

Wall Street di record in record, listini europei in recupero

In un trend di lungo periodo favorevole e dopo un ritracciamento dai massimi di maggio, le borse europee recuperano forza supportate da dati macro incoraggianti, stime di crescita di PIL e utili rivisti al rialzo e attività di M&A, anche se il contesto tiene conto di un clima di maggior avversione al rischio per le tensioni geopolitiche, l'apprezzamento dell'euro e i timori dell'avvicinarsi del *tapering*. Tali fattori potrebbero aumentare la volatilità degli indici nel breve, anche se al momento non sembrano in grado di provocare inversioni del trend di lungo periodo.

In termini di politica monetaria, nell'ultima riunione BCE il presidente Draghi ha annunciato che darà indicazioni sull'avvio del *tapering* a ottobre e molto probabilmente fornirà gli aggiustamenti opportuni di trimestre in trimestre tenendo conto dell'evoluzione delle prospettive di inflazione nel medio termine. Il nostro scenario stima acquisti che difficilmente proseguiranno oltre l'autunno 2018 con un primo rialzo dei tassi nel 2019.

Relativamente ai fondamentali, l'Eurostoxx conferma un P/E attuale in linea con la media storica 2010-16, a fronte di utili stimati dal consenso in aumento del 25,6% nel 2017, rivisti al rialzo rispetto alle precedenti rilevazioni. I dati relativi al 2° trimestre hanno rilevato una crescita dei ricavi pari al 6,9%, con sorprese positive nel 55% dei casi, e gli utili sono cresciuti del 27,3%, grazie soprattutto al balzo dei Beni di prima necessità, al recupero del settore Energia, Tecnologico e Risorse di base, superando le attese nel 54% dei casi (Fonte: Bloomberg).

Tra gli indici europei si segnala la forza relativa a un mese di DAX, FTSEMIB e CAC, su cui manteniamo un giudizio Moderatamente Positivo. L'indice tedesco continua a contare sulla solidità del PIL, la netta ripresa del credito bancario e i crescenti investimenti pubblici e privati. Relativamente al FTSEMIB i dati macro domestici si rilevano incoraggianti con un PIL in aumento dello 0,4% t/t negli ultimi tre trimestri. Secondo i dati Istat l'indicatore anticipatore dell'economia conferma segnali rassicuranti, indicando un rafforzamento delle prospettive di crescita; le nostre stime per il 2017 vertono per una crescita del PIL dell'1,4% e per il 2018 dell'1,1%.

In un contesto di volatilità sui minimi, gli indici statunitensi rinnovano i massimi storici con multipli dei margini moderatamente superiori alla media storica. I fondamentali evidenziano per l'anno in corso P/E piuttosto elevati, anche se si ridimensionano nel prossimo esercizio grazie a crescite degli utili stimati in forte crescita dal consenso: in particolare gli utili dell'S&P500 sono visti in aumento a doppia cifra per il prossimo triennio 2017-19 e nel 3° trimestre le attese sono per una crescita del 5,2% per poi tornare a salire a doppia cifra nel 4° (Fonte: Bloomberg). I gruppi statunitensi si avvantaggiano della debolezza del dollaro che appare più come un fattore temporaneo che strutturale. Tra le criticità, oltre alle tensioni geopolitiche, si segnala un rischio di attuazione relativo alle manovre fiscali dell'amministrazione Trump.

21 settembre 2017

14:13 CET

Data e ora di produzione

21 settembre 2017

14:23 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori
privati e PMI

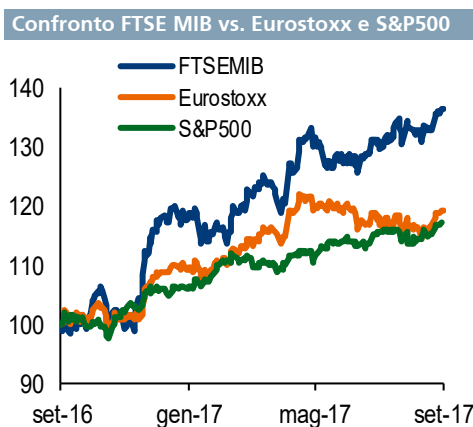
Ester Brizzolara
Analista Finanziario

Laura Carozza
Analista Finanziario

Piero Toia
Analista Finanziario

Andamento indici			
Indice	Valore	Var. % 1 mese	Var. % da inizio anno
Stoxx 600	381,95	2,07	5,68
Euro Stoxx	382,82	2,15	9,30
Euro Stoxx 50	3.526,74	2,34	7,18
CAC 40	5.229,32	2,25	7,55
DAX	12.559,39	3,24	9,39
IBEX	10.338,40	-0,46	10,55
FTSE 100	7.253,28	-0,97	1,55
FTSE All Share	24.640,39	2,44	17,69
FTSE MIB	22.364,74	2,52	16,27
S&P 500	2.503,87	3,23	11,84
NASDAQ Comp.	6.454,64	3,83	19,91
Dow Jones Indus.	22.331,35	3,03	13,00
Nikkei 225	19.909,50	2,26	4,16

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



Fonte: Bloomberg

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 18.09.2017 (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

Forza relativa nel breve su dati macro incoraggianti

In un trend di lungo periodo favorevole e dopo un ritracciamento dai massimi di maggio, le borse europee recuperano forza supportate da dati macro incoraggianti, stime di crescita di PIL e utili rivisti al rialzo e attività di M&A, anche se il contesto tiene conto di un clima di maggior avversione al rischio per le tensioni geopolitiche, l'apprezzamento dell'euro e i timori dell'avvicinarsi del *tapering*. Tali fattori potrebbero aumentare la volatilità degli indici nel breve, anche se al momento non sembrano in grado di provocare inversioni del trend di lungo periodo. Tra gli indici europei si segnala la forza relativa a un mese di DAX, FTSEMIB e CAC.

I fondamentali degli indici europei evidenziano multipli in linea con la media storica degli ultimi anni e le stime di crescita degli utili indicate dal consenso si confermano a doppia cifra, in scia al miglioramento della congiuntura. A tal proposito, per l'Eurozona il quadro macro conferma la ripresa e le nostre stime di crescita del PIL sono state riviste al rialzo; pertanto, l'anno in corso dovrebbe registrare un incremento del 2,1%, rispetto alla precedente stima dell'1,9% e il 2018 dell'1,7% rispetto all'1,8%. Uno dei fattori di criticità è il rafforzamento dell'euro che però dovrebbe avere un impatto contenuto nell'ordine dello 0,2% nel biennio 2018-19. Nel secondo trimestre il PIL Eurozona è aumentato dello 0,6% t/t, in accelerazione rispetto allo 0,5% del primo trimestre, sostenuto dai consumi +0,5% e dagli investimenti +0,9% che hanno recuperato il calo del primo trimestre. Per il trimestre in corso ci attendiamo un aumento del PIL dello 0,5% t/t.

In termini di politica monetaria, nell'ultima riunione della BCE, il presidente Draghi ha annunciato che fornirà indicazioni sull'avvio del Tapering a ottobre e, molto probabilmente, fornirà gli aggiustamenti opportuni di trimestre in trimestre tenendo conto dell'evoluzione delle prospettive di inflazione nel medio termine. Il nostro scenario ritiene improbabile che gli acquisti proseguano molto oltre settembre 2018 anche per ragioni tecniche. Riteniamo che verrà rispettata la sequenza di un primo rialzo dei tassi solo una volta finito l'acquisto di titoli; pertanto, non prima del 2019.

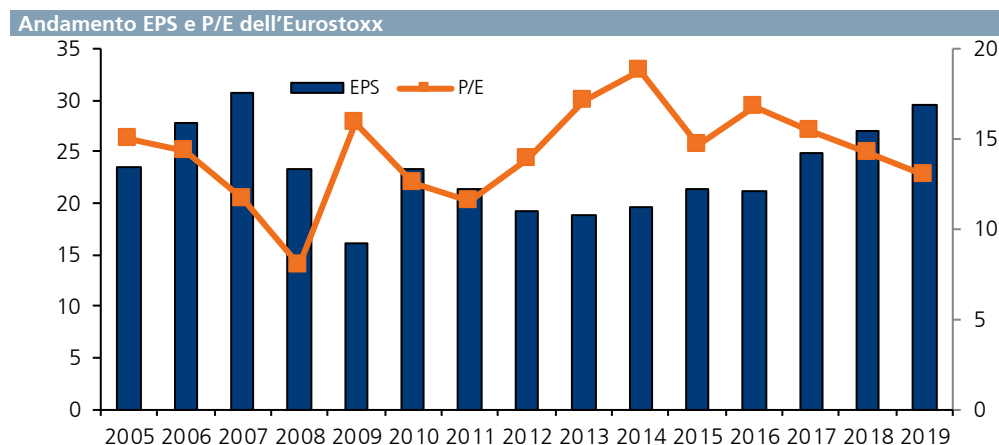
Tra gli elementi critici elenchiamo le tensioni geopolitiche, il venir meno di una politica particolarmente accomodante da parte della BCE con un futuro *tapering*, l'indebolimento del dollaro e la percezione che il quadro economico sia in prossimità di una fase di maturità.

In particolare rileviamo che le tensioni geopolitiche internazionali rinnovate dalla Corea del Nord, non appaiono in grado di invertire la fase favorevole dei mercati, se non per periodi brevi, o di modificare il quadro economico dell'economia mondiale, poiché l'atteggiamento ostile di Kim Jong-un è rivolto a tutte le principali potenze economiche e il rischio di un'implosione che veda contrapposte le superpotenze militari appare oggi improbabile. In merito al cambio, la dinamica del dollaro da inizio anno è principalmente il risultato di una modifica delle aspettative riguardanti le politiche economiche del Presidente Trump e il loro impatto sulla crescita, data la difficile attuazione. A ciò si aggiungono segnali di minor intensità nella crescita economica statunitense nei primi trimestri dell'anno, seppur attribuibili a effetti temporanei legati principalmente alle condizioni climatiche. La rimozione dello stimolo monetario nell'Eurozona e negli Stati Uniti dovrebbe avvenire in modo estremamente graduale grazie alla dinamica favorevole dell'inflazione e alla consapevolezza da parte delle Banche centrali di dover procedere molto cautamente per evitare di "strozzare" una ripresa che per il suo stadio prematuro potrebbe rivelarsi fragile soprattutto in Europa. Peraltro le Banche centrali sono ormai consapevoli degli effetti potenzialmente sfavorevoli di mercati instabili o pesantemente in calo, svolgendo dunque una funzione di supporto in caso dovessero manifestarsi correzioni eccessive. Il ciclo non appare maturo: l'intensità della ripresa è stata abbastanza modesta se paragonata ad altre fasi cicliche espansive rispetto alle quali sono seguite brusche decelerazioni; pertanto, potrebbe trattarsi di una ripresa meno intensa ma probabilmente più lunga. Infine, essendo una ripresa caratterizzata da

Il mercato continua a contare su una politica espansiva per un lungo periodo

Elementi di criticità

una discreta sincronia tra aree geografiche, un eventuale rallentamento di una delle principali economie a nostro avviso impatterebbe meno sulla congiuntura mondiale. Non si evidenziano inoltre eccessi produttivi segnalati dalla dinamica delle scorte, anche grazie a una migliore gestione dei magazzini.



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

Relativamente ai fondamentali, l'Eurostoxx conferma un P/E attuale in linea con la media storica 2010-16, a fronte di utili stimati dal consenso in aumento del 25,6% nel 2017, rivisti al rialzo rispetto alle precedenti rilevazioni. I dati relativi al 2° trimestre hanno rilevato una crescita dei ricavi pari al 6,9%, con sorprese positive nel 55% dei casi, e gli utili sono cresciuti del 27,3%, grazie soprattutto al balzo dei Beni di prima necessità, al recupero del settore Energia, Tecnologici e Risorse di base, superando le attese nel 54% dei casi (Fonte: Bloomberg). I dati macro evidenziano il prosieguo del miglioramento con il PMI manifatturiero di agosto in recupero a 57,4 dal 56,6 di luglio in linea con la fase espansiva dell'economia dell'Eurozona anche se a ritmi meno sostenuti rispetto a inizio estate. La fase di maggior accelerazione dovrebbe essere terminata ma la crescita del PIL dovrebbe proseguire sopra al potenziale per il prossimo biennio.

Attesi in forte crescita gli utili dell'Eurostoxx

Multipli, crescita dell'Eurostoxx e del benchmark al netto dei Bancari

	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	382,82	16,71	15,38	14,16	12,96	2,60	25,62	8,58	9,35
Euro Stoxx Ex Bancari	180,69	17,40	16,69	15,35	14,11	10,37	14,59	8,73	8,88

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

Multipli, crescite dei principali indici azionari									
	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	382,82	16,71	15,38	14,16	12,96	2,60	25,62	8,58	9,35
Euro Stoxx 50	3.526,74	15,60	14,91	13,79	12,66	1,29	15,69	8,12	8,98
Stoxx 600	381,95	17,37	15,76	14,64	13,46	0,27	21,45	7,69	8,70
DAX	12.559,39	14,93	13,80	12,94	12,01	4,76	13,32	6,63	7,74
CAC 40	5.229,32	15,44	15,35	14,23	13,01	15,43	12,44	7,90	9,36
FTSE 100	7.253,28	18,12	14,98	14,22	13,21	-2,60	25,03	5,32	7,65
IBEX 35	10.338,38	15,93	14,66	13,60	12,44	40,91	19,32	7,81	9,29
FTSE MIB	22.364,74	18,48	15,29	13,06	11,52	-6,18	60,92	16,99	14,31
FTSE All Share	24.640,39	19,77	15,67	13,40	11,81	-5,04	59,51	17,18	14,06
SMI	9.048,11	19,19	17,88	16,11	14,87	-8,16	13,52	11,03	8,33
S&P500	2.503,87	19,91	19,09	17,21	15,71	0,30	9,77	10,91	10,03
NASDAQ Composite	6.454,64	26,92	24,91	21,22	18,65	-0,61	13,11	17,32	14,95
Dow Jones Industrial	22.331,35	19,00	18,27	16,72	15,35	-0,84	10,75	9,23	8,92
Nikkei 225	19.909,50	19,47	17,15	15,65	13,83	11,41	11,47	9,71	10,06
Hang Seng	28.159,77	13,28	13,46	12,41	11,24	-7,22	13,51	8,47	10,35
Sensex 30	32.423,76	20,87	22,33	18,81	15,95	5,26	7,58	18,74	17,89
Bovespa	75.990,00	18,06	15,07	13,43	11,43	High	64,11	12,27	17,39
RTS Interfax	1.119,98	7,06	6,99	6,37	5,99	6,05	7,38	9,87	6,27

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

Ribadiamo un giudizio Moderatamente Positivo per l'IBEX, che vanta P/E a deciso sconto rispetto alla media storica 2010-16 e lievemente inferiore rispetto ai principali indici europei, a fronte di crescite degli utili stimati dal consenso in forte aumento per l'anno in corso e vicini alla doppia cifra per il biennio 2018-19. L'economia iberica conferma un sostenuto ritmo di crescita, anche se gli ultimi dati rilevano un rallentamento dell'espansione, con il PMI Markit dei servizi di agosto a 56 da 57,6 di luglio, registrando però un buon dato dell'occupazione con il sottoindice ai massimi dal 2007. Di contro, il PMI manifatturiero è sceso a 52,4 da 54 di luglio ai minimi da settembre 2016 e la produzione industriale è cresciuta dell'1,9%, inferiore alle attese. Nel 2° trimestre il PIL è cresciuto dello 0,9% portando la variazione annua al 3,1%. Tensioni per il referendum di autodeterminazione catalano.

ibex

Confermiamo Moderata Positività per il DAX, che mostra forza relativa e mantiene P/E a sconto rispetto al benchmark europeo, a fronte di crescite a doppia cifra per l'anno in corso e sulla parte alta a singola cifra per il biennio 2018-19. In termini economici la Germania conferma una congiuntura solida con un PIL nel secondo trimestre confermato in aumento dello 0,6% t/t e a 2,1% su base annua. Nel rapporto mensile la Bundesbank ha affermato che gli indicatori fortemente positivi relativi alla fiducia di imprese e consumatori, oltre al solido portafoglio ordini all'industria, confermano che l'economia potrebbe crescere in modo ancora più elevato di quanto stimato a fine giugno, quando prevedeva una crescita dell'1,9% attestarsi invece al 2,1%. L'indice di fiducia sull'economia ZEW in settembre è stato decisamente migliore delle attese a 17 punti, rispetto ai 10 di agosto; il dato conferma le aspettative di solidità del PIL nel secondo trimestre, la netta ripresa del credito bancario, i crescenti investimenti pubblici e privati e un quadro globale congiunturale favorevole. A livello politico il prossimo 24 settembre avranno luogo le elezioni e un'eventuale riconferma della Merkel potrebbe consentire una maggiore flessibilità a livello europeo in termini fiscali, a favore della ripresa e a discapito dell'austerità.

DAX

Moderata Positività per il CAC, che mantiene P/E in linea con la media storica e il benchmark di riferimento europeo, a fronte di utili in crescita stimati per l'anno in corso a doppia cifra e nella parte alta della singola cifra per il prossimo biennio. Il secondo trimestre si è chiuso con ricavi in crescita del 4,2%, con sorprese positive nel 63% dei casi e utili in aumento del 15,7%, grazie soprattutto al recupero dell'Energia e dei Finanziari (Fonte: Bloomberg). In merito ai dati macro, il settore Servizi ha registrato in agosto un rallentamento della crescita e il PMI Markit dei servizi è sceso a 54,9 da 56,0 a luglio, rispetto a una lettura preliminare di 55,5. La crescita dei nuovi ordini

CAC

si è portata su un minimo da sette mesi, anche se i prezzi sono stati ritoccati al ribasso; inoltre, si è registrato un indebolimento della fiducia delle imprese, da cui emerge l'incertezza sull'impatto delle riforme proposte Macron. Ad ogni modo le aspettative tra domanda interna e contesto economico internazionale restano positive con l'indice PMI Markit complessivo a 55,2 dal 55,6 di luglio.

Ribadiamo Moderata Positività sull'indice domestico, che mantiene P/E a sconto rispetto alla media storica 2010-16 e ai principali indici europei, a fronte di crescite degli utili significativamente più elevate della media. I dati macro si rivelano incoraggianti con un PIL in aumento dello 0,4% t/t negli ultimi tre trimestri. Secondo i dati Istat l'indicatore anticipatore dell'economia conferma segnali rassicuranti, indicando un rafforzamento delle prospettive di crescita, con stime pari all'1,1%. Il PMI Markit dei servizi in agosto è sceso a 55,1 dai 56,3 di luglio, mentre il PMI manifatturiero è salito a 56,3, indicando una crescita del settore al ritmo più sostenuto da oltre 6 anni. In tale contesto, nonostante dati occupazionali inferiore alle attese, il PIL dovrebbe registrare anche alla fine del trimestre un valore in aumento per l'undicesima volta consecutiva e il Governo dovrebbe rivedere le stime di crescita sul PIL in rialzo all'1,4% rispetto all'1,1% attuale, sostenuto da consumi e investimenti. In tale contesto, le nostre stime per il 2017 vertono per una crescita del PIL dell'1,4% e per il 2018 dell'1,1%. In merito ai conti pubblici la strada appare meno impervia rispetto alle previsioni di inizio anno, anche se sarà difficile registrare un calo del rapporto debito/PIL: è più probabile invece una stabilizzazione.

FTSE MIB

A livello settoriale, ribadiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto Auto che mostra forza relativa sostenuto dai buoni dati sulle immatricolazioni, operazioni di M&A e da P/E a sconto rispetto alla media storica 2010-16. Moderata Positività per il comparto Bancario, per il quale si intravede qualche segnale in termini di riduzione delle sofferenze, tale da far pensare che il peggio possa essere alle spalle. Il comparto tratta a multipli contenuti rispetto al benchmark di riferimento e in linea con la media storica, a fronte di crescite stimate dal consenso a doppia cifra. Moderata Positività per le Utility, che quotano a multipli moderatamente a premio rispetto al benchmark e alla media storica a fronte di utili stimati dal consenso in crescita contenuta. Il settore al momento resta sostenuto da operazioni di consolidamento, anche se a tendere potrebbe risentire di un eventuale aumento dei tassi, atteso comunque non prima del 2019.

A livello settoriale

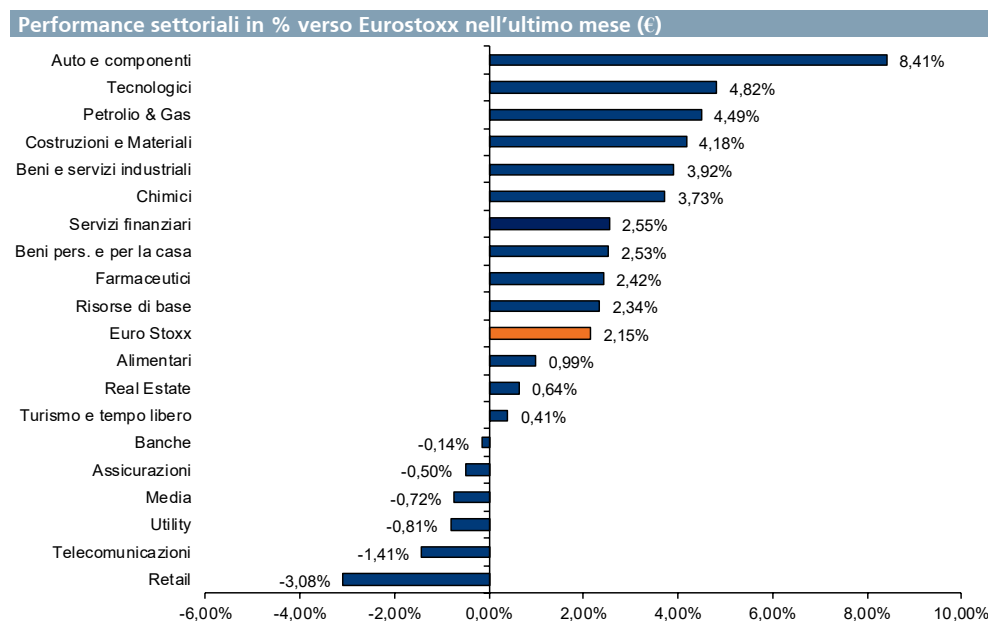
Multipli e crescite dei settori europei									
Settore	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	382,82	16,71	15,38	14,16	12,96	2,60	25,62	8,58	9,35
Auto	556,76	9,35	8,16	7,79	7,47	40,62	28,86	4,68	4,27
Banche	134,29	15,53	12,18	11,00	9,77	-31,37	High	10,75	12,59
Risorse di base	228,83	17,39	12,33	12,46	11,38	High	41,53	-1,02	9,47
Chimici	1.065,99	17,63	16,55	15,67	14,54	4,36	9,52	5,64	7,74
Costruzioni e Materiali	449,25	18,41	17,30	15,38	13,83	16,09	13,17	12,50	11,19
Servizi finanziari	420,91	17,80	17,86	16,25	16,52	3,30	38,99	9,93	10,81
Alimentari	604,85	24,27	23,28	20,74	18,72	-9,36	18,85	12,24	10,81
Farmaceutici	881,53	18,66	18,63	17,38	15,79	8,12	3,39	7,18	10,09
Beni e servizi Industriali	797,64	18,90	18,98	16,84	15,07	13,82	13,99	12,71	11,40
Assicurazioni	263,71	10,09	10,95	10,50	9,98	5,71	2,93	4,29	5,27
Media	223,29	19,71	17,73	15,94	14,66	-1,13	8,92	11,20	8,72
Petrolio & Gas (Energia)	297,56	18,16	14,56	13,92	13,05	-18,01	35,67	4,54	6,71
Beni personali e per la casa	831,02	24,74	23,49	21,24	19,21	8,48	16,71	10,58	10,60
Real Estate	233,93	19,81	19,13	17,93	17,01	15,43	6,34	6,71	5,37
Retail	472,88	20,64	19,74	17,75	16,10	22,32	7,51	11,21	10,27
Tecnologici	487,82	23,00	22,34	19,64	17,29	0,13	14,53	13,78	13,60
Telecom	332,63	20,08	16,21	14,20	12,69	-0,69	25,19	14,15	11,84
Turismo e Tempo libero	222,39	16,06	13,83	12,53	11,46	-0,36	3,23	10,35	9,30
Utility	286,79	13,75	14,80	14,14	13,14	-8,56	10,79	4,73	7,55

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

Performance mercato europeo

Performance settori europei (€)				
Settore	Valore	Var. % 1 mese	Var. % 6 mesi	Var. % inizio anno
Euro Stoxx	382,82	2,15	3,93	9,30
Auto e componenti	556,76	8,41	3,21	6,80
Banche	134,29	-0,14	6,71	14,12
Risorse di base	228,83	2,34	-6,73	-0,03
Chimici	1.065,99	3,73	2,39	6,72
Costruzioni e Materiali	449,25	4,18	3,65	10,25
Servizi finanziari	420,91	2,55	12,05	18,86
Alimentari	604,85	0,99	1,97	8,57
Farmaceutici	881,53	2,42	0,93	7,78
Beni e servizi industriali	797,64	3,92	7,96	13,18
Assicurazioni	263,71	-0,50	3,32	6,97
Media	223,29	-0,72	-0,05	1,41
Petrolio & Gas (Energia)	297,56	4,49	-5,52	-8,16
Beni pers. e per la casa	831,02	2,53	6,51	17,83
Real Estate	233,93	0,64	3,38	3,92
Retail	472,88	-3,08	-1,96	-0,76
Tecnologici	487,82	4,82	7,33	19,17
Telecomunicazioni	332,63	-1,41	-6,07	-0,33
Turismo e tempo libero	222,39	0,41	4,06	6,22
Utility	286,79	-0,81	14,35	17,29

Fonte: FactSet



Fonte: FactSet

Analisi settoriale

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

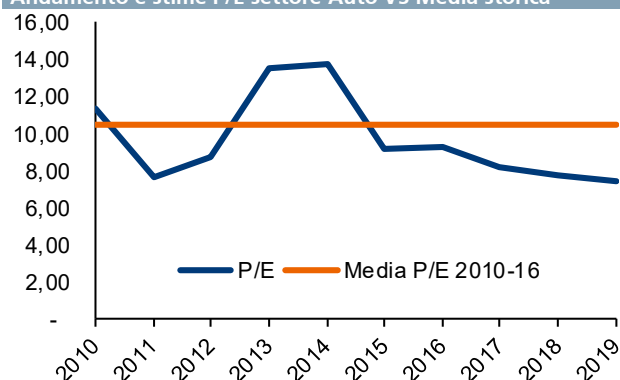
Fonte: Intesa Sanpaolo

Settori Moderatamente Positivi

Auto. Confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto che torna a mostrare forza relativa nel breve, con l'indice settoriale che conferma la violazione di importanti barriere tecniche e si riporta in prossimità dei massimi dello scorso maggio. Nonostante il rafforzamento dell'euro che, in prospettiva, potrebbe pesare sulle vendite extra-UE e la saturazione di alcuni mercati come quello statunitense, il comparto può contare su prospettive ancora incoraggianti derivanti dalle vendite in Europa e Cina e su valutazioni interessanti sotto il profilo dei fondamentali. Riguardo al primo aspetto, i nuovi dati rilasciati dall'Associazione dei costruttori europei ACEA, le immatricolazioni di nuove vetture in agosto sono cresciute su base annua del 5,5%. In tal modo, il saldo da inizio anno si attesta a +4,4% corrispondente a 10,6 mln di unità. A livello di singoli mercati, crescite a doppia cifra sono registrate in Italia e Spagna, con variazioni positive rispettivamente del 15,8% e del 13%. Un importante contributo è arrivato anche dal mercato francese, dove le immatricolazioni sono aumentate su base annua del 9,4%, mentre più contenuta è risultata la variazione in Germania (+3,5%). Riguardo ai fondamentali, il settore quota a multipli, sia in termini di P/E che di EV/EBIT, inferiori rispetto alla media storica del periodo 2010-16, a fronte di crescite sia degli EPS che degli utili operativi ancora a doppia cifra per l'esercizio corrente; più contenuti risultano invece i miglioramenti attesi per il prossimo biennio, sui quali dovrebbero incidere maggiormente variazioni positive più contenute sul fronte dei ricavi e una maggiore incidenza dei costi legati a programmi di sviluppo di nuove tecnologie soprattutto per quanto riguarda le vetture a trazione elettrica. In tale contesto, l'importante sfida per il prossimo futuro per le principali case automobilistiche riteniamo sarà rappresentata dall'espansione nel segmento delle auto a trazione ibrida o interamente elettrica, mercato che dovrebbe rispondere alle maggiori richieste sia dei consumatori finali che di molte Governi che vogliono ridurre l'impatto ambientale delle emissioni dei tradizionali motori a scoppio. Da questo punto di vista, la Cina, ha infatti annunciato di voler valutare un piano per mettere al bando le vetture a benzina e gasolio per potenziare invece la commercializzazione di auto a minor consumo e con impatti ambientali ridotti. Tale decisione fa seguito a quelle prese da Francia e Gran Bretagna.

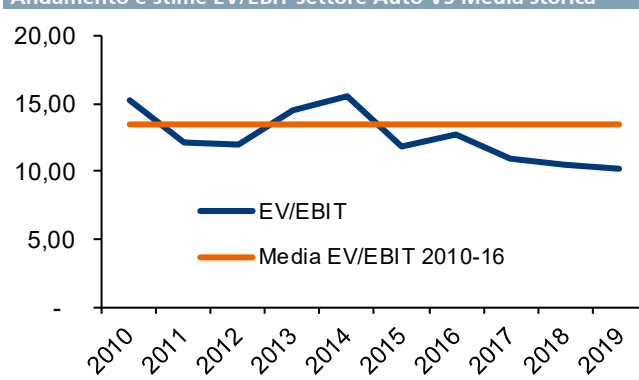
Il comparto Auto presenta valutazioni ancora inferiori alla media storica. Proseguono le crescite delle immatricolazioni in Europa

Andamento e stime P/E settore Auto VS Media storica



Fonte: Factset

Andamento e stime EV/EBIT settore Auto VS Media storica



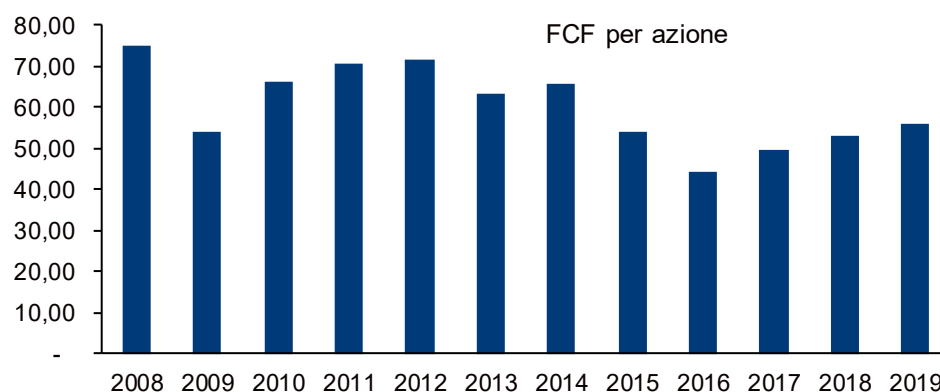
Fonte: Factset

Nonostante i maggiori investimenti attesi e gli effetti della componente valutaria sui risultati di bilancio, l'incidenza del Risultato Operativo Lordo sul fatturato (EBITDA margin) è stimato dal consenso restare sostanzialmente invariato nei prossimi esercizi (2018-19), grazie evidentemente alle politiche di efficientamento della struttura di costi che le principali case automobilistiche hanno già avviato con successo nell'ultimo decennio, per far fronte alle conseguenze della pesante crisi del 2007-08. Inoltre, i flussi di cassa sono stimati ancora in crescita, riflettendosi positivamente sulle posizioni debitorie, come si evince dalle stime in miglioramento in termini di rapporto Debito netto/EBITDA, che nel 2018 scendono a -0,57x da -0,50x del 2017.

Energia. Ribadiamo la Moderata Positività sul settore, che può contare su stime di quotazioni del petrolio più elevate rispetto agli attuali livelli e su una ulteriore ripresa della domanda di greggio mondiale. Riguardo al primo aspetto, le nostre attese vertono su un prezzo medio per l'intero 2017 per il WTI pari a 49,8 dollari e per il Brent a 52,4 dollari al barile, in moderato miglioramento rispetto alle stime dello scorso mese. Ulteriori allunghi sono attesi per i prossimi esercizi, quando le quotazioni medie del WTI dovrebbero risultare pari a 51,5 dollari e a 58 dollari al barile rispettivamente nel 2018 e 2019; analogo andamento è atteso per il Brent che dovrebbe attestarsi mediamente a 53,5 e a 59 dollari al barile. L'eccesso di offerta presente sul mercato, che ha frenato fino ad ora le quotazioni, dovrebbe ridimensionarsi sia per un probabile allungamento del taglio dell'output da parte dei principali produttori internazionali oltre la scadenza di marzo 2018, sia per un aumento della domanda, proveniente soprattutto dalla Cina. A tal proposito, nel report di settembre l'IEA (International Energy Agency) ha rivisto al rialzo le proprie stime relative alla domanda mondiale per il 2017 a 1,6 mln di barili al giorno, giustificate dall'incremento registrato nel corso del 2° trimestre dell'anno, la cui variazione è risultata la più ampia da metà 2015.

L'IEA rivede al rialzo le stime di domanda di greggio sul 2017

Andamento Free Cash Flow per azione (FCF) del settore Energia europeo



Nota: valori in euro. Fonte: Factset

Relativamente ai fondamentali, il comparto quota a P/E attuali a premio rispetto alla media storica di settore per il periodo 2010-16, ma a sconto riferiti a quelli dell'Eurostoxx; i multipli del settore dovrebbero ridimensionarsi nei prossimi esercizi grazie soprattutto a un deciso incremento degli utili stimati dal consenso. Nel 2017, gli EPS beneficiano soprattutto di un effetto comparativo positivo; l'aumento viene comunque confermato anche nel biennio 2018-19, seppur a un ritmo più contenuto. Il ritorno ad una generazione di cassa consistente, come evidenziato dal grafico sopra riportato (Fonte Factset), permette al comparto di finanziare gli investimenti produttivi e soprattutto di garantire una generosa remunerazione cedolare. A tal proposito, il consenso stima un *dividend yield* medio 2017-18 pari al 4,95%, ad un livello superiore a quello dell'Eurostoxx e tra i più elevati rispetto agli altri settori europei.

Industriali. Le prospettive ancora incoraggianti sul fronte della crescita internazionale sostengono il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto Industriale. Le nostre stime in termini di PIL mondiale evidenziano una crescita del 3,5% nell'esercizio in corso, con la fase espansiva che proseguirà anche nei prossimi anni, rappresentata da una variazione positiva del 3,7% nel 2018 e del 3,6% nel 2019. Un significativo apporto è atteso arrivare dagli Stati Uniti, da una ripresa solida dell'America Latina dopo la crisi degli ultimi anni e ancora una volta dalla Cina, anche se in quest'ultimo caso i tassi di crescita potrebbero risultare più contenuti rispetto alle precedenti esperienze. E' da questo mercato che il comparto si attende ancora un forte contributo, vista l'importante esposizione in termini di fatturato da parte di molti gruppi del settore. Relativamente ai fondamentali, il comparto quota a multipli di P/E 2017 a premio rispetto a quelli dell'Eurostoxx, ma sostanzialmente in linea con la media storica 2010-16 relativa al settore. Con riferimento al prossimo biennio, i valori passano a sconto, grazie a stime di crescita degli utili che si confermano a doppia cifra. Il deciso apprezzamento dell'euro nei confronti delle altre principali valute potrebbe rappresentare però un elemento di maggiore criticità per il comparto, soprattutto per quanto riguarda l'impatto sugli aggregati di bilancio; a tal proposito, il consenso sembra infatti aver rivisto in moderato ribasso negli ultimi mesi le stime per l'esercizio corrente in termini di EPS, EBIT ed EBITDA, per tener conto di una marginalità che potrebbe risentire in misura più significativa dell'effetto cambio. Analizzando l'esposizione geografica in termini di fatturato dei gruppi appartenenti all'indice Stoxx600, emerge che oltre il 35% dei ricavi risulta generato in Asia e Americhe. Entrando poi nel dettaglio dei singoli settori (Tabella sottostante), l'Industriale presenta un'esposizione media in termini di volume d'affari al mercato asiatico pari al 14% a cui si aggiunge il 27% nei confronti del mercato americano mentre circa il 56% del fatturato è rivolto all'area dell'Europa, Medio Oriente e Africa (EMEA). Gli impatti maggiori derivanti da un'eccessiva rivalutazione dell'euro potrebbero interessare in misura più consistente invece i settori Farmaceutico, Tecnologico e quello delle Risorse di base.

Prospettive per l'Industriale ancora interessanti grazie anche alle attese in termini di crescita economica

Peso mercati esteri in termini di fatturato dei principali settori dello Stoxx600				
Settore	Numero società appartenenti all'indice	Peso % medio ricavi in Asia	Peso % medio ricavi in Americhe	Peso % medio ricavi in EMEA
Farmaceutico	44	12	37	49
Materiali	53	23	25	50
Tecnologico	37	22	23	51
Industriale	119	14	27	56
Energia	23	16	23	60
Finanziari	111	10	16	72
Utility	28	7	19	73
Telefonici	21	11	14	75
Immobiliare	26	11	9	80

Fonte: Bloomberg

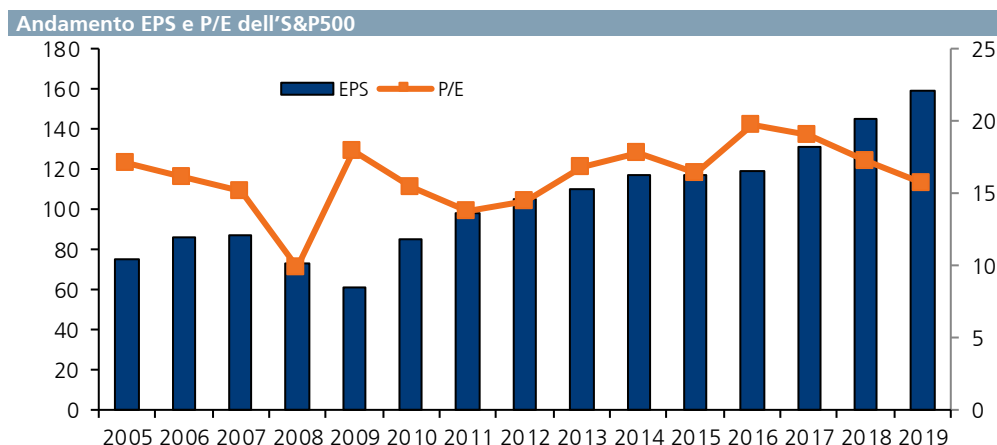
USA

Si veleggia sui massimi

In un contesto di volatilità sui minimi, gli indici statunitensi rinnovano i massimi storici con multipli moderatamente superiori alla media storica. I fondamentali evidenziano per l'anno in corso P/E piuttosto elevati, anche se si ridimensionano nel prossimo esercizio grazie a crescite degli utili stimati ancora in forte crescita dal consenso: in particolare gli utili dell'S&P500 sono visti in aumento a doppia cifra per il prossimo triennio 2017-19 e nel 3° trimestre le attese sono per una crescita del 5,2% per poi tornare a salire a doppia cifra nel 4° (Fonte: Bloomberg). I gruppi statunitensi si avvantaggiano della debolezza del dollaro che appare più come un fattore temporaneo che strutturale. Tra le criticità, oltre alle tensioni geopolitiche, si segnala un rischio di attuazione relativo alle manovre fiscali dell'amministrazione Trump.

Rinnovati i massimi storici
ancora una volta

Analizzando i fondamentali degli indici statunitensi la sopravvalutazione attuale non è tale da far pensare a imminenti correzioni del trend, anche se potrebbe dar luogo a un aumento della volatilità di breve e ad eventuali ritracciamenti fisiologici.



Le stime di consenso indicano per il Dow Jones una sopravvalutazione (P/E a 18,2x) per l'anno in corso rispetto alla media storica 2010-16 (P/E a 16,4), che si riallinea sui P/E del prossimo biennio, a fronte di utili in crescita stimati dal consenso vicini alla doppia cifra per il triennio 2017-19. Il Nasdaq evidenzia una moderata sopravvalutazione rispetto alla media storica 2010-16 scambiando a 24,9x il P/E 2017, rispetto alla media storica 2010-16 pari a 21,1x, anche se si riallinea sui multipli di utile del prossimo biennio 2018-19. Nel 2° trimestre, gli utili dei gruppi statunitensi appartenenti all'S&P500 hanno evidenziato un aumento dell'11%, rivisto al rialzo, che sale all'11,6% escludendo i Finanziari e scende al 9,2% ex Energia. Le sorprese positive si sono verificate nel 71,9% dei casi (Fonte: Bloomberg). Relativamente al 3° trimestre gli utili sono attesi in aumento del 5,2%, che sale al 6,3% ex Finanziari e scende al 3,5% ex Energia. Ulteriore accelerazione è invece attesa per il 4° trimestre con stime in aumento pari all'11,8%. Le attese per i ricavi del 3° trimestre sono pari al 4,6%, che salgono al 5,3% escludendo i Finanziari e scendono al 3,6% ex Energia.

Gli elementi critici si confermano i rischi geopolitici internazionali provenienti dalla Corea del Nord, anche se non ci sembrano tali da proporre inversioni del trend; in termini di valutazioni, la ripida salita delle quotazioni ha condotto a multipli moderatamente superiore alla media, seppur supportata da una crescita degli utili stimata dal consenso a doppia cifra. Inoltre, si segnala un rischio di attuazione relativo alle manovre fiscali dell'amministrazione Trump ed eventuali riduzioni del numero di rialzi da parte della Fed in programma nel 2018.

Rischi geopolitici, valutazioni moderatamente a premio, rischio di attuazione delle manovre fiscali

Relativamente ai dati macro, il PIL del 2° trimestre ha accelerato superando le attese, con una variazione annualizzata t/t al 3%, rispetto all'1,2% del primo trimestre. In forte crescita anche i consumi +3,3% t/t. L'ISM manifatturiero ha sorpreso al rialzo a 58,8 da 56,3 di luglio toccando il massimo da aprile 2011 con la fiducia che rimane su livelli molto elevati e coerenti con una dinamica di consumi solida e una crescita del PIL compresa fra il 2,5 e il 3% nel 3° trimestre annualizzato. Sul fronte dell'inflazione le ultime rilevazioni conducono ad attese del 2,6% a 1 anno e a 2,5% a 5-10 anni. In tale contesto, le attese vertono per tre rialzi da 25pb entro fine 2018, di cui uno probabile entro la fine dell'esercizio in corso.

I dati macro confermano una crescita solida

A livello settoriale, esprimiamo Moderata Positività sul comparto Energia che dovrebbe beneficiare del recupero del petrolio, in scia al rinnovo dei tagli OPEC e non-OPEC che dovrebbe sostenere le quotazioni. Il settore ha dovuto fare i conti anche con i danni provocati alle infrastrutture dall'uragano Harvey in Texas. Gli utili del comparto sono stimati nuovamente in forte crescita grazie anche al confronto particolarmente favorevole su base annua. Moderata positività per i Bancari, per i quali il consenso si attende un aumento degli utili pari al 5,5% nel 3° trimestre e dell'8,5% nel 4°. Confermiamo Moderata Positività sui Tecnologici, che beneficiano di utili in forte crescita; le stime per il 3° trimestre indicano un aumento del 12,8%, di cui i Semiconduttori sono stimati in salita del 34,9% (Fonte Bloomberg). A tal proposito, i nuovi dati SIA (Semiconductor Industry Association) hanno registrato in luglio il dodicesimo rialzo consecutivo su base annua, con una variazione positiva del 24% a/a. Reiteriamo Moderata Positività sul comparto Assicurativo, le attese di utili per il terzo trimestre stimate dal consenso vertono per un calo a doppia cifra (risentendo anche dei danni provocati dall'uragano Harvey), ma indicano un deciso recupero nel 4° trimestre. Confermiamo Neutralità sul Retail che risente del contesto generale di erosione di quote di mercato dei grandi gruppi retailer a causa della cannibalizzazione di Amazon, anche se i primi dati relativi ai ricavi di apertura della stagione autunnale sono confortanti. Neutralità sul comparto Auto, che nel breve recupera forza relativa, per il quale il consenso si attende un moderato recupero degli utili nel 2° semestre. Neutralità sulle Utility che perdono forza relativa, in scia al rialzo dei tassi di interesse di mercato.

A livello settoriale

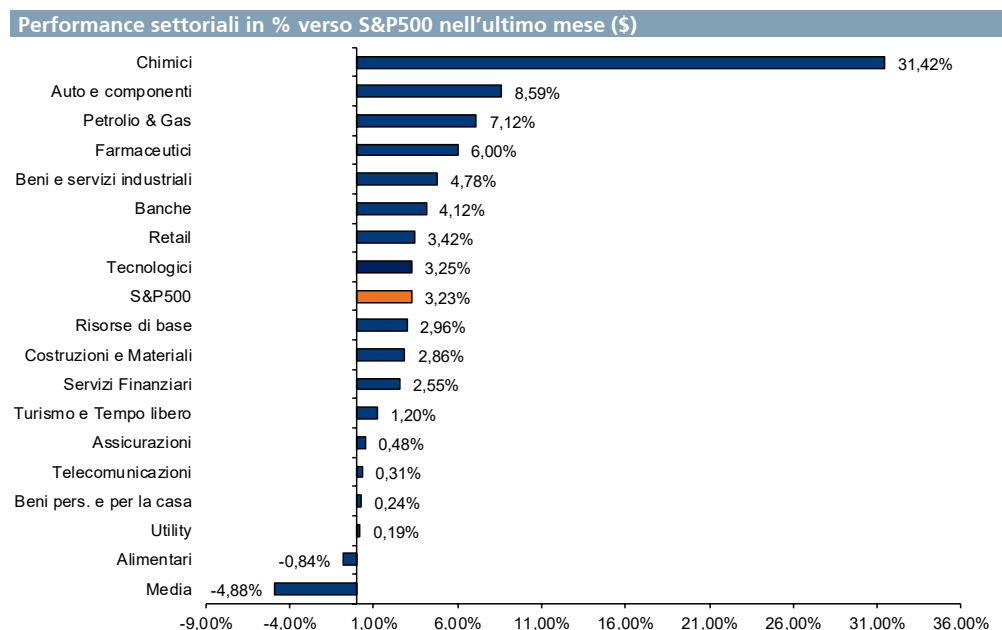
Multipli, crescita e PEG dei principali indici azionari									
	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
S&P100	1.106,26	19,55	18,94	17,17	15,63	0,06	9,38	10,34	9,94
S&P500	2.503,87	19,91	19,09	17,21	15,71	0,30	9,77	10,91	10,03
NASDAQ 100	5.981,12	22,13	22,44	19,73	17,88	7,91	8,39	13,72	11,84
NASDAQ Composite	6.454,64	26,92	24,91	21,22	18,65	-0,61	13,11	17,32	14,95
Dow Jones Industrial	22.331,35	19,00	18,27	16,72	15,35	-0,84	10,75	9,23	8,92

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	2.503,87	3,23	5,28	11,84
Banche	1.503,25	4,12	-0,13	4,92
Retail	2.045,16	3,42	3,30	8,34
Auto e componenti	579,72	8,59	-9,58	-5,70
Risorse di base	399,98	2,96	4,46	9,08
Chimici	1.114,17	31,42	33,90	44,90
Costruzioni e Materiali	1.040,67	2,86	-0,68	2,78
Alimentari	1.070,54	-0,84	-0,12	2,90
Petrolio & Gas (Energia)	783,16	7,12	-4,16	-11,31
Servizi Finanziari	2.629,73	2,55	6,67	13,72
Farmaceutici	1.989,69	6,00	9,97	19,62
Beni e servizi industriali	1.291,98	4,78	7,52	13,39
Assicurazioni	1.097,50	0,48	3,50	7,91
Media	1.578,22	-4,88	-8,15	0,32
Beni pers. e per la casa	1.220,78	0,24	0,00	11,21
Tecnologici	3.797,66	3,25	10,82	24,38
Telecomunicazioni	624,59	0,31	-9,13	-11,14
Turismo e Tempo libero	2.388,58	1,20	7,61	12,74
Utility	594,56	0,19	7,85	13,84

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



Fonte: FactSet

Analisi settoriale

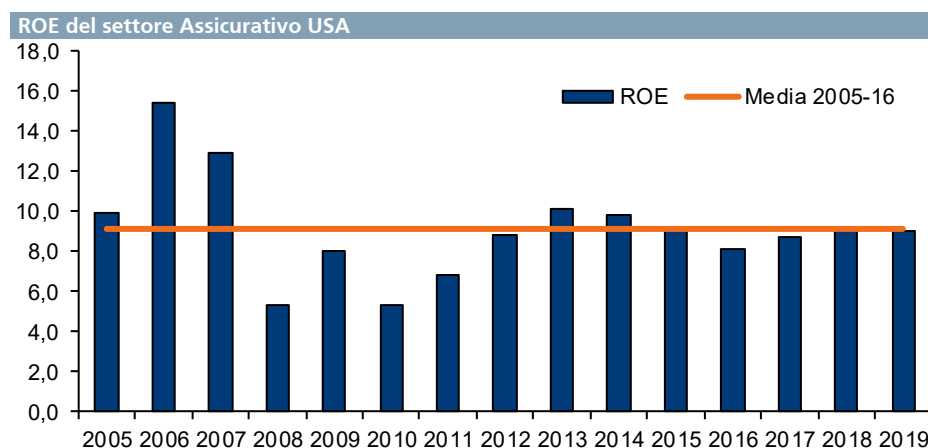
Riepilogo giudizi settori S&P500			
	6-12m	S&P500	6-12m
Auto	NEUTRALE		M. POSITIVO
Banche	M. POSITIVO		
Risorse di base	M. POSITIVO		
Chimici	M. POSITIVO		
Costruzioni e Materiali	M. POSITIVO		
Servizi finanziari	M. POSITIVO		
Alimentari	NEUTRALE		
Farmaceutici	M. POSITIVO		
Beni e servizi Industriali	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

Assicurativo. Confermiamo la Moderata Positività sul comparto, in considerazione di valutazioni sui fondamentali ancora interessanti. Nonostante i P/E restino a moderato premio rispetto alla media storica del settore, per quanto riguarda gli utili per l'esercizio corrente i valori si attestano ben al di sotto di quelli dell'S&P500; per il prossimo biennio, i valori sono visti a sconto rispetto a quelli del benchmark di mercato, tornando anche al di sotto della media storica. Sul fronte della crescita degli utili, il consenso si attende incrementi a doppia cifra per il 2017, beneficiando anche di un effetto comparativo favorevole, a cui si aggiungono però ulteriori miglioramenti in media di poco inferiori al 10% per il periodo 2018-19. In graduale miglioramento anche la redditività del capitale (ROE), anche se rimane lontana dai massimi degli anni pre-crisi finanziaria.

L'Assicurativo può contare ancora su stime di crescita interessanti degli utili. Effetti positivi dal rialzo dei tassi



Il sentiero di risalita dei tassi, soprattutto sul tratto a lungo della curva, rappresenta un driver importante e positivo per il miglioramento dei margini sulle compagnie con una maggiore esposizione al segmento Vita, grazie a più elevati ritorni sul portafoglio, anche se tale situazione risulta penalizzante in termini di prezzo dei titoli detenuti. Per quanto riguarda il segmento Danni e in particolare il business delle riassicurazioni, l'impatto del passaggio dell'uragano Harvey in

Texas è stato particolarmente rilevante (fino a 100 mld di dollari), mentre si è ridimensionato quello dell'uragano Irma che sulla costa orientale degli Stati Uniti è risultato inferiore alle attese, con danni quantificati in circa 13 mld di dollari, rispetto ai 33 mld stimati. Il tema legato ai maggiori costi per eventi naturali resta comunque un elemento di criticità, se si tiene conto che nell'intero 2016 i risarcimenti da parte del settore assicurativo sono cresciuti del 75%; rapportati ai premi incassati, il valore dei costi si è attestato al 3,6% nello scorso esercizio, raffrontandosi al 4,2% della media degli ultimi dieci anni.

Turismo e tempo libero. Ribadiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto, in considerazione degli effetti positivi derivanti dalla crescita economica ancora incoraggiante e da un traffico passeggeri che continua a mostrare segnali di crescita. I recenti dati riportati da IATA (International Air Transport Association) hanno mostrato un incremento della domanda di voli a livello internazionale, in luglio, pari al 6,2% a/a, con un *load factor* (percentuale di riempimento dei voli) che si è attestato all'84,6% (+0,5% a/a); in particolare, in Nord America l'aumento del traffico aereo si è attestato al 3,5% a/a, con il *load factor* in marginale calo su base annua (-0,3%) ma ad un livello superiore rispetto alla media internazionale (85,9%). Il comparto si conferma a premio in termini di P/E sia rispetto alla media storica che ai valori relativi all'intero mercato statunitense, a fronte però di utili in crescita a doppia cifra sia per l'esercizio in corso che per il prossimo biennio. Nonostante ciò, sembrano emergere alcune criticità per i prossimi trimestri soprattutto in termini di marginalità; l'aumento dei costi del carburante e soprattutto del personale, conseguente al rinnovo dei contratti, potrebbe incidere sugli utili operativi, con l'EBIT margin delle compagnie aeree nord americane che è sceso nel corso del 2° trimestre 2017 al 16,3% rispetto al 17,1% dell'analogo periodo del precedente esercizio (Fonte IATA).

Cresce ancora il traffico passeggeri a livello internazionale e soprattutto negli USA

Settori Neutrali

Telefonico. Ribadiamo il giudizio Neutrale sul Telefonico, che mantiene prospettive di crescita poco interessanti. Nonostante il comparto quoti a multipli di P/E a sconto sia rispetto alla media storica 2010-16 che a quelli dell'S&P500, il consenso non si attende particolari crescite in termini di utili; per l'esercizio in corso, la variazione risulta negativa a cui fanno seguito miglioramenti attesi per il prossimo biennio particolarmente contenuti. Marginali crescite sono stimate anche in termini di utili operativi. L'elevata saturazione del mercato telefonico, soprattutto della componente mobile, limita ancora le crescite dei ricavi, bilanciati solamente in parte dal maggior utilizzo del traffico dati, dagli accessi internet e dalla pubblicità digitale. Se da un lato le principali compagnie telefoniche registrano un costante aumento delle sottoscrizioni di contratti wireless, sia in termini di schede prepagate che di contratti, dall'altro lato i ricavi medi per cliente (ARPU) presentano continue decrescite negli ultimi trimestri. Importanti driver positivi per il settore potrebbero arrivare da future operazioni straordinarie in grado di ridurre il numero degli operatori sul mercato e migliorare, attraverso economie di scala e significative sinergie, la struttura dei costi e dei ricavi; importanti target di tali operazioni potrebbero anche essere rappresentate da società operanti nel campo dei Media, in grado di ampliare l'offerta di servizi e di contenuti.

L'elevata saturazione del mercato telefonico limita le crescite degli utili del comparto Telecom

Multipli e crescite dei settori statunitensi									
Settore	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
S&P500	2.503,87	19,91	19,09	17,21	15,71	0,30	9,77	10,91	10,03
Banche	209,95	15,30	13,76	12,23	10,98	-1,64	11,02	12,53	11,39
Retail	233,22	23,50	24,08	21,80	19,38	4,47	1,88	10,44	12,50
Auto e componenti	153,34	8,87	8,39	8,71	9,02	-5,62	-3,56	-3,72	-3,44
Risorse di base	95,25	31,89	17,71	14,13	14,65	-46,26	High	25,33	-3,54
Chimici	264,03	20,45	22,16	18,62	16,16	-3,57	25,57	19,00	15,29
Costruzioni e Materiali	229,41	26,91	23,13	18,53	16,63	12,00	16,90	24,85	12,68
Alimentari	191,56	22,74	21,47	19,90	18,54	5,31	6,11	7,88	7,63
Petrolio & Gas (Energia)	114,43	126,31	36,67	27,26	21,10	-75,80	High	34,55	29,19
Servizi Finanziari	225,62	19,00	18,23	16,26	14,65	6,10	13,61	12,14	10,94
Farmaceutici	251,89	16,55	17,20	15,89	14,54	6,89	6,10	8,26	9,31
Beni e servizi industriali	226,54	20,81	20,45	18,49	16,70	0,84	8,93	10,56	10,72
Assicurazioni	271,36	17,89	15,79	14,45	13,43	-8,21	14,64	9,31	7,56
Media	245,37	18,25	16,04	14,76	13,50	6,36	5,33	8,66	9,37
Beni pers. e per la casa	212,55	22,30	20,93	19,06	17,71	4,88	5,15	9,84	9,46
Tecnologici	233,32	19,04	19,08	17,19	16,14	2,92	12,05	11,00	7,85
Telecomunicazioni	169,57	14,11	13,13	12,81	12,62	-7,38	-1,21	2,44	1,55
Turismo e Tempo libero	292,41	23,33	23,08	20,11	17,82	3,74	10,92	14,78	12,87
Utility	209,68	17,92	18,82	17,94	17,02	9,42	2,28	4,90	5,40

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

La Borsa italiana è sui massimi degli ultimi 22 mesi ed esprime una maggiore forza relativa in ambito europeo. I motivi principali di questo recupero sono almeno tre: la crescita economica, l'aumento delle stime sugli utili aziendali e il ridimensionamento dei timori sulle elezioni politiche. Sul fronte macro le voci congiunturali sono in ripresa: il PIL dai minimi del 2013 è risalito del 3,4%, la produzione industriale dai minimi del 2009 ha recuperato il 7,7%, così come gli investimenti il 6,4%. Questo miglioramento aiuta il listino domestico perché sostiene gli utili delle aziende, che infatti stanno aumentando con percentuali a doppia cifra. Anche le elezioni politiche oggi spaventano meno che in passato in quanto i partiti considerati populistici sembrano avere ridimensionato le loro idee più estreme e poi perché l'appuntamento italiano è ancora relativamente lontano e il mercato per ora non se ne preoccupa.

Sul fronte degli utili societari, dopo un 1° trimestre denso di sorprese positive, anche il 2° trimestre ha evidenziato un buon recupero dei risultati societari, in particolare per le banche e per le aziende orientate all'export. Queste ultime beneficiano ancora della domanda internazionale in aumento, anche se l'effetto positivo del cambio euro/dollaro va diminuendo con il rafforzamento della moneta unica. Ma contrariamente a quanto accade per altri paesi europei sull'indice FTSE MIB le società esportatrici pesano relativamente poco, circa il 22%, mentre pesano molto le banche e le società finanziarie (che compongono circa il 38% dell'indice FTSE MIB) e le Utility, che insieme alle banche arrivano a rappresentare oltre il 50% dell'indice.

Un altro fenomeno nuovo che merita considerazione è la consistente raccolta messa a segno dai Piani Individuali di Risparmio (PIR), che sicuramente ha contribuito alla crescita della borsa azionaria domestica. I PIR, introdotti con la legge di bilancio 2017, stanno riscuotendo un successo inaspettato fra i risparmiatori italiani. Secondo i dati ufficiali rilevati da Assogestioni, a fine giugno l'ammontare era pari a 5,3 miliardi di euro, raccolto con strumenti creati ad hoc e attraverso prodotti già esistenti e riadattati per sfruttare il bonus fiscale garantito ai PIR. Le proiezioni per l'anno in corso, secondo il Ministero delle Finanze, indicano una raccolta a oltre 10 miliardi di euro. La creazione di questo nuovo strumento d'investimento sta avendo un impatto rilevante sui flussi che affluiscono alle azioni PMI (piccole e medie imprese) quotate sul listino domestico, che rappresentano circa il 18% dell'intera capitalizzazione di mercato. Da inizio anno gli indici delle *small* e delle *mid cap* (e anche quelli relativi al segmento Star dei titoli ad alti requisiti) hanno registrato rialzi compresi fra il 28% e il 31%, ben superiori a quelli del resto del listino. Un fenomeno che desta qualche preoccupazione e che deve essere gestito con attenzione per evitare bolle speculative.

A sostenere i listini in questa prima parte dell'anno, oltre ai dati macro in miglioramento, sono state le crescite degli utili societari

Raccolta PIR ben oltre le attese

Multipli, crescite e PEG dei principali indici italiani										
	Valore	P/E 2016	P/E 2017E	P/E 2018E	P/E 2019E	Var. % EPS 2016	Var. % EPS 2017E	Var. % EPS 2018E	Var. % EPS 2019E	PEG (P/E 17 su var. % EPS 2018-19E)
FTSE MIB	22.364,74	18,48	15,29	13,06	11,52	-6,18	60,92	16,99	14,31	0,98
FTSE All Share	24.640,39	19,77	15,67	13,40	11,81	-5,04	59,51	17,18	14,06	1,00
FTSE Mid Cap	41.519,60	18,78	18,91	17,17	15,62	3,02	12,72	10,15	9,12	1,96
FTSE Star	36.466,56	19,50	19,92	17,19	14,86	8,07	22,30	15,94	13,39	1,36
Euro Stoxx	382,82	16,71	15,38	14,16	12,96	2,60	25,62	8,58	9,35	1,72
S&P 500	2.503,87	19,91	19,09	17,21	15,71	0,30	9,77	10,91	10,03	1,82

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

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 0,98x e 1,0x. Il 2017 rimane caratterizzato da un forte incremento degli EPS, intorno al 60%, giustificato in gran parte dal settore Bancario e dal comparto Energia, al netto dei quali la crescita risulta più contenuta.

In conclusione, riteniamo che ci sia ancora spazio per la prosecuzione del trend al rialzo dell'azionario italiano perché i dati macro sono positivi e supportano la crescita. Le quotazioni dei titoli, soprattutto quelli a media capitalizzazione, sono salite molto, ma gli utili sono sostenibili e stimati in crescita. Il rafforzamento dell'euro penalizza gli utili delle società esportatrici ma dovrebbe essere un fenomeno di breve periodo. Più preoccupante invece è l'uscita dalle politiche monetarie espansive, che prevede però un procedimento lento e non sfavorevole, se compensato dal miglioramento dell'economia e da politiche fiscali accomodanti. Il mercato infatti non sconta attualmente la possibilità di manovre fiscali espansive a livello europeo.

Il listino domestico ha ancora ampi spazi di recupero

Rendimento dividendi		Dividend Yield				
%	Valore	2015	2016	2017E	2018E	2019E
FTSE MIB	22.364,74	4,01	3,64	3,45	3,73	4,22
FTSE All Share	24.640,39	3,83	3,38	3,35	3,63	4,09
FTSE Mid Cap	41.519,60	2,76	2,74	2,58	2,81	3,02
FTSE Star	36.466,56	2,58	2,33	2,24	2,46	2,51
Euro Stoxx	382,82	3,60	3,26	3,16	3,37	3,64
S&P 500	2.503,87	2,30	1,96	1,98	2,10	2,28

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, in linea con il listino francese e tedesco e decisamente migliore rispetto al mercato spagnolo. L'azionario 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	381,95	2,07	0,96	5,68
Euro Stoxx	382,82	2,15	3,93	9,30
Euro Stoxx 50	3.526,74	2,34	2,27	7,18
CAC 40	5.229,32	2,25	3,98	7,55
DAX	12.559,39	3,24	3,84	9,39
IBEX	10.338,40	-0,46	0,90	10,55
FTSE 100	7.253,28	-0,97	-2,31	1,55
FTSE All Share	24.640,39	2,44	11,78	17,69
FTSE MIB	22.364,74	2,52	11,41	16,27
S&P 500	2.503,87	3,23	5,28	11,84
NASDAQ Comp.	6.454,64	3,83	9,38	19,91
Dow Jones Indus.	22.331,35	3,03	6,77	13,00
Nikkei 225	19.909,50	2,26	1,99	4,16

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

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

In quest'ultimo mese la performance migliore è stata realizzata da FCA su ipotesi di *spin-off* delle attività relative alla componentistica e sulla possibile valorizzazione dei brand Maserati e Alfa Romeo. Segue STM sulle aspettative relative al lancio dei nuovi prodotti da parte di Apple e in generale sulla positività diffusa sul settore Tecnologico, ben riflessa nei nuovi massimi dell'indice Nasdaq. 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. %
Fiat Chrysler Automobiles	14,1	31,78	Ferrari	93,9	69,80
STMicroelectronics	16,42	15,72	Fiat Chrysler Automobiles .	14,1	63,40
Brembo	13,87	8,78	Unione di Banche Italiane	4,03	61,88
Prismian	28,43	7,24	STMicroelectronics	16,42	52,04
Recordati	37,28	6,76	Moncler	24,85	50,33
Buzzi Unicem	21,45	6,29	Banco BPM	3,29	43,37
YOOX Net APorter	30,23	6,14	FinecoBank	7,385	38,56
Leonardo	15,17	5,86	Recordati	37,28	38,48
Moncler	24,85	5,25	EXOR	53,9	31,53
Tenaris	12,08	4,77	Davide Campari-Milano	6,1	31,32

Fonte: FactSet

Fonte: FactSet

Nel corso dell'ultimo mese le prese di profitto hanno riguardato titoli appartenenti a diversi settori, che in alcuni casi hanno corso molto nei mesi scorsi (Ferrari) o stanno attraversando una fase di ristrutturazione (Ferragamo). 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. Anche ENI registra consistenti flessioni, in linea con la riduzione del prezzo del petrolio, che nella prima parte dell'anno ha perso circa il 17%.

Peggiori del FTSE MIB nell'ultimo mese (€)			Peggiori del FTSE MIB da inizio anno (€)		
Titolo	Prezzo	Var. %	Titolo	Prezzo	Var. %
Mediaset	2,94	-14,09	Saipem	3,408	-36,30
BPER Banca	4,63	-5,82	Tenaris	12,08	-28,82
Salvatore Ferragamo	22,88	-4,79	Mediaset	2,94	-28,47
Italgas	4,66	-4,04	ENI	13,46	-12,99
Banca Generali	28,28	-3,35	BPER Banca	4,63	-8,50
Telecom Italia	0,82	-1,98	Luxottica Group	48,02	-6,03
Mediobanca	8,75	-1,19	Buzzi Unicem	21,45	-4,71
Unione di Banche Italiane	4,03	-1,13	UnipolSai Assicurazioni	1,94	-4,33
Ferrari	93,9	-0,95	Telecom Italia	0,82	-2,39
Banco BPM	3,29	-0,90	Poste Italiane	6,205	-1,59

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 rilevata dall'Istat mostra a luglio un progresso del 4,4% a/a. Nel trimestre maggio-luglio la produzione è aumentata dell'1,4% nei confronti dei tre mesi precedenti e nei primi sette mesi è cresciuta del 2,6% a/a. Da sottolineare inoltre il progresso diffuso all'intero panorama produttivo, con una spinta particolare sui beni strumentali e di consumo durevole. Positivi anche gli indicatori qualitativi, con l'indice di fiducia delle imprese lievitato in agosto ai massimi da oltre 10 anni. Per la seconda parte dell'anno un rischio che potrebbe condizionare il trend rialzista è rappresentato dal repentino apprezzamento del cambio euro/dollaro, che rende le società europee meno competitive sul fronte internazionale e rende svantaggioso l'effetto confronto con l'anno precedente.

Settore Industriale						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Leonardo	Neutrale	15,17	8.771	14,41	12,68	1,06

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Leonardo ha confermato gli obiettivi 2017 in occasione della pubblicazione dei risultati semestrali, che hanno evidenziato un moderato incremento degli ordini ma una leggera flessione dei ricavi. Stabili invece margine netto e risultato netto. Tale andamento rispecchia la combinazione tra la crescita fatta segnare dall'Aeronautica e dall'Elettronica, Difesa e sistemi di sicurezza e la contrazione relativa invece agli Elicotteri. Il neo AD Profumo nel commentare i risultati ha ribadito la necessità di rafforzare ulteriormente il posizionamento del Gruppo sui mercati internazionali, facendo leva su un più efficace modello commerciale, prospettando che non sarà stravolta l'impostazione data al Gruppo dal suo predecessore Moretti. Il piano industriale sarà presentato a inizio 2018 e in attesa di maggiori dettagli confermiamo il nostro giudizio Neutrale sul titolo.

Titolo stabile in attesa di conoscere le indicazioni strategiche del nuovo AD

Settore Industriale						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Fincantieri	Moderatamente Positivo	1,044	1.767	26,99	18,90	0,74

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Fincantieri ha chiuso il 1° semestre 2017 con ricavi in crescita dell'1,3% a 2.295 milioni di euro e un utile di pertinenza del gruppo positivo per 13 milioni. L'EBITDA si è attestato a 146 milioni di euro (113 nel 1° semestre 2016) con un EBITDA margin pari al 6,3% (5% al 30 giugno 2016). Il portafoglio ordini a fine giugno era pari a 20,4 miliardi di euro offrendo una buona visibilità sui risultati futuri. I dati del 1° semestre sono stati positivi e in linea con gli obiettivi del piano industriale 2016-2020, ma il titolo non ha avuto modo di beneficiarne in quanto è sopravvenuta la notizia che il neo presidente francese Macron impediva il perfezionamento della vendita dei cantieri navali di Saint-Nazaire da parte di Fincantieri, siglata con il precedente esecutivo d'oltralpe. I governi di Italia e Francia stanno ora lavorando per trovare un'intesa nella cantieristica navale che possa sanare la frattura nata per la questione, da finalizzare all'incontro bilaterale fissato a fine settembre. Il Governo francese ha proposto di estendere alle costruzioni navali militari l'alleanza industriale fra Fincantieri ed Stx-France coinvolgendo anche Naval Group, la società pubblica di costruzioni navali che già collabora, in alcune aree, con il Gruppo italiano. L'allargamento della

In attesa di chiarimenti sulla vicenda che riguarda l'acquisizione del cantiere francese di Stx France

piattaforma operativa è stato offerto da Parigi come compensazione dopo che il presidente Macron ha impedito a Fincantieri l'acquisizione dei cantieri francesi utilizzando la prelazione della strategicità del bene per il Paese. L'AD di Fincantieri Giuseppe Bono aveva chiesto e ottenuto dal precedente governo francese la guida sui cantieri Stx France detenendo il 54,6% del capitale a tutela dell'unicità della direzione industriale, ma era stata proprio questa clausola a spingere Macron ad annullare la vendita. In attesa di avere maggiore visibilità sulla questione confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul titolo.

Bancario

Prosegue il recupero del settore Bancario domestico, sostenuto dalle recenti operazioni di messa in sicurezza attraverso ricapitalizzazioni precauzionali che hanno riportato la fiducia degli investitori. In aggiunta l'accelerazione nella riduzione dei NPL rappresenta un forte impegno delle banche per andare incontro alle richieste delle Autorità di vigilanza europee. Il mese di luglio ha visto un sensibile calo delle sofferenze bancarie italiane, come mostrano i dati pubblicati da Banca d'Italia. Le sofferenze lorde sono scese a 173,6 miliardi di euro, al minimo da luglio 2014, dai 192 mld di giugno, le nette sono scese a 65,8 mld dai 71,2 mld di giugno. I prestiti alle imprese a luglio sono saliti dello 0,5% dal dato stabile di giugno, quelli alle famiglie sono saliti del 2,7% (da +2,6% del mese precedente).

Settore Bancario						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Mediobanca	Moderatamente Positivo	8,75	7.711	10,29	10,79	4,23

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Mediobanca ha chiuso l'esercizio 2016-17 con risultati positivi. Tutte le componenti dei ricavi sono risultate in crescita: il margine di interesse è aumentato del 7% (a 1,3 mld di euro), le commissioni nette sono salite del 16% (a 523 milioni), le rettifiche su crediti sono scese del 24% (a 317 milioni). Il costo del rischio è sceso a 87 punti base dai precedenti 124 punti, in netto miglioramento rispetto ai target di piano. E' poi aumentato l'indice di copertura delle attività deteriorate (al 55%) e delle sofferenze (al 70%). L'utile netto è cresciuto del 24% a 750 mln di euro e il CET1 è salito al 13,3% dal 12,1%. Agli azionisti andrà un dividendo aumentato del 37% a 37 centesimi ad azione, con un pay-out del 43%, superiore a quanto previsto dal piano. Il management ha fornito una prospettiva positiva per l'esercizio 2017-18, dove sia il margine d'interesse che il reddito da commissioni sono destinati a crescere anche grazie a una ottimizzazione della posizione di liquidità del Gruppo. I costi operativi inoltre dovrebbero restare stabili o ridursi leggermente grazie alle sinergie. I risultati ottenuti e le prospettive di ulteriore miglioramento ci consentono di confermare il giudizio Moderatamente Positivo sul titolo, che peraltro offre un interessante *dividend yield*.

Settore Bancario						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Banco BPM	Moderatamente Positivo	3,286	4.979	38,20	10,60	1,10

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Dopo aver conseguito risultati semestrali superiori alle attese, Banco BPM ha annunciato la razionalizzazione del business dell'asset management attraverso la cessione di Aletti Gestielle ad Anima per 700 milioni di euro e l'estensione del contratto di distribuzione di prodotti Anima su tutto il perimetro del gruppo Banco BPM. L'accordo dovrebbe avere un impatto positivo sul CET1 di 91 punti base, con ripercussioni limitate sull'utile netto (-20 mln di euro), e in teoria più che compensare il negativo impatto derivante dall'esercizio delle opzioni put (di vendita) sul contratto di bancassicurazione con Unipol e Aviva. Sul fronte dei crediti problematici, il management di

I positivi risultati annuali evidenziano un trend di crescita sostenibile nel medio lungo termine

Focus sulla razionalizzazione delle attività di asset management e cessione dei NPL

Banco BPM ha annunciato l'intenzione di cedere un portafoglio di 2 miliardi di euro di NPL (*non-performing loans*) entro la fine dell'anno con l'obiettivo di cedere il pacchetto residuo da 3,5 miliardi nel 2018. Ciò permetterebbe di centrare con un anno di anticipo l'impegno assunto con la BCE, in sede di fusione, di riduzione dei crediti problematici. Secondo le stime di consenso, il CET1 nello scenario più favorevole potrebbe raggiungere il 13% consentendo una decisa accelerazione nel *derisking*. Il titolo quota a sconto sul P/TBV (Patrimonio Netto Tangibile) 2017E del settore Bancario domestico, pari a 0,68x. Confermiamo pertanto il giudizio Moderatamente Positivo.

Petrolio & Gas

Dopo la flessione nella prima parte dell'anno il settore mostra segnali di consolidamento anche se, nel breve termine, il prezzo del petrolio rimane volatile e anche condizionato dalla riduzione delle scorte di carburanti dovuta al blocco di molte raffinerie negli USA per i danni subiti dagli uragani. Di fondo, però, il rinnovo dei tagli OPEC e non-OPEC alla produzione, che verranno discussi a novembre in occasione del meeting del Cartello, resta il fattore che definirà le quotazioni petrolifere. Le nostre stime indicano un aumento del prezzo medio nel 4° trimestre dell'anno sia per il Brent (53 dollari/barile) che per il WTI (51 dollari/barile).

Settore Petrolio & Gas						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
ENI	Moderatamente Positivo	13,46	48.916	23,78	19,05	5,95

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

I risultati del 1° semestre di ENI sono stati accolti dal mercato con un cauto ottimismo; la società infatti, grazie a un recupero del prezzo del petrolio rispetto allo scorso anno, è tornata all'utile nel 1° semestre, confermando il dividendo. I risultati conseguiti certificano anche l'aumento della produzione e la svolta per la chimica, con il recupero di Versalis. I primi sei mesi si sono chiusi con un utile netto di 983 milioni, rispetto alla perdita di 829 milioni dello stesso periodo dell'anno precedente. In forte rialzo anche l'utile operativo rettificato a 2,8 miliardi, conseguito in gran parte nel 1° trimestre, quando il recupero del prezzo del greggio era stato molto sostenuto (+59% a/a), mentre nel secondo ha registrato un più modesto 9% a/a. L'AD Descalzi ha assicurato tuttavia che la strategia della società è stata costruita per essere resilienti anche con il petrolio a 45 dollari. Guardando alle varie attività, comunque, le cose sono andate sostanzialmente bene in tutti i settori. La produzione, che nel 2° trimestre ha registrato un aumento del 3,3% a 1,77 milioni di barili, ha più che raddoppiato l'utile operativo rettificato. Nel semestre il valore è cresciuto di cinque volte. Per il 2017 è stata confermata una crescita del 5% grazie anche all'avvio anticipato dei grandi progetti in Angola, Indonesia e Ghana. Il settore gas è rimasto invece in perdita operativa, ma ha ridotto il rosso rispetto allo scorso anno grazie ai benefici associati alle rinegoziazioni dei contratti di acquisto a lungo termine. Molto positiva la performance della raffinazione e della chimica. Nel 2° trimestre il settore ha più che raddoppiato l'utile operativo rettificato: in particolare, la raffinazione è cresciuta grazie al recupero di quote di mercato sulla rete italiana e alle continue azioni di riduzione del margine di raffinazione, mentre Versalis, sul punto di essere venduta lo scorso anno, in un semestre ha centrato il target del risultato operativo previsto per l'intero 2017. ENI torna a distribuire un acconto di 0,4 euro sul dividendo, in linea con quello dello scorso anno. Alla luce di quanto esposto confermiamo la nostra visione Moderatamente Positiva sul titolo.

Telecomunicazioni

L'andamento del settore è strettamente correlato alle vicende legali e sanzionatorie che ruotano intorno alla governance di Telecom Italia da parte delle autorità italiane e francesi. Sotto il punto di vista dell'attività industriale il comparto mostra interessanti segnali di miglioramento della

Risultati positivi nonostante il difficile contesto di riferimento

marginalità grazie all'implementazione di politiche di efficientamento dei costi, unite al lancio di nuovi servizi sui contenuti che garantiscono maggiore redditività. Gli operatori sul mercato mostrano una buona crescita dei ricavi sia per i servizi di telefonia fissa che mobile con un aumento dell'ARPU (ricavi medi per unità). Questi dati beneficiano dell'aumento dei clienti che usano la rete a banda ultra-larga, che ormai ha raggiunto la maggior parte della popolazione.

Settore Telecomunicazioni						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Telecom Italia	Moderatamente Positivo	0,817	16.399	10,73	10,01	0,31

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Telecom Italia ha archiviato il 1° semestre 2017 con ricavi pari a 9,8 miliardi di euro (in crescita del 7,4% a/a), un EBITDA di 4,1 miliardi di euro (+10,4% a/a) e un risultato netto a 42,1% (41% nel 1° semestre 2016). La divisione domestica ha mostrato una crescita del fatturato del 3,4% e dell'EBITDA del 5,6%, migliore risultato di sempre. A livello di segmento, sia la telefonia fissa che quella mobile sono cresciute, così come è proseguito il trend di recupero del Brasile. L'indebitamento netto si è attestato a 25 mld di euro, in forte riduzione rispetto a fine 2016. Ma l'apprezzamento per i buoni risultati è stato offuscato dall'uscita dell'AD Cattaneo (in carica solo da poco più di un anno) senza la nomina di un successore. La confusione a livello di leadership ha spinto il mercato alla cautela. Fanno da cornice la speculazione, che si è intensificata, sulle potenziali battaglie all'interno del CdA e le nuove interferenze politiche in merito all'esercizio delle *golden power*¹. In questo ambito, al Gruppo guidato dal presidente Arnaud de Puyfontaine è stata notificata la mancata comunicazione del nuovo status di società soggetta a direzione e coordinamento di Vivendi, che la controlla con il 23,9%. Anche la Consob si è pronunciata nei giorni scorsi sostenendo che la partecipazione di Vivendi in Telecom Italia debba essere qualificata di fatto come una partecipazione di controllo. Pertanto se anche l'Amf, la Consob francese, confermerà l'esistenza di un controllo di fatto, Vivendi sarà costretta a consolidare il debito di Telecom Italia. Il Gruppo francese da parte sua ha detto di aver preso nota della posizione espressa dalla Commissione, aggiungendo di contestare l'interpretazione e comunicando che farà ricorso. Nel frattempo si susseguono le ipotesi di un piano per portare Telecom Italia a scindere la rete infrastrutturale che dovrebbe poi andare sotto l'influenza pubblica. Nel 2013 il Board della società discusse la scissione della rete con l'ingresso di CDP sulla base di una valutazione di 14 miliardi di euro per un EBITDA di 2 miliardi. Ovviamente uno *spin-off* della rete può rappresentare un rischio o una opportunità per Telecom Italia a seconda delle modalità di compimento e dell'allocatione del debito. Ricordiamo infatti che l'attività di telecomunicazioni è un business che necessita dell'infrastruttura. Il titolo tratta a un P/E 2018 di 10x e a un EV/EBITDA 2018 di 5,3x e risulta ampiamente sottovalutato sui multipli del settore, pertanto confermiamo una visione Moderatamente Positiva. Nel breve, tuttavia, le battaglie legali che si profilano all'orizzonte in merito alla *governance* potrebbero pesare sul corso del titolo.

Auto

Il settore beneficia dell'impostazione positiva di FCA, anche se rimane un'incertezza di fondo legata alle possibili ripercussioni negative derivanti dalle contestazioni promosse dall'Agenzia per la protezione ambientale USA sulle emissioni di alcuni modelli di auto prodotti da FCA, che hanno innescato una serie di controlli anche in diversi paesi europei. Le immatricolazioni di auto in Italia ad agosto hanno registrato un aumento del 15,77% a/a a 83.363 veicoli, con il gruppo FCA che è cresciuto in linea con il mercato. Il dato risulta migliore del trend europeo, che, secondo i dati

¹ La *golden power* viene esercitata dal Governo e scatta in caso di cambiamento di controllo di una società che detiene asset strategici per il Paese (in questo caso la rete telefonica) o in caso di operazioni straordinarie su questi ultimi.

Risultati semestrali superiori alle attese ma il mercato penalizza il titolo in assenza di chiarezza su *governance* e nuovo management

diffusi dall'associazione dei produttori Acea, ad agosto ha mostrato un aumento del 5,5% a 903.143 veicoli. Nei primi 8 mesi dell'anno in Italia sono state immatricolate 1,36 milioni di auto, in progresso del 9,1% a/a; in Europa il dato è pari a 10,6 milioni, + 4,4% a/a.

Settore Auto						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
FCA	Da Moderatamente Positivo a Neutrale	14,10	27.442	6,69	5,76	0,00

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Fiat Chrysler Automobiles ha raggiunto una capitalizzazione di oltre 20 miliardi di euro, segnando un incremento da inizio anno del 60%. Gran parte del rally è avvenuto nel mese di agosto (+30%) grazie alle indiscrezioni sull'interesse di gruppi cinesi per gli asset di Fiat Chrysler, in particolare per Jeep, a cui sono seguite alcune anticipazioni di stampa su possibili operazioni di valorizzazione (tramite scorporo e/o quotazione) delle attività nella componentistica (come Magneti Marelli, Comau) e nelle auto di lusso (Maserati e Alfa Romeo). Operazioni che aiuterebbero l'AD Marchionne a centrare l'obiettivo di eliminazione del debito del Gruppo entro la fine del 2018; una strada tracciata già molti anni fa con lo *spin-off* di CNH e la quotazione di Ferrari. In passato FCA per Magneti Marelli aveva anche provato a percorrere la strada della cessione diretta, con il possibile interessamento di Samsung, poi scemato. La quotazione però potrebbe valorizzarla al meglio: lo scorso anno lo stesso Marchionne aveva indicato un range compreso tra i 3,5 e i 5 miliardi di euro.

Dopo la corsa del titolo meglio prendere profitto in attesa di conoscere l'aggiornamento del piano industriale

A fare chiarezza sulle varie indiscrezioni è intervenuto lo stesso AD asserendo di non aver ricevuto alcuna offerta di acquisto per Jeep o per l'intera FCA, precisando inoltre che FCA non sta lavorando a una grossa operazione di M&A. In sintesi, per quello che riguarda il capitolo cessioni o fusioni, non c'è praticamente nulla sul tavolo delle opzioni. Diverso il discorso per quello che riguarda lo *spin-off* del settore componentistica con Magneti Marelli e Comau. A tal proposito Marchionne ha confermato che la separazione delle attività di componentistica resta un obiettivo che intende raggiungere entro la fine del 2018. Per quanto riguarda invece le tempistiche previste per lo *spin-off* di Alfa Romeo e Maserati, queste vanno oltre il suo mandato che scade nel 2019. Ai prezzi correnti il titolo FCA risulta allineato alla media dei multipli dei concorrenti confrontabili e il rally estivo include già, a nostro avviso, buona parte della valorizzazione della componentistica. A questo punto riteniamo rilevante per il titolo la presentazione del nuovo business plan ad inizio 2018, dal quale ci attendiamo anche maggiore chiarezza in merito alla potenziale valorizzazione degli altri asset. Nell'attesa il giudizio passa da Moderatamente Positivo a Neutrale.

Settori Neutrali

Utility

Confermiamo la visione Neutrale sul comparto, che nella seconda parte dell'anno dovrebbe garantire una performance stabile in termini di volumi e di margini in attesa di un quadro normativo che definisca la capacità produttiva dal prossimo esercizio. Più favorite le attività del servizio pubblico locale, per le quali si nota un aumento dei margini nelle attività liberalizzate (rifiuti e approvvigionamento di energia) e la possibilità di operazioni di fusione e acquisizione. Riteniamo infatti che il consolidamento del settore rappresenti un passaggio importante per la crescita a lungo termine. Il settore mantiene un interessante *dividend yield*.

Settore Utility						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
ERG	Moderatamente Positivo	13,41	2.016	20,03	20,35	3,73

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

ERG ha chiuso i primi 6 mesi dell'anno con un risultato netto consolidato in crescita del 17% a 87 milioni di euro, mentre il risultato operativo ha mostrato un calo a 133 milioni (-8%) a causa delle condizioni sfavorevoli per la produzione di energia eolica e idroelettrica. Il debito netto ha evidenziato una leggera riduzione attestandosi a 1,5 mld di euro. I risultati sono stati superiori alle attese del consenso e hanno consentito alla società di confermare gli obiettivi 2017, che prevedono un margine operativo lordo di 430 milioni e un calo dell'indebitamento netto a 1.450 milioni, inclusivi di 140 milioni di investimenti, destinati soprattutto alla crescita nell'eolico all'estero, dove alla fine dell'anno entreranno in produzione gli impianti in costruzione in Irlanda del Nord. A nostro avviso, le prospettive di sviluppo della capacità produttiva da energie rinnovabili rimangono attraenti in Europa, alla luce anche degli obiettivi prefissati dall'UE al 2020 di riduzione delle emissioni inquinanti. Pertanto, vediamo positivamente la presenza di ERG in Germania, Francia e Regno Unito, in quanto riteniamo che queste aree siano promettenti per un veloce accrescimento delle energie rinnovabili. Per quanto riguarda la dismissione del 51% della rete di vendita dei distributori TotalErg in Italia, l'AD ha spiegato che la finalizzazione dovrebbe arrivare entro fine anno. Il titolo ha messo a segno un'ottima performance da inizio anno (+30%) e attualmente quota ancora a leggero sconto rispetto ai multipli P/E ed EV/EBTDA delle società confrontabili. Manteniamo pertanto il giudizio Moderatamente Positivo.

Società presente in paesi che offrono un'interessante prospettiva di crescita per le energie rinnovabili

Settore Utility						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Terna	Neutrale	4,964	9.978	14,57	14,42	4,33

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Terna ha chiuso positivamente il 1° semestre con un utile netto di 351,3 milioni di euro (+8,2% a/a) e ricavi sostanzialmente stabili a 1,05 mld (+0,7%). I risultati conseguiti nel semestre confermano la solidità economico-finanziaria del Gruppo e costituiscono solide basi per poter accelerare sul piano degli investimenti soprattutto in Italia e valutare nel contempo un miglioramento dell'attuale politica di dividendi. La società sta proseguendo nella ricerca di opportunità di crescita all'estero con un limitato assorbimento di cassa. Terna è al lavoro per elaborare il nuovo piano industriale, che verrà presentato alla comunità finanziaria a inizio 2018. Piano che, secondo le anticipazioni rilasciate dall'AD Ferraris, prevede investimenti in Italia, ma forse anche in Sud America. La priorità va sicuramente al miglioramento della rete domestica, visto che Terna è un importante hub di energia che collega l'Europa e i Paesi del Mediterraneo. Al momento non vediamo spunti particolari sul titolo, che quota a premio sul valore di RAB. Confermiamo pertanto il giudizio Neutrale. Rimane interessante il *dividend yield*.

Risultati semestrali solidi. Piano industriale previsto a inizio 2018

Assicurativo e Risparmio Gestito

I recenti dati Ivass certificano il rallentamento in atto nella raccolta del settore Assicurativo. Il calo della raccolta premi nei rami Vita e Danni del mercato italiano nel 1° trimestre del 2017 è stato 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 2013-2015. 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).

Prosegue l'andamento positivo della raccolta sul risparmio gestito, che a luglio ha mostrato l'ennesimo dato positivo (10,4 miliardi di euro) portando il saldo da inizio anno a 67,3 miliardi, vale a dire un ammontare superiore a quanto incassato in tutto il 2016. Nuovo record anche per il patrimonio complessivo, arrivato a 2.021 miliardi di euro, dei quali oltre la metà custodito dalle gestioni collettive. Anche la novità dei PIR indubbiamente sta contribuendo in maniera significativa alla tendenza positiva del settore e lo dimostrano i risultati conseguiti nei primi sei mesi dell'anno: i 44 prodotti attualmente presenti sul mercato hanno raccolto più di 5,3 miliardi con un patrimonio superiore a 9 miliardi.

Settore Assicurativo e Risparmio Gestito						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Poste Italiane	Moderatamente Positivo	6,205	8.104	10,16	9,18	6,46

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Nel 1° semestre 2017 Poste Italiane ha conseguito ricavi per 18 miliardi di euro (+2% sullo stesso periodo 2016), un utile netto di 510 milioni (-9,7%) e un risultato operativo di 847 milioni (+0,5%). Al netto delle partite straordinarie l'utile operativo sarebbe stato pari a 912 milioni di euro (+26%). Nel 1° semestre del 2016, infatti, Poste Italiane aveva beneficiato di una plusvalenza positiva per la cessione della quota in Visa Europe, mentre quest'anno il Gruppo ha contabilizzato maggiori accantonamenti. Il neo amministratore delegato Del Fante sta mettendo a punto il piano strategico che sarà presentato al mercato a inizio 2018 e, secondo le anticipazioni fornite dallo stesso manager, contribuirà a rafforzare la generazione di cassa del Gruppo e a supportare la politica di dividendi, che per il 2017 si conferma essere in linea con gli ultimi due anni. Nel 2016 Poste Italiane ha distribuito un dividendo pari a 0,39 euro per azione con un *dividend yield* del 6%. Sono previsti il rafforzamento delle partnership nell'asset management e una maggiore offerta di prodotti. Inoltre, secondo fonti di stampa (*Milano Finanza* del 15 settembre u.s.), Poste Italiane starebbe studiando il debutto nel settore delle polizze RC Auto tramite Poste Assicura, la compagnia Danni controllata direttamente da Poste Vita. Il progetto appare interessante in quanto la società dispone di una rete distributiva capillare costituita da migliaia di uffici postali sparsi su tutto il territorio nazionale. In attesa di avere maggiore visibilità sulle linee strategiche del nuovo management confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul titolo, che offre un elevato *dividend yield*.

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.

Settore Lusso						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Moncler	Moderatamente Positivo	24,85	6.329	26,01	23,59	0,90

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Moncler ha chiuso il 1° semestre 2017 con risultati migliori delle attese. I ricavi sono cresciuti del 18% a 407,6 milioni, l'utile netto è aumentato del 25% a 41,8 milioni e l'EBITDA rettificato è salito a 97 mln dai 78,3 milioni precedenti, con un'incidenza sui ricavi del 23,8%. La posizione

Risultati semestrali in linea con le attese. Cresce l'attesa per la presentazione della strategia industriale del nuovo AD

Risultati positivi, prosegue il trend di crescita del brand

finanziaria netta è risultata positiva per 130,2 mln di euro (105,8 mln a fine 2016). I ricavi sono cresciuti in tutte le aree geografiche e, in particolare, in Asia e in America. La società appare ben posizionata per continuare il percorso di crescita anche nei prossimi mesi, visto che il management ha dichiarato che i primi segnali sulle vendite Autunno/Inverno sono positivi e gli ordini Primavera/Estate sono quasi completati. La società mostra una crescita degli utili 2018-2019 stimata dal consenso superiore alle società comparabili. Confermiamo pertanto il nostro giudizio Moderatamente Positivo 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 ed è in attesa di ottenere tutte le necessarie autorizzazioni. Il titolo offre un interessante <i>dividend yield</i> .
Autogrill	Il Gruppo beneficia del positivo andamento del traffico sia autostradale domestico che aereo, in particolare negli USA. Sul fronte domestico, la società ha completato il piano di rinnovo delle concessioni e si attende per l'esercizio in corso una stabilità dei margini, con un progresso atteso solo a partire dal prossimo esercizio. Autogrill ha avviato un progetto di riorganizzazione societaria per separare le attività di Food&Beverage dal resto del Gruppo. Autogrill diventerà così una holding con diverse controllate operative, il che potrebbe essere propedeutico a future operazioni di M&A che, peraltro, hanno sempre caratterizzato l'evoluzione del Gruppo. I risultati del 1° semestre sono stati positivi e superiori alle attese.
BMW	La società raggiunge nuovi livelli record di vendite in agosto e tra i segmenti ad alte prospettive di crescita si è distinto nuovamente quello delle auto elettriche. A tal proposito, il management stima di raggiungere il target di 100 mila unità nel 2017, ponendosi come leader mondiale e rispondendo alle mutate esigenze dei consumatori e ai piani di molti Governi per ridurre le emissioni inquinanti. A livello di strategia, il Gruppo punta a incrementare l'attuale produzione del 25% nei prossimi 5 anni per raggiungere il livello di 3 mln di unità annue. 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%. Nel breve, il titolo risente dei rischi di nuove indagini sul fronte delle emissioni inquinanti, anche se BMW ha prontamente respinto ogni accusa di collusione con altre case automobilistiche per la manipolazione dei test condotti sulle vetture commercializzate.
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	La società conferma un trend di vendite in progressivo rialzo negli ultimi anni e registra nuovi massimi anche nel mese di agosto. Europa e Cina rappresentano importanti mercati di sbocco, registrando un peso significativo sul fatturato complessivo; in particolare, nel Paese asiatico si conferma elevata la domanda di vetture di alta gamma, in considerazione del continuo incremento della soglia media di ricchezza e della positiva accoglienza da parte dei consumatori di vetture a marchio Mercedes. A livello strategico, l'orientamento è quello di investire fortemente sulla tecnologia per rispondere alle mutate condizioni di mercato, spingendo nello sviluppo e commercializzazione di auto a trazione alternativa; per tale motivo, il Gruppo ha pianificato di offrire una versione elettrica di ogni modello della propria gamma entro il 2022. I risultati del 2° trimestre hanno evidenziato ulteriori crescite sia in termini di ricavi che di utili, anche se i costi per lo sviluppo di nuove tecnologie sembrano frenare in parte la marginalità. Nonostante ciò, Daimler stima una crescita significativa sia dell'EBIT che del fatturato a chiusura dell'esercizio in corso.
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.

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Analisi grafica e quadro intermarket

Analisi grafica dei principali indici

I livelli di questa sezione sono aggiornati alla data odierna.

S&P500

L'S&P500 rinnova i massimi storici a 2.508 in prossimità degli obiettivi posti a 2.530, la cui violazione favorirebbe allunghi verso la parte alta del canale costruito sui minimi di febbraio 2016 individuabile attualmente in area 2.622. Solo la violazione di quest'ultima imprimerebbe ulteriore forza con obiettivi dati dalle proiezioni di Fibonacci rispettivamente al 138% e 150% che si trovano a 2.710 e 2.884.

Sul fronte opposto, l'eventuale perdita dei primi livelli posti in area 2.446 riproporrebbe i test dapprima a 2.428 e in seguito a 2.417, livello di maggior valenza, il cui cedimento riporterebbe l'indice verso la zona supportiva posta a 2.407-2.404. La perdita di questi livelli riproporrebbe il supporto collocato a 2.386 in prima battuta e 2.370 successivamente, per poi scendere verso il test a 2.352,7. Ulteriori supporti 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 cedimento 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. Solo la perdita di quest'area condurrebbe l'indice verso 2.042 e 2.025.

Prime barriere in area 2.530

Primi supporti in area 2.428 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

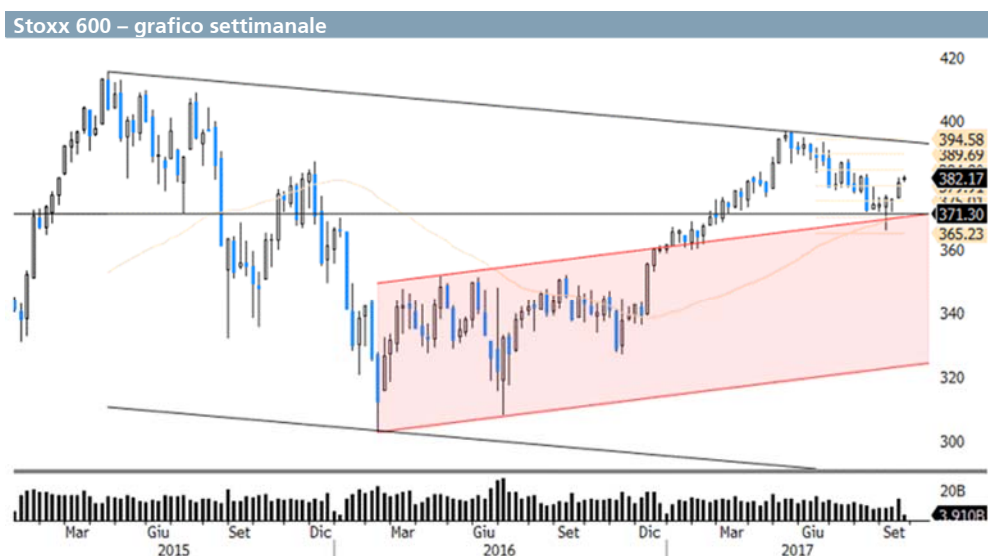
Stoxx 600

Lo Stoxx600 recupera dopo aver testato l'area supportiva posta a 366 e incontra le prime barriere a 383 e a 387-388 e scambia sotto i massimi di periodo posti a 393-394 e 396,55, il cui superamento fornirebbe ulteriori segnali di forza con successivi obiettivi a 399-400 e a 404,5. L'eventuale superamento di quest'area riproporrebbe le resistenze a 409-410, massimi di luglio 2015. Il superamento di tali barriere favorirebbe allunghi verso i massimi storici di aprile 2015 posti a 412-415.

Di contro, i primi supporti sono individuabili in area 376, il cui cedimento 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 ricondurrebbe le quotazioni verso l'area 302, doppio minimo di ottobre 2014 e febbraio 2016, con test intermedio a 308.

Prima barriera di rilievo a 383 e 387-388 Successive a 393-394 e 396,55. **Barriera a 399-400** con successivi obiettivi a 404,5 e 409-410

Primi supporti in area 376. 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

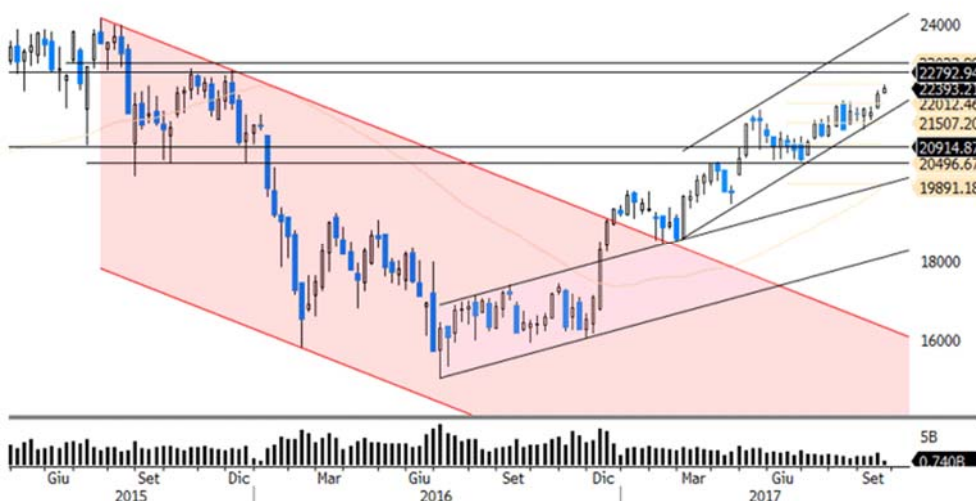
Il FTSE MIB recupera forza relativa e fornisce un segnale di forza nel breve superando le barriere di forte valenza poste a 22.065 e avviandosi verso le successive resistenze rilevabili in area 22.844-22.874 massimi di ottobre e dicembre 2015. L'eventuale superamento di quest'ultima rafforzerebbe ulteriormente l'indice con successivi obiettivi a 23.495. Stazionamenti sopra tale area imprimerebbero ulteriore forza verso 23.992 e, successivamente, verso 24.081-24.157, massimi del 2015. L'eventuale violazione di questi massimi relativi 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, il cui superamento condurrebbe in un'ottica di maggior respiro verso 28.323 e 28.743.

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

Di contro, i primi supporti di forte valenza sono individuabili in area 21.901 il cui cedimento riproporrebbe dapprima il supporto intermedio posto a 21.581 e in seguito i test in area 21.335-21.329. Solo la perdita di questi livelli condurrebbe verso 21.149 in prima battuta per poi interessare il supporto posto 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. I successivi target si trovano in area 19.442 per poi testare la zona posta a 19.350-19.336 e l'area posta a 19.028. L'eventuale cedimento di quest'ultima riproporrebbe i test in area 18.535-18.424, livelli di forte valenza, la cui perdita indebolirebbe il trend con successivi target a 18.292-18.238. Stazionamenti sotto quest'area condurrebbero l'indice dapprima verso 18.131 per poi andare a intercettare il gap giornaliero di accelerazione lasciato aperto tra 17.859-17.757.

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

Prosegue il rafforzamento dell'euro che, dopo aver violato l'area resistenziale posta a 1,145-1,15, ha toccato nuovi massimi di periodo a 1,209 per poi ripiegare leggermente. L'eventuale superamento di tale livello condurrebbe verso la barriera posta a 1,222 per poi proseguire verso 1,25-1,257, anche se solo il superamento di 1,268 e 1,277 favorirebbe ulteriori rafforzamenti per la moneta europea con primi obiettivi in area 1,288-1,290. In seguito, l'eventuale superamento di questa zona, confermato dalla violazione di 1,30, favorirebbe allunghi verso 1,316-1,323 in prima battuta e 1,342-1,345 poi, livello chiave per il lungo periodo. Infine, la violazione di 1,35 condurrebbe nuovamente verso 1,365-1,37.

Barriere rilevanti a 1,209 e 1,222

Di contro, i primi livelli supportivi sono individuabili in area 1,166-1,161, il cui cedimento riproporrebbe i test a 1,135-1,13 in prima battuta e a 1,11 successivamente, la cui perdita, 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.

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



Titoli Euro Stoxx50 e FTSE MIB

Performance e multipli dei titoli dell'Eurostoxx50 (€)									
	Paese	Valore	Market Cap. (€ mln)	Var. 1M (%)	Var. 6M (%)	Var. YTD (%)	P/E 2017E	Var. % EPS 2017E	Net Div Yield 2017E (%)
Euro Stoxx	Area euro	382,82	5.881.789	2,15	3,93	9,30	15,38	25,62	3,14
Alimentari	Area euro	604,85	348.583	0,99	1,97	8,57	23,28	18,35	2,47
Unilever	Paesi Bassi	50,77	87.057	1,80	9,45	29,80	22,73	18,43	2,82
Danone	Francia	67,08	44.991	1,34	6,12	11,43	19,56	10,76	2,69
Pernod Ricard	Francia	115,55	30.669	-1,45	5,05	12,24	20,71	7,17	1,74
Heineken	Paesi Bassi	87,59	50.452	0,85	9,67	22,92	22,52	5,96	1,60
Assicurazioni	Area euro	263,71	258.623	-0,50	3,32	6,97	10,95	2,93	4,90
Allianz	Germania	185,20	83.252	1,37	8,69	17,96	11,46	7,35	4,36
ING	Paesi Bassi	15,16	58.885	-0,72	5,35	13,35	11,54	7,46	4,62
AXA	Francia	24,67	59.821	-0,46	3,35	2,84	10,00	5,54	5,01
Assicurazioni Generali	Italia	15,51	24.224	-	6,23	9,84	10,42	7,92	5,50
Muenchener Rueck	Germania	174,60	27.068	-2,29	-3,00	-2,81	12,82	-15,45	5,05
Auto e componenti	Area euro	556,76	257.117	8,41	3,21	6,80	8,16	28,86	3,31
Daimler	Germania	66,50	71.144	10,26	-6,55	-5,97	7,36	10,63	5,20
Volkswagen	Germania	137,25	70.116	7,23	-0,97	2,92	5,73	128,06	2,51
Renault	Francia	80,71	23.868	6,76	2,62	-4,50	5,22	23,08	4,22
BMW	Germania	84,62	55.050	6,39	2,09	-4,65	7,67	5,99	4,34
Peugeot	Francia	18,94	17.133	4,82	-0,05	22,20	8,16	20,19	2,97
Banche	Area euro	134,29	559.866	-0,15	6,71	14,12	12,18	High	3,83
Banco Santander	Spagna	5,63	90.244	2,48	1,24	15,35	12,24	6,91	3,77
BNP Paribas	Francia	66,21	82.659	0,33	9,84	9,35	10,49	5,15	4,54
Banco Bilbao Vizcaya	Cile	7,41	49.436	-1,19	4,70	15,59	11,67	27,07	3,35
Société Générale	Francia	48,51	39.178	1,01	2,96	3,77	10,76	2,23	4,59
Deutsche Bank	Germania	13,86	28.635	-1,74	-13,08	-10,01	11,40	1,73	0,85
Commerzbank	Germania	10,69	13.388	-2,24	25,03	47,53	29,07	67,17	0,00
Beni personali e per la casa	Area euro	831,02	314.831	2,53	6,51	17,83	23,49	16,71	2,04
Philips	Paesi Bassi	34,80	32.744	9,74	18,97	20,00	21,20	9,28	2,33
LVMH	Francia	229,25	116.225	5,31	13,77	26,38	23,80	21,05	1,99
L'Oreal	Francia	179,00	100.219	2,05	0,87	3,23	26,63	4,61	1,96
Adidas	Germania	196,90	41.195	4,04	7,48	31,14	29,66	33,02	1,26
Retail	Area euro	472,88	112.930	-3,08	-1,96	-0,76	19,74	7,51	2,74
Carrefour	Francia	16,76	12.984	-17,78	-23,19	-26,78	14,45	-18,35	3,84
Inditex	Spagna	32,54	101.400	-2,72	1,97	0,32	28,50	12,46	2,33
Chimici	Area euro	1.065,99	339.924	3,73	2,39	6,72	16,55	9,52	2,75
Bayer	Germania	110,50	91.378	2,41	3,42	11,47	14,83	1,79	2,54
BASF	Germania	87,46	80.330	7,44	-2,07	-0,96	15,27	20,82	3,60
Air Liquide	Francia	106,35	41.289	3,20	0,81	0,66	20,12	5,16	2,57
Akzo Nobel	Paesi Bassi	78,66	19.836	1,81	4,59	32,45	18,40	3,20	2,78

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

Performance e multipli dei titoli dell'Eurostoxx50 (€)									
	Paese	Valore	Market Cap. (€ mln)	Var. % 1M	Var. % 6M	Var. % YTD	P/E 2017E	Var. % EPS 2017E	Net Div Yield 2017E (%)
Euro Stoxx	Area euro	382,82	5.881.789	2,15	3,93	9,30	15,38	25,62	3,14
Costruzioni e Materiali	Area euro	449,25	185.304	4,18	3,64	10,25	17,30	13,17	2,75
Saint Gobain	Francia	49,37	27.662	6,60	5,60	11,55	16,72	18,13	2,62
Bouygues	Francia	38,70	13.836	2,27	0,76	13,67	16,49	9,74	4,13
Acciona	Spagna	69,75	3.994	-4,19	-4,49	-0,26	15,97	-29,77	4,28
Petrolio & Gas	Area euro	297,56	201.688	4,49	-5,52	-8,16	14,56	35,67	4,77
Total	Francia	44,95	112.394	5,38	-5,10	-7,75	13,63	4,73	5,24
ENI	Italia	13,46	48.916	1,58	-9,79	-12,99	23,78	High	5,95
Repsol	Spagna	15,10	23.064	7,44	3,71	12,52	11,03	5,78	5,27
Farmaceutici	Area euro	881,53	354.125	2,42	0,93	7,78	18,63	3,39	2,25
Sanofi-Aventis	Francia	81,52	102.919	-0,90	-1,32	6,01	14,30	2,61	3,72
Merck	Germania	96,46	41.939	5,99	-7,21	-2,71	15,52	0,39	1,31
Beni e servizi Industriali	Area euro	797,64	684.635	3,92	7,96	13,18	18,98	13,99	2,55
Siemens	Germania	116,85	99.323	4,99	-6,03	0,04	14,87	13,48	3,26
Schneider Electric	Francia	72,22	43.091	6,80	7,47	9,24	18,45	13,70	2,99
Alstom	Francia	30,32	6.678	0,75	14,16	15,82	19,18	23,67	1,35
Deutsche Post	Germania	36,41	44.183	4,07	13,75	16,55	16,15	4,91	3,06
ThyssenKrupp	Germania	25,66	14.522	-1,67	8,36	13,34	23,81	83,28	0,77
Vallourec	Francia	4,87	2.199	8,48	-10,59	-25,59	NS	High	0,00
Thales	Francia	95,17	20.148	1,95	6,63	3,30	19,84	13,17	1,94
Risorse di base	Area euro	228,83	69.006	2,34	-6,73	-0,03	12,33	41,53	2,60
ArcelorMittal (Ex Usinor)	Francia	22,72	23.218	2,34	-11,09	7,94	8,47	53,25	0,86
Stora Enso	Finlandia	11,57	9.140	0,35	3,49	13,32	14,45	35,68	3,40
Acerinox	Spagna	11,97	3.303	7,70	-12,76	-5,08	15,30	171,26	3,82
Media	Area euro	223,29	146.392	-0,72	-0,05	1,41	17,73	8,92	3,41
Vivendi	Francia	20,90	26.985	10,29	21,98	15,73	26,61	30,75	2,17
Reed Elsevier	Paesi Bassi	17,95	18.252	1,82	6,85	12,26	19,44	6,33	2,50
Lagardere	Francia	27,51	3.607	0,77	6,22	4,21	14,43	2,75	4,75
Mediaset	Italia	2,94	3.473	-14,09	-25,38	-28,47	23,22	High	2,92
Turismo e tempo libero	Area euro	222,39	68.406	0,41	4,06	6,22	13,83	3,23	1,66
Accor	Francia	40,59	11.720	3,81	7,13	14,55	40,07	-42,49	1,45
Sodexo	Francia	102,40	15.445	4,49	-2,66	-6,23	19,47	13,05	2,52
Air France	Francia	13,50	4.051	6,68	76,57	160,82	5,67	29,37	0,16
Deutsche Lufthansa	Germania	22,40	10.534	8,03	46,50	82,56	6,22	-5,47	3,05

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

Performance e multipli dei titoli dell'Eurostoxx50 (€)									
	Paese	Valore	Market Cap. (€ mln)	Var. % 1M	Var. % 6M	Var. % YTD	P/E 2017E	Var. % EPS 2017E	Net Div Yield 2017E (%)
Euro Stoxx	Area euro	382,82	5.881.789	2,15	3,93	9,30	15,38	25,62	3,14
Servizi finanziari	Area euro	420,91	81.665	2,55	12,05	18,86	17,86	38,99	2,86
Deutsche Boerse	Germania	94,59	18.256	5,76	16,36	23,78	20,05	11,71	2,59
Unibail-Rodamco	Francia	206,70	20.643	-3,32	-6,11	-8,84	9,32	-8,22	5,22
Tecnologici	Area euro	487,82	343.833	4,82	7,33	19,17	22,34	14,53	1,49
Nokia	Finlandia	5,24	30.582	-0,38	3,25	14,21	19,86	21,21	3,50
SAP	Germania	92,11	113.158	3,22	1,28	11,23	22,15	7,70	1,42
ASML Holding	Paesi Bassi	139,00	59.974	7,67	17,00	30,33	31,90	26,87	0,94
STMicroelectronics	Svizzera	16,44	14.965	15,90	13,15	52,53	23,73	High	1,24
Infineon Technologies	Germania	20,83	23.653	10,92	17,56	26,14	24,32	16,46	1,16
Telecom	Area euro	332,63	265.890	-1,42	-6,07	-0,33	16,21	25,19	3,84
Telefónica	Spagna	9,16	46.141	-0,20	-13,59	3,84	12,55	73,76	4,40
France Telecom	Francia	14,01	37.267	-1,51	-5,69	-2,94	14,04	10,18	4,71
Deutsche Telekom	Germania	15,09	71.827	-2,74	-6,33	-7,77	17,72	-4,32	4,36
Telecom Italia	Italia	0,82	16.399	-1,98	0,37	-2,39	10,73	-6,30	0,31
Utility	Area euro	286,79	360.144	-0,81	14,35	17,29	14,80	10,79	4,78
E.On	Germania	9,21	20.272	-4,27	30,12	37,46	14,75	35,74	3,29
Iberdrola	Spagna	6,73	42.517	-3,99	4,41	7,96	15,37	5,20	4,81
RWE	Germania	20,20	12.216	-1,99	37,57	70,93	10,24	57,26	7,43
Enel	Italia	5,15	52.358	1,68	22,33	22,97	14,49	36,67	4,35
Electricité de France	Francia	10,11	29.177	7,41	30,61	12,58	17,64	-63,95	3,50

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

Performance e multipli dei titoli del FTSE MIB (€)									
Titolo	Settore	Valore	Market Cap. (mln €)	Var. % 1M	Var. % 6M	Var. % YTD	P/E 2017E	Var. % EPS 2017E	Net Div Yield 2016E (%)
A2A	Elettricità	1,445	4.527	1,12	7,04	17,48	12,77	11,66	4,14
Assicurazioni Generali	Assicurazioni	15,51	24.224	-0,45	6,23	9,84	10,42	7,92	5,50
Atlantia	Trasporti	27,47	22.684	1,93	15,81	23,41	19,21	7,41	3,91
Azimut Holding	Asset Management	18,5	2.650	-0,59	15,34	16,65	13,84	19,84	6,09
Banca Geenerali	Banche	28,28	3.305	-3,35	21,63	24,80	16,31	27,59	4,51
Banca Mediolanum	Banche	7,22	5.342	0,28	9,31	5,71	14,43	-6,35	5,09
Banco BPM	Banche	3,286	4.979	-0,90	24,00	43,37	38,20	High	1,10
Banca Popolare Emilia R.	Banche	4,63	2.228	-5,82	-1,91	-8,50	14,95	High	1,52
Brembo	Componenti Auto	13,87	4.632	8,78	2,36	20,61	17,47	9,85	1,60
Buzzi Unicem	Materiali e finiture	21,45	4.028	6,29	-9,53	-4,71	15,94	87,38	0,96
CNH Industrial	Industriali	9,86	13.442	3,14	8,83	19,30	25,91	17,50	1,18
Davide Campari	Industriali	6,1	7.086	0,16	20,67	31,32	28,32	26,72	0,87
Enel	Elettricità	5,15	52.358	1,68	22,33	22,97	14,49	36,67	4,35
ENI	Petrolio & Gas	13,46	48.916	1,58	-9,79	-12,99	23,78	High	5,95
EXOR	Servizi Finanziari	53,9	12.990	3,16	12,27	31,53	10,44	75,37	0,66
Ferrari	Auto	93,9	23.045	-0,95	47,29	69,80	34,79	24,61	0,82
FCA	Auto	14,1	27.442	31,78	31,83	63,40	6,69	44,96	0,07
FincoBank	Banche	7,385	4.488	0,14	18,16	38,56	21,11	5,78	3,85
Intesa Sanpaolo	Banche	2,932	49.062	0,55	18,13	20,86	14,64	22,88	6,96
Italgas	Gas	4,66	3.771	-4,04	17,91	24,67	13,39	25,86	4,47
Leonardo Finmeccanica	Difesa	15,17	8.771	5,86	11,54	13,72	14,41	-0,37	1,06
Luxottica	Abbigliamento & Accessori	48,02	23.288	0,29	-5,94	-6,03	24,61	7,49	2,10
Mediaset	Media	2,94	3.473	-14,09	-25,38	-28,47	23,22	High	2,92
Mediobanca	Banche	8,75	7.711	-1,19	5,11	12,83	10,29	24,80	4,23
Moncler	Abbigliamento	24,85	6.329	5,25	22,78	50,33	26,01	17,46	0,90
Poste Italiane	Assicurazioni	6,205	8.104	1,64	-4,46	-1,59	10,16	29,60	6,46
Prysmian	Industriali	28,43	6.161	7,24	16,76	16,52	18,37	15,05	1,68
Recordati	Farmaceutico	37,28	7.796	6,76	16,87	38,48	26,66	21,15	2,17
Saipem	Servizi petroliferi	3,408	3.446	3,90	-15,75	-36,30	19,73	High	0,06
Salvatore Ferragamo	Abbigliamento	22,88	3.862	-4,79	-17,34	2,01	23,01	-14,54	2,00
Snam Rete Gas	Gas	4,116	14.409	1,23	4,79	5,16	15,33	11,15	5,29
STMicroelectronics	Semiconduttori	16,42	14.965	15,72	12,93	52,04	23,21	High	1,27
Telecom Italia	Telecom	0,817	16.399	-1,98	0,37	-2,39	10,73	-6,30	0,31
Tenaris	Acciaio	12,08	14.261	4,77	-20,68	-28,82	51,26	High	2,89
Terna	Elettricità	4,964	9.978	-0,12	10,31	14,06	14,57	8,14	4,33
UniCredit	Banche	17,81	39.657	-0,72	21,99	30,01	15,40	High	1,63
UBI Banca	Banche	4,03	4.611	-1,13	24,58	61,88	24,34	High	2,50
Unipol Gruppo Finanziario	Assicurazioni	3,814	2.736	1,22	-0,99	11,39	9,42	-14,35	4,89
UnipolSAI	Assicurazioni	1,942	5.495	-0,41	-5,27	-4,33	11,01	-0,54	6,29
Yoox Net-a-Porter	Abbigliamento	30,23	4.053	6,14	36,05	12,21	119,68	-0,13	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 25.07.2017.

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

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

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

Inoltre, 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	Moderatamente Positiva	25/07/2017
Autogrill	Moderatamente Positiva	30/03/2017
Autogrill	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Banca Popolare di Milano	Moderatamente Positiva	28/10/2016
Banca Popolare di Milano	Moderatamente Positiva	29/09/2016
Banco BPM	Moderatamente Positiva	21/09/2017
Banco BPM	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Banco BPM	Moderatamente Positiva	31/01/2017
Banco Popolare	Moderatamente Positiva	28/10/2016
Banco Popolare	Moderatamente Positiva	29/09/2016
BMW	Moderatamente Positiva	26/07/2017
BMW	Moderatamente Positiva	23/12/2016
Daimler	Moderatamente Positiva	28/02/2017
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
ENI	Neutrale	29/09/2016
ERG	Moderatamente Positiva	21/09/2017
ERG	Moderatamente Positiva	28/04/2017
ERG	Moderatamente Positiva	21/12/2016
ERG	Moderatamente Positiva	29/09/2016
Fiat Chrysler Automobiles (FCA) ex FIAT	Neutrale	21/09/2017
Fiat Chrysler Automobiles (FCA) ex FIAT	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Fiat Chrysler Automobiles (FCA) ex FIAT	Moderatamente Positiva	31/01/2017
Fiat Chrysler Automobiles (FCA) ex FIAT	Moderatamente Positiva	28/10/2016
Fincantieri	Moderatamente Positiva	21/09/2017
Fincantieri	Moderatamente Positiva	28/04/2017
Fincantieri	Moderatamente Positiva	24/02/2017
Fincantieri	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Leonardo-Finmeccanica (ex Finmeccanica)	Neutrale	21/09/2017
Leonardo-Finmeccanica (ex Finmeccanica)	Neutrale	30/03/2017
Leonardo-Finmeccanica (ex Finmeccanica)	Moderatamente Positiva	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
Moncler	Moderatamente Positiva	21/09/2017
Moncler	Moderatamente Positiva	30/03/2017
Moncler	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Poste Italiane	Moderatamente Positiva	21/09/2017
Poste Italiane	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Poste Italiane	Moderatamente Positiva	31/01/2017
Poste Italiane	Moderatamente Positiva	21/12/2016
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	14/06/2017
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	24/02/2017
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	21/12/2016
Telecom Italia	Moderatamente Positiva	21/09/2017
Telecom Italia	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Telecom Italia	Moderatamente Positiva	24/02/2017
Telecom Italia	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Terna	Neutrale	21/09/2017
Terna	Neutrale	28/04/2017
Terna	Neutrale	21/12/2016

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 Riso

Cecilia Barazzetta

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi, Monica Bosi