto è stato di 74,8 milioni rispetto alla perdita di 28,2 milioni dello stesso periodo dell'anno precedente, i ricavi si sono attestati a 1,85 mld di euro (1,87 mld lo scorso anno), nonostante la raccolta pubblicitaria abbia segnato un aumento del 2,2% a/a. Quest'ultimo è un risultato confortante se comparato al difficile andamento del settore in generale, poiché ancora soggetto al debole andamento dei consumi. A tal proposito, il management ha indicato che in luglio e agosto il Gruppo ha consolidato le posizioni acquisite in termini di raccolta pubblicitaria, superando il trend di mercato ancora negativo. Nei primi sei mesi Mediaset ha conseguito un EBIT di 212,8 milioni di euro rispetto ai 96,1 milioni del precedente esercizio, con una crescita della redditività operativa che si è attestata all'11,5% rispetto al 5,1% registrato nel 1° semestre 2016. L'indebitamento finanziario netto è passato da 1,16 mld di euro del 31 dicembre 2016 a 1,24 mld del 30 giugno 2017. Sulla base di tali aspettative e dei risultati economici già ottenuti al termine del 1° semestre, la società conferma l'obiettivo di conseguire al termine dell'esercizio un risultato operativo e un risultato netto positivi. Entro fine anno ci sono due appuntamenti importanti per gli operatori televisivi domestici: l'assegnazione dei diritti per il campionato di calcio italiano di serie A e i Mondiali di Calcio.

La società torna in utile nei primi sei mesi del 2017

Settore Media						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Mondadori	Moderatamente Positivo	2,33	609	17,44	14,88	1,09

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Il 1° semestre 2017 si è chiuso con un risultato netto positivo per 4,4 milioni di euro, in deciso miglioramento rispetto alla perdita di 3,8 mln del 1° semestre 2016. I ricavi netti sono ammontati a 553 milioni di euro, in lieve calo rispetto a 562,5 milioni di euro del 1° semestre 2016 (-1,7%). L'EBITDA consolidato si è attestato a 27,3 milioni di euro, in crescita del 21,2% rispetto al 1° semestre 2016 anche per il positivo contributo di alcuni proventi non ricorrenti. Il margine operativo lordo si è mostrato in continuo miglioramento negli ultimi quattro esercizi. La posizione finanziaria netta a fine giugno era negativa per 284,4 milioni di euro, in miglioramento rispetto a fine anno. La società ha confermato i target 2017, rispetto al 2016 pro-forma¹, di ricavi sostanzialmente stabili, EBITDA rettificato in crescita *high-single digit*, con conseguente miglioramento della redditività percentuale, e di un significativo incremento dell'utile netto (+30%). La società ha inoltre migliorato la stima del debito finanziario netto, atteso a fine 2017 in ulteriore riduzione rispetto all'anno precedente, con un rapporto sull'EBITDA inferiore a 2x. Inoltre, Mondadori ha raggiunto un accordo con RCS per un aggiustamento di prezzo relativo all'acquisizione di RCS Libri per circa 2 milioni a favore di Mondadori. Il corrispettivo pagato ammonta quindi a 125,1 milioni di euro. Giudichiamo positivamente i risultati fin qui raggiunti e confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul titolo.

Lusso

Confermiamo la visione Neutrale sul settore in considerazione anche dei risultati semestrali, che in generale hanno evidenziato un secondo trimestre più debole rispetto al primo. Per l'intero anno le stime di Altagamma indicano una crescita tra il 2% e il 4% a livello globale, grazie soprattutto al risveglio del mercato cinese. Percentuali positive ma decisamente inferiori rispetto al passato. Inoltre la ripresa dei flussi turistici verso l'Europa nella seconda parte dell'anno potrebbe subire un rallentamento a causa del rafforzamento dell'euro e della ripresa degli attentati terroristici. Nei prossimi trimestri ci aspettiamo una stabilizzazione dei volumi e un moderato incremento dei prezzi. L'indice domestico continua a mostrare un andamento più debole rispetto all'indice settoriale europeo, condizionato da singole storie di ristrutturazione e da operazioni straordinarie di fusione e acquisizione.

Settore Lusso						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Geox	Neutrale	3,594	932	41,84	25,16	0,79

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Geox ha chiuso il 1° semestre 2017 con ricavi pari a 451 milioni, sostanzialmente invariati a/a grazie soprattutto al solido progresso registrato nel canale multimarca (+6,7%), alle buone performance di Russia, Est Europa e Cina e al trend significativo del canale e-commerce (in crescita di oltre il 30%). Le calzature hanno rappresentato il 90% dei ricavi consolidati, attestandosi a 408,2 milioni di euro, in linea con lo scorso anno (-1,3% a cambi costanti). Il risultato operativo lordo (EBITDA) si è attestato a 34,7 milioni, pari al 7,7% dei ricavi, rispetto ai 22,1 milioni del 2016 (pari al 4,9% dei ricavi). L'AD Polegato, commentando i risultati, ha dichiarato di attendersi sviluppi positivi, sostenuti in particolare dalla crescita del portafoglio ordini iniziale del canale multimarca per la prossima stagione autunno/inverno 2017, in aumento dell'8%, dalla prevista positiva

I risultati in miglioramento premiano l'andamento del titolo

La società punta a crescere in Cina e Giappone

¹ Per pro forma si intende ipotizzando il consolidamento delle società Rizzoli Libri e Banzai Media dal 1° gennaio 2016: ricavi 1280 mln di euro ed EBITDA rettificato di 100 mln di euro.

espansione del margine industriale e dall'attesa performance delle efficienze del business. La società intende rafforzarsi in Cina e Giappone, per aumentare l'internazionalizzazione del brand. Pur giudicando positivamente l'esito dell'operato sulle politiche di efficientamento aziendale, riteniamo che buona parte siano già riflesse nelle quotazioni del titolo, che attualmente tratta a premio sui multipli delle società confrontabili. Pertanto, in attesa di conoscere maggiori dettagli sul piano di espansione all'estero, manteniamo invariato il giudizio Neutrale sul titolo.

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 ha chiuso bene il 1° semestre con dati in crescita su traffico, ricavi e margini. Per l'intero anno è atteso un incremento della redditività e un miglioramento dei principali indicatori gestionali. Il Gruppo mantiene interessanti prospettive di sviluppo nel medio termine. L'obiettivo strategico è quello di crescere sul fronte internazionale, rafforzando l'EBITDA realizzato dal business estero e aumentandone l'incidenza sul totale dall'attuale 25%. In tale ottica Atlantia ha lanciato un'offerta di acquisto sulla società spagnola Abertis con un periodo di adesione che scade il 24 ottobre. Il titolo offre un interessante <i>dividend yield</i> .
BMW	I nuovi dati relativi alle vendite di settembre confermano il trend positivo in atto, con l'obiettivo anche per quest'anno di superare la soglia di 2 mln di vetture; un contributo importante arriverà dal segmento delle vetture elettriche, in risposta alle mutate esigenze dei consumatori e ai piani di molti Governi per ridurre le emissioni inquinanti. Segnali importanti in tal senso sono arrivati dai risultati consuntivi dei primi 9 mesi del 2017, che evidenziano un numero di auto elettriche vendute che ha già superato le 100 mila unità, indicato come obiettivo dal management per l'intero anno. BMW punta anche a potenziare una strategia di maggiore penetrazione nel mercato asiatico; infatti è in trattative per affidare al costruttore cinese Great Wall la produzione di alcuni modelli elettrici a marchio Mini. Sul fronte dei dati di bilancio, BMW stima di archiviare l'intero 2017 con un utile lordo in lieve miglioramento e un margine operativo per la divisione Auto compreso tra l'8 e il 10%.
Banco BPM	Banco BPM ha conseguito risultati semestrali superiori alle attese e ha annunciato la razionalizzazione del business dell'asset management. Sul fronte dei crediti problematici, il management sta proseguendo con la dismissione dei portafogli di NPL (<i>non-performing loans</i>) e ritiene possibile centrare con un anno di anticipo l'impegno assunto con la BCE in termini di riduzione del rischio di credito. Secondo le stime di consenso, il CET1 nello scenario più favorevole potrebbe raggiungere il 13%. Il titolo quota a sconto sui multipli di settore.
ENI	I risultati del 1° semestre di ENI sono stati superiori alle stime di consenso; la società infatti, grazie a un recupero del prezzo del petrolio rispetto allo scorso anno, è tornata in utile, confermando il dividendo. I risultati conseguiti certificano anche l'aumento della produzione e la svolta per la chimica, con il recupero di Versalis. Secondo il management, la società nel 2017 dovrebbe raggiungere una produzione di 1,83 milioni di barili al giorno, il massimo storico per il Gruppo petrolifero. Il deciso recupero del prezzo del greggio nel 3° trimestre dovrebbe favorire i risultati nella seconda parte dell'anno. La società offre inoltre un interessante <i>dividend yield</i> .
Mediobanca	Mediobanca ha chiuso l'esercizio 2016-17 con risultati positivi. Il piano industriale al 2019 dell'istituto punta a un miglioramento della solidità patrimoniale, con un CET1 ratio del 14%, e a un risultato operativo di 1 miliardo di euro. Il piano prevede una progressiva dismissione delle partecipazioni non più strategiche e una maggiore focalizzazione sull'attività bancaria. Infatti, sono state create diverse divisioni operative e una finanziaria in cui raggruppare le partecipazioni. Nel prossimo biennio la società stima un <i>pay-out ratio</i> del 40% e un ROTE al 10%.
Daimler	Daimler ha annunciato un piano di sostanziale ristrutturazione: verranno create tre grandi divisioni, indipendenti tra loro a livello legale ma controllate da un'unica holding: Mercedes-Benz Cars & Vans (auto e furgoni leggeri), Daimler Trucks & Buses (camion e bus) e il business dei servizi finanziari. Il progetto prevede un costo iniziale di 100 mln di euro, ma consentirà una maggiore flessibilità operativa oltre a creare visibilità a livello dei singoli brand, lasciando inalterate le sinergie tra le varie divisioni e creando maggior valore per gli azionisti. La società conferma un trend di vendite in progressivo rialzo negli ultimi anni. Europa e Cina rappresentano importanti mercati di sbocco, con un peso significativo sul fatturato complessivo; il Paese asiatico conferma un'elevata domanda di vetture di alta gamma, in considerazione del continuo incremento della soglia media di ricchezza e della notorietà del marchio Mercedes. A livello strategico, la società prosegue negli investimenti in tecnologia per sviluppare e commercializzare auto a trazione alternativa.
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. Dopo la pubblicazione dei risultati semestrali Salini ha confermato gli obiettivi definiti per l'intero anno: crescita del fatturato del 10%, margine EBIT sopra il 5%, riduzione del debito rispetto a fine dicembre 2016. Inoltre la società ha rifinanziato 1 mld di debito, allungandone la durata e riducendone il costo.

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.

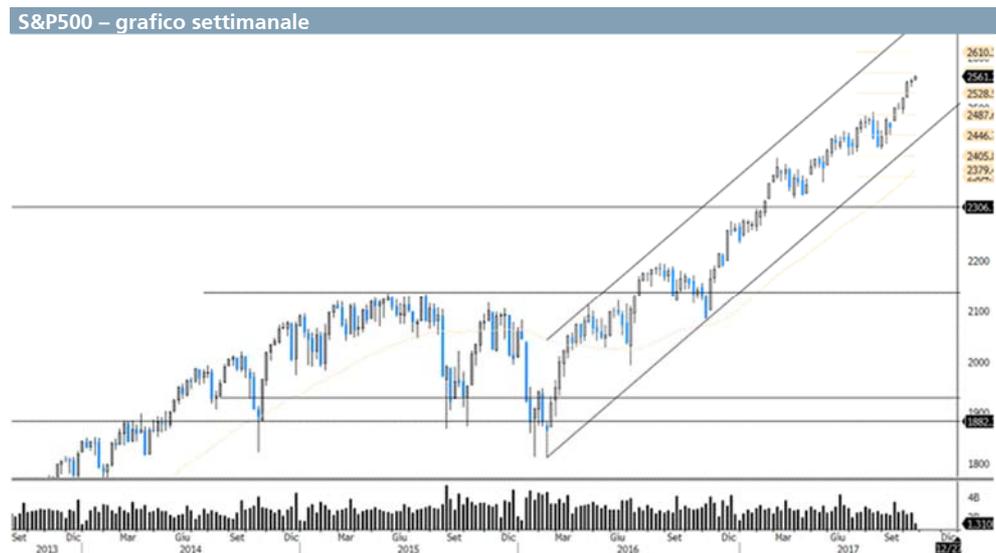
S&P500

Nuovi massimi a 2.564,11 per l'S&P500, che raggiunge e supera i target di lungo periodo e ora incontra barriere tecniche a 2.595 per poi puntare alla resistenza dinamica posta sulla parte alta del canale costruito sui minimi di febbraio 2016 individuabile attualmente in area 2.657. Solo la violazione di questi livelli imprimerebbe ulteriore forza con obiettivi dati dalle proiezioni di Fibonacci rispettivamente al 138% e 150% che si trovano a 2.710 e 2.884.

Di contro, l'eventuale cedimento dei primi test collocati a 2.520 riproporrebbe i livelli posti in area 2.508 e successivamente a 2.488-2.474 per poi scendere verso 2.446. L'eventuale cedimento di quest'area condurrebbe dapprima a 2.428 e in seguito a 2.417, livello di maggior valenza, la cui perdita riporterebbe l'indice verso la zona supportiva posta a 2.407-2.404. Il cedimento di quest'area riproporrebbe il test collocato a 2.386 e in seguito a 2.370, per poi andare a interessare il supporto a 2.352,7. Ulteriori livelli sono individuabili in area 2.332-2.328 e 2.322-2.316, minimi di marzo, il cui cedimento fornirebbe un primo segnale di debolezza, riproponendo i livelli posti a 2.257. L'eventuale perdita di quest'ultimo riproporrebbe i test in area 2.233 e a 2.187, per poi andare a interessare i livelli posti a 2.100 e 2.083-2.074.

Prime resistenze a 2.564 e successive a 2.595

Primi test a 2.520. Supporti in area 2.488-2.474 e 2.417 e poi 2.407-2.404 e 2.386 e successivi di forte valenza in area 2.370 e 2.352,7



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Stoxx 600

Lo Stoxx600 recupera forza nel breve riportandosi a ridosso delle barriere di forte valenza poste in area 393-394 e 396,55, il cui superamento fornirebbe ulteriori segnali di forza con successivi target a 399-400 e a 404,5. L'eventuale violazione di quest'area riproporrebbe le barriere poste a 409-410, massimi di luglio 2015. Il superamento di tali resistenze favorirebbe allunghi verso i massimi storici di aprile 2015 posti a 412-415.

Di contro, i primi livelli supportivi si incontrano a 388 e i successivi in area 382-380, il cui cedimento condurrebbe verso 376; la perdita di quest'ultimo riproporrebbe dapprima il test posto a 371 e successivamente il supporto di forte valenza posto in area 366, minimo di agosto. L'eventuale perdita di tale area riproporrebbe la zona a 360-358 per poi andare a interessare i supporti in area 353-352. Ulteriori obiettivi sono individuabili in zona 339-336 e 333-332 per poi scendere verso 329-327 e 318. L'eventuale perdita di 315-312, confermata dal cedimento di 308, ricondurrebbe le quotazioni verso l'area 302, doppio minimo di ottobre 2014 e febbraio 2016.

Prima barriera di rilievo a 393-394 e 396,55. Ulteriori obiettivi a 399-400 con successivi a 404,5 e 409-410

Primi supporti in area 388. Livelli a 371 e di forte valenza a 366. Successivi supporti rilevanti a 339-336



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

FTSE MIB

Dopo aver segnato nuovi massimi relativi a 22.860 in prossimità dell'area resistenziale di forte valenza posta a 22.844-22.874, il FTSE MIB ripiega leggermente per stabilizzarsi sotto questi livelli. L'eventuale superamento dei massimi di fine 2015 posti a 22.874 rafforzerebbe ulteriormente l'indice con target successivo a 23.495. Stazionamenti sopra tali livelli imprimerebbero ulteriore forza verso 23.992 e, successivamente, verso 24.081-24.157, massimi del 2015, registrati nel luglio. L'eventuale superamento di questi massimi relativi importanti migliorerebbe decisamente la grafica di breve fornendo un segnale positivo con target verso i massimi relativi del 2009 posti a 24.558. Sopra tali livelli la grafica di medio periodo tornerebbe interessante con primi obiettivi a 25.585 e successivi a 26.464. L'eventuale violazione di tale area favorirebbe ulteriori allunghi a 28.323 e 28.743.

Barriere rilevanti a 22.844-22.874. Successive a 23.495 e 23.992

Sul fronte opposto, i primi test si trovano a 22.261-22.229, il cui cedimento riproporrebbe l'area 21.901 in prima battuta e 21.581 successivamente per poi interessare la zona posta a 21.335-21.329. Solo la perdita di questi supporti condurrebbe verso 21.149 in primis per poi scendere a 21.078 e successivamente a 20.537, livello di forte valenza. Il cedimento di quest'area condurrebbe l'indice a intercettare il gap rialzista apertosi lo scorso aprile tra 20.177 e 19.931-19.925, con successivi target a 19.442. Sotto questi livelli i successivi test si trovano a 19.350-19.336 e a 19.028 per poi intercettare l'area 18.535-18.424, livelli di forte valenza, la cui perdita indebolirebbe il trend con successivi target a 18.292-18.238.

Primi livelli di valenza a 21.901 e in area 21.335-21.329. Supporti rilevanti a 20.537 e 20.177 e 19.931-19.925

FTSE MIB – grafico settimanale



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Cambio EUR/USD

Nel breve si ridimensiona la forza dell'euro, con la moneta unica che ripiega leggermente dopo la ripida salita registrata tra maggio e settembre che ha condotto le quotazioni da 1,05 a 1,209 contro dollaro. L'eventuale superamento di tale livello condurrebbe verso la barriera posta a 1,222 con successivi obiettivi a 1,25-1,257, anche se solo la violazione di 1,268 e 1,277 fornirebbe ulteriore forza all'euro con primi obiettivi in area 1,288-1,290. In seguito, l'eventuale violazione di quest'ultima, confermata dal superamento di 1,30, favorirebbe allunghi verso 1,316-1,323 in prima battuta e successivamente sull'area chiave di lungo periodo posta a 1,342-1,345. Solo stazionamenti sopra 1,35 condurrebbero nuovamente verso 1,365-1,37.

Barriere rilevanti a 1,209 e 1,222

Sul fronte opposto, i primi livelli test sono ricercabili in area 1,166-1,161, la cui perdita riproporrebbe l'area 1,135-1,13 in prima battuta e 1,11 successivamente, la cui perdita,

Supporti a 1,166-1,161, 1,135-1,13 e a 1,11

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

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 2017E (%)
Euro Stoxx	Area euro	391,00	6.040.939	2,51	5,75	11,63	15,75	25,36	3,07
Alimentari	Area euro	627,66	360.329	3,64	5,00	12,66	24,10	18,72	2,40
Unilever	Paesi Bassi	51,75	88.737	2,21	7,88	32,30	23,20	18,27	2,77
Danone	Francia	69,35	46.514	3,17	7,90	15,20	20,32	10,23	2,60
Pernod Ricard	Francia	121,50	32.249	5,56	6,30	18,02	21,77	7,17	1,66
Heineken	Paesi Bassi	85,92	49.490	-1,96	5,88	20,57	22,14	5,73	1,63
Assicurazioni	Area euro	273,46	268.190	4,09	8,75	10,92	11,71	-0,40	4,70
Allianz	Germania	195,90	87.391	5,92	14,73	24,78	12,19	6,81	4,11
ING	Paesi Bassi	15,54	60.362	2,78	12,49	16,19	11,85	7,23	4,52
AXA	Francia	25,37	61.529	3,32	9,10	5,75	10,27	5,68	4,86
Assicurazioni Generali	Italia	15,45	24.130	0,85	9,96	9,42	10,39	7,76	5,54
Muenchener Rueck	Germania	184,45	28.595	5,22	0,79	2,67	13,96	-17,96	4,78
Auto e componenti	Area euro	579,88	267.791	4,40	10,93	11,23	8,53	28,22	3,16
Daimler	Germania	68,38	73.155	3,22	2,95	-3,31	7,56	10,68	5,05
Volkswagen	Germania	143,75	73.802	5,12	9,61	7,80	6,18	High	2,34
Renault	Francia	85,21	25.198	6,18	9,26	0,83	5,51	23,02	4,01
BMW	Germania	87,08	56.602	2,65	5,13	-1,88	7,87	6,22	4,21
Peugeot	Francia	20,52	18.563	8,60	16,73	32,40	8,66	22,76	2,84
Banche	Area euro	133,46	557.979	-0,22	11,07	13,42	12,07	High	3,86
Banco Santander	Spagna	5,57	89.266	-0,39	3,12	14,10	12,06	7,37	3,74
BNP Paribas	Francia	66,20	82.646	0,32	13,55	9,33	10,46	5,41	4,54
Banco Bilbao Vizcaya	Cile	7,20	48.035	-2,35	5,08	12,32	11,32	27,27	3,43
Société Générale	Francia	47,47	38.338	-1,66	9,10	1,54	10,43	3,19	4,66
Deutsche Bank	Germania	14,12	29.173	2,21	-6,68	-8,32	11,89	-0,66	0,82
Commerzbank	Germania	11,78	14.753	10,20	46,61	62,57	32,46	64,94	0,00
Beni personali e per la casa	Area euro	848,76	321.550	2,08	6,28	20,34	24,02	16,47	2,00
Philips	Paesi Bassi	34,29	32.264	-0,78	15,36	18,24	23,47	-2,72	2,33
LVMH	Francia	240,45	121.905	4,54	15,27	32,55	24,80	21,89	1,91
L'Oreal	Francia	189,30	105.986	5,81	4,56	9,17	28,22	4,41	1,87
Adidas	Germania	192,15	40.201	-2,91	7,92	27,97	28,96	32,97	1,29
Retail	Area euro	477,82	114.109	0,91	-3,12	0,28	19,98	7,32	2,69
Carrefour	Francia	17,31	13.410	3,10	-18,31	-24,38	14,96	-18,52	3,64
Inditex	Spagna	31,12	96.990	-4,67	-9,34	-4,04	27,98	9,55	2,38
Chimici	Area euro	1.119,94	357.127	5,95	5,93	12,12	17,33	9,94	2,62
Bayer	Germania	119,60	98.903	8,48	12,25	20,65	16,14	1,26	2,33
BASF	Germania	89,03	81.772	3,28	-1,92	0,82	15,29	22,85	3,55
Air Liquide	Francia	104,60	44.774	8,65	7,03	8,91	21,90	4,49	2,41
Akzo Nobel	Paesi Bassi	78,81	19.852	1,05	-0,64	32,70	18,67	1,87	2,81

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

Performance e multipli dei titoli dell'Eurostoxx50 (€)									
	Paese	Valore	Market Cap. (€ mln)	Var. % 1M	Var. % 6M	Var. % YTD	P/E 2017E	Var. % EPS 2017E	Net Div Yield 2017E (%)
Euro Stoxx	Area euro	391,00	6.040.939	2,51	5,75	11,63	15,75	25,36	3,07
Costruzioni e Materiali	Area euro	454,37	187.489	1,58	4,40	11,51	17,51	13,08	2,71
Saint Gobain	Francia	50,30	27.937	2,41	8,86	13,66	17,01	18,38	2,58
Bouygues	Francia	40,07	14.369	4,36	7,24	17,70	17,35	8,03	3,99
Acciona	Spagna	68,33	3.913	-2,52	-8,61	-2,29	15,72	-30,10	4,37
Petrolio & Gas	Area euro	306,70	207.885	2,89	-4,76	-5,34	14,55	39,47	4,69
Total	Francia	46,10	116.452	2,60	-4,03	-5,39	13,40	9,29	5,20
ENI	Italia	13,99	50.842	1,30	-6,67	-9,57	23,91	High	5,72
Repsol	Spagna	15,39	23.507	2,46	4,55	14,68	10,89	9,14	5,16
Farmaceutici	Area euro	894,98	357.487	1,67	0,05	9,42	19,17	2,07	2,22
Sanofi-Aventis	Francia	84,54	106.756	3,90	-0,93	9,93	14,87	2,36	3,59
Merck	Germania	96,90	42.130	0,03	-8,11	-2,27	15,58	0,51	1,30
Beni e servizi Industriali	Area euro	814,63	705.355	3,00	7,78	15,59	19,48	13,91	2,49
Siemens	Germania	119,05	101.193	2,36	-5,93	1,93	15,27	12,59	3,18
Schneider Electric	Francia	73,24	43.699	2,43	7,11	10,79	18,66	14,02	2,95
Alstom	Francia	35,59	7.885	17,96	30,77	35,97	22,66	22,91	1,16
Deutsche Post	Germania	38,37	46.561	6,22	23,38	22,83	16,97	5,23	2,90
ThyssenKrupp	Germania	23,82	14.826	-7,87	8,84	5,19	22,47	80,26	0,85
Vallourec	Francia	4,78	2.157	1,29	-22,13	-27,01	ND	High	0,00
Thales	Francia	95,84	20.290	1,02	3,96	4,03	19,99	13,11	1,92
Risorse di base	Area euro	238,80	75.527	5,25	4,11	4,33	12,62	43,68	2,48
ArcelorMittal (Ex Usinor)	Francia	24,63	25.169	9,71	15,13	17,02	8,83	59,39	0,74
Stora Enso	Finlandia	12,41	9.792	8,29	9,24	21,55	15,41	36,50	3,21
Acerinox	Spagna	12,40	3.422	4,60	-4,40	-1,67	16,25	High	3,71
Media	Area euro	228,85	146.309	2,22	-1,60	3,94	18,21	8,04	3,33
Vivendi	Francia	21,20	27.379	1,05	17,78	17,42	26,79	31,80	2,13
Reed Elsevier	Paesi Bassi	18,42	18.730	2,13	4,48	15,20	20,01	6,00	2,43
Lagardere	Francia	28,26	3.705	2,65	2,34	7,05	14,85	2,59	4,66
Mediaset	Italia	3,19	3.763	8,74	-12,28	-22,48	27,10	High	1,71
Turismo e tempo libero	Area euro	231,01	76.422	3,83	4,79	10,34	14,35	6,16	1,61
Accor	Francia	43,46	12.551	8,00	10,49	22,66	43,49	-43,25	1,40
Sodexo	Francia	104,10	15.701	4,10	-8,32	-4,67	19,92	12,34	2,47
Air France	Francia	12,90	4.841	-4,48	77,20	149,32	5,48	28,01	0,18
Deutsche Lufthansa	Germania	25,29	11.891	12,58	66,35	106,07	6,64	-0,04	2,70

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.	Var. %	Var. %	Var. %	P/E	Var. % EPS	Net Div
		(€ mln)	(€ mln)	1M	6M	YTD	2017E	2017E	Yield
									2017E (%)
Euro Stoxx	Area euro	391,00	6.040.939	2,51	5,75	11,63	15,75	25,36	3,07
Servizi finanziari	Area euro	424,81	82.790	1,91	9,65	19,97	18,18	37,78	2,84
Deutsche Boerse	Germania	94,71	18.279	1,35	11,66	23,93	20,26	10,69	2,60
Unibail-Rodamco	Francia	208,85	20.857	0,26	-6,80	-7,89	9,70	-10,88	5,16
Tecnologici	Area euro	499,33	353.112	3,28	9,57	21,98	22,98	13,97	1,44
Nokia	Finlandia	4,99	29.127	-4,08	0,81	8,72	18,94	21,01	3,68
SAP	Germania	94,63	116.253	2,85	3,87	14,27	23,01	6,50	1,38
ASML Holding	Paesi Bassi	149,00	64.288	9,68	22,13	39,71	34,07	27,37	0,88
STMicroelectronics	Svizzera	17,03	15.507	5,97	22,83	58,05	24,28	174,35	1,21
Infineon Technologies	Germania	21,73	24.684	5,95	17,18	31,59	25,37	16,48	1,12
Telecom	Area euro	332,41	262.235	0,68	-4,16	-0,40	16,15	25,55	3,88
Telefónica	Spagna	9,04	46.952	-0,54	-11,65	2,53	12,32	74,80	4,45
France Telecom	Francia	13,90	36.975	0,04	-1,77	-3,71	13,84	10,87	4,73
Deutsche Telekom	Germania	15,56	74.064	3,67	-3,11	-4,89	18,06	-3,25	4,23
Telecom Italia	Italia	0,76	15.315	-2,24	-4,75	-8,90	10,13	-7,31	0,14
Utility	Area euro	290,52	368.727	1,27	11,08	18,82	15,10	10,04	4,73
E.On	Germania	9,94	21.881	8,54	36,51	48,37	15,79	36,83	3,02
Iberdrola	Spagna	6,68	42.201	-1,02	-0,12	7,15	15,34	4,65	4,83
RWE	Germania	21,02	12.718	4,21	33,04	77,91	10,66	57,16	7,14
Enel	Italia	5,15	52.358	0,88	18,99	22,97	14,55	36,17	4,38
Electricité de France	Francia	10,80	31.183	8,93	39,79	20,33	19,01	-64,24	3,22

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

Performance e multipli dei titoli del FTSE MIB (€)									
Titolo	Settore	Valore	Market Cap. (mln €)	Var. % 1M	Var. % 6M	Var. % YTD	P/E 2017E	Var. % EPS 2017E	Net Div Yield 2017E (%)
A2A	Elettricità	1,436	4.499	-2,25	6,13	16,75	12,74	11,22	4,17
Assicurazioni Generali	Assicurazioni	15,45	24.130	0,85	9,96	9,42	10,39	7,76	5,54
Atlantia	Trasporti	27,36	22.593	0,04	14,00	22,91	19,40	5,95	3,90
Azimut Holding	Asset Management	17,15	2.457	-6,03	0,94	8,13	12,93	18,88	6,50
Banca Generali	Banche	28,82	3.368	1,73	15,28	27,18	16,70	26,95	4,42
Banca Mediolanum	Banche	7,25	5.364	0,35	7,33	6,15	14,70	-7,66	5,10
Banco BPM	Banche	3,148	4.770	-4,02	31,17	37,35	37,44	High	1,10
Banca Popolare Emilia R.	Banche	4,442	2.138	-3,18	1,83	-12,21	14,28	High	1,64
Brembo	Componenti Auto	14,62	4.882	6,56	3,61	27,13	18,41	9,85	1,52
Buzzi Unicem	Materiali e finiture	23,39	4.419	9,97	5,74	3,91	17,42	87,02	0,89
CNH Industrial	Industriali	10,13	13.841	4,16	8,00	22,57	26,56	17,79	1,15
Davide Campari	Industriali	6,65	7.725	9,38	24,88	43,16	30,99	26,21	0,78
Enel	Elettricità	5,15	52.358	0,88	18,99	22,97	14,55	36,17	4,38
ENI	Petrolio & Gas	13,99	50.842	1,30	-6,67	-9,57	23,91	High	5,72
EXOR	Servizi Finanziari	54,25	13.074	1,97	13,30	32,38	10,94	68,35	0,69
Ferrari	Auto	97,85	24.014	6,76	46,37	76,94	36,28	24,50	0,79
FCA	Auto	14,96	29.116	7,78	64,18	73,37	7,12	44,48	0,06
FincoBank	Banche	7,425	4.512	1,37	15,83	39,31	21,23	5,77	3,80
Intesa Sanpaolo	Banche	2,866	47.961	-1,65	17,56	18,14	14,65	20,06	7,11
Italgas	Gas	4,726	3.824	1,42	11,88	26,43	13,73	24,47	4,41
Leonardo Finmeccanica	Difesa	15,27	8.828	2,48	15,77	14,47	14,81	-2,43	1,04
Luxottica	Abbigliamento & Accessori	45,94	22.280	-4,71	-11,23	-10,10	23,82	6,24	2,16
Mediaset	Media	3,186	3.763	8,74	-12,28	-22,48	27,10	High	1,71
Mediobanca	Banche	9,165	8.077	4,92	17,65	18,18	10,78	24,80	4,04
Moncler	Abbigliamento	24,61	6.268	-1,44	15,05	48,88	25,90	16,82	0,93
Poste Italiane	Assicurazioni	6,21	8.111	0,16	1,55	-1,51	10,17	29,60	6,45
Prysmian	Industriali	28,66	6.211	1,24	14,05	17,46	18,22	16,93	1,66
Recordati	Farmaceutico	40,1	8.386	8,41	20,31	48,96	28,68	21,16	2,02
Saipem	Servizi petroliferi	3,554	3.593	5,84	-13,13	-33,57	20,49	High	0,06
Salvatore Ferragamo	Abbigliamento	22,99	3.880	1,59	-17,00	2,50	23,39	-15,53	1,98
Snam Rete Gas	Gas	4,184	14.647	1,85	2,40	6,90	15,60	11,06	5,26
STMicroelectronics	Semiconduttori	17,02	15.507	5,98	22,45	57,59	24,10	High	1,22
Telecom Italia	Telecom	0,7625	15.315	-2,24	-4,75	-8,90	10,13	-7,31	0,14
Tenaris	Acciaio	11,59	13.682	-4,06	-25,75	-31,70	50,05	High	3,08
Terna	Elettricità	4,998	10.046	0,73	7,44	14,84	14,64	8,37	4,40
UniCredit	Banche	17,02	37.904	-3,51	32,04	24,24	14,76	High	1,71
UBI Banca	Banche	4,12	4.714	2,95	27,51	65,49	25,85	High	2,54
Unipol Gruppo Finanziario	Assicurazioni	3,856	2.767	1,47	4,90	12,62	8,76	-6,95	4,84
UnipolSAI	Assicurazioni	1,966	5.563	1,76	-2,48	-3,15	11,16	-0,62	6,21
Yoox Net-a-Porter	Abbigliamento	33,59	4.503	11,41	52,89	24,68	NS	-5,62	0,00

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

Glossario

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

Avvertenza generale

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

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

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

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

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters, FactSet 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 21.09.2017.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia mediante la messa a disposizione dello stesso attraverso il sito internet di Intesa Sanpaolo (www.intesasnpaolo.com), sezione Risparmio-Mercati, e, per i clienti di Banca IMI, nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI (https://markethub.bancaimi.com/home_public.html).

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

Inoltre, 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

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 a 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 desunte dal provider FactSet e rielaborate e commentate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo.

Definizioni e storia delle raccomandazioni

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

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

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

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

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

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

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

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
Autogrill	Neutrale	19/10/2017
Autogrill	Moderatamente Positiva	25/07/2017
Autogrill	Moderatamente Positiva	30/03/2017
Autogrill	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Banca MPS	Rating sospeso	19/10/2017
Banca MPS	Rating sospeso	21/12/2016
Banca MPS	Neutrale	30/11/2016
Banca MPS	Neutrale	28/10/2016
Banco BPM	Moderatamente Positiva	21/09/2017
Banco BPM	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Banco BPM	Moderatamente Positiva	31/01/2017
BMW	Moderatamente Positiva	26/07/2017
BMW	Moderatamente Positiva	23/12/2016
CNH Industrial (ex FIAT Industrial)	Moderatamente Positiva	19/10/2017
CNH Industrial (ex FIAT Industrial)	Moderatamente Positiva	18/05/2017
CNH Industrial (ex FIAT Industrial)	Neutrale	21/12/2016
Daimler	Moderatamente Positiva	28/02/2017
Davide Campari	Neutrale	19/10/2017
Davide Campari	Neutrale	18/05/2017
Davide Campari	Neutrale	31/01/2017
ENI	Moderatamente Positiva	21/09/2017
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
Ferrari	Moderatamente Positiva	19/10/2017
Ferrari	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Ferrari	Moderatamente Positiva	24/02/2017
Ferrari	Moderatamente Positiva	15/11/2016
Fincantieri	Moderatamente Positiva	19/10/2017
Fincantieri	Moderatamente Positiva	21/09/2017
Fincantieri	Moderatamente Positiva	28/04/2017
Fincantieri	Moderatamente Positiva	24/02/2017
Fincantieri	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Generali	Moderatamente Positiva	19/10/2017
Generali	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Generali	Moderatamente Positiva	30/03/2017
Generali	Moderatamente Positiva	22/03/2017
Generali	Moderatamente Positiva	21/12/2016
Geox	Neutrale	19/10/2017
Geox	Neutrale	30/03/2017
Geox	Neutrale	30/11/2016
Mediaset	No rating	19/10/2017
Mediaset	Neutrale	30/11/2016
Mediobanca	Moderatamente Positiva	21/09/2017
Mediobanca	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Mediobanca	Moderatamente Positiva	24/02/2017
Mediobanca	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Mediobanca	Moderatamente Positiva	28/10/2016
Mondadori	Moderatamente Positiva	19/10/2017
Mondadori	Moderatamente Positiva	28/04/2017
Mondadori	Moderatamente Positiva	21/12/2016

Storia delle raccomandazioni (12 mesi) - continua		
Emittente	Raccomandazione	Data di assegnazione/conferma del giudizio
Parmalat	Neutrale	19/10/2017
Parmalat	Neutrale	28/04/2017
Parmalat	Neutrale	31/01/2017
Parmalat	Neutrale	30/11/2016
Saipem	Neutrale	19/10/2017
Saipem	Neutrale	28/04/2017
Saipem	Neutrale	30/03/2017
Saipem	Neutrale	28/10/2016
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	14/06/2017
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	24/02/2017
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	21/12/2016
Trevi	Moderatamente Negativa	19/10/2017
Trevi	Moderatamente Negativa	14/06/2017
Trevi	Neutrale	31/01/2017

Distribuzione dei rating/rapporti bancari (settembre 2017)					
Numero di società coperte: 53	POSITIVO	MODERATAMENTE POSITIVO	NEUTRALE	MODERATAMENTE NEGATIVO	NEGATIVO
Distribuz. Copertura Desk Retail con riferimento all'ultima raccomandazione	0%	62%	36%	2%	0%
Clienti Intesa Sanpaolo *	0%	45%	42%	100%	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, Monica Bosi, Sonia Papandrea