

Mercati al test delle trimestrali e movimenti valutari

In un clima di bassi volumi, in vista anche del periodo estivo, gli indici europei ritracciano dai massimi degli ultimi mesi, risentendo della forza dell'euro, in attesa di nuovi spunti provenienti soprattutto dalle trimestrali.

La BCE mantiene un atteggiamento accomodante, garantendo in questo modo un particolare sostegno ai listini in termini di elevata liquidità in circolazione, con i fondamentali che confermano crescite degli utili rilevanti e con valutazioni in termini di P/E non particolarmente elevate. D'altro canto, il rafforzamento della valuta unica potrebbe, in un'ottica futura, avere ripercussioni sia sugli utili societari che sulla crescita economica (che peraltro al momento rimane solida). La componente valutaria potrebbe inoltre accentuare la volatilità del mercato nel breve periodo, in considerazione anche della stagionalità estiva, caratterizzata tradizionalmente da una liquidità più contenuta e da movimenti di mercato più marcati.

Il mercato guarda con attenzione alla nuova stagione di trimestrali, con il consenso che si attende ulteriori miglioramenti per quanto riguarda il 2° trimestre, anche se ad un ritmo più contenuto rispetto ai primi tre mesi dell'anno. Incrementi sono stimati anche nella seconda parte del 2017, che dovrebbero portare l'Eurostoxx a registrare per l'intero anno variazioni positive degli utili a doppia cifra e pari al 25,2%. Una stagione di risultati positivi rappresenterebbe, quindi, un nuovo elemento di sostegno del mercato.

In un contesto di volatilità vicina a minimi storici, gli indici USA continuano a inanellare un record dopo l'altro, beneficiando anche della debolezza di breve del dollaro, che consente di recuperare competitività. I fondamentali degli indici statunitensi indicano P/E moderatamente superiori alla media storica 2010-16 in un contesto di crescita robusta e di politica monetaria accomodante, con il consenso che stima incrementi a doppia cifra per l'anno in corso e per il biennio 2018-19.

L'avvio della nuova *reporting season* negli USA sta evidenziando un quadro ancora nel complesso favorevole, alimentando le attese di una variazione positiva su base annua sia degli utili che dei ricavi per l'intero 2° trimestre; proseguirebbe in tal modo una tendenza al rialzo avviata nei precedenti trimestri e che appare destinata a perdurare anche nei prossimi.

Il mercato USA potrebbe essere soggetto a maggiori rischi derivanti da: i) una tornata di risultati societari ampiamente inferiori alle attese; ii) i tempi e le modalità con cui la Fed avvierà il processo di normalizzazione del proprio bilancio; iii) nuove evoluzioni sul fronte politico interno legate alla vicenda Russiagate; iv) la mancata attuazione della riforma fiscale promessa in campagna elettorale dal Presidente Trump.

25 luglio 2017
11:37 CET

Data e ora di produzione

25 luglio 2017
11:47 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota mensile
Intesa Sanpaolo
 Direzione Studi e Ricerche

 Ricerca per Investitori
 privati e PMI

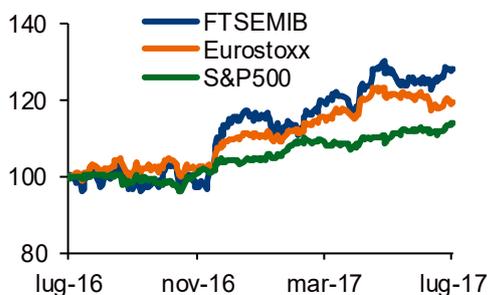
Ester Brizzolara
 Analista Finanziario

Laura Carozza
 Analista Finanziario

Piero Toia
 Analista Finanziario

Andamento indici			
Indice	Valore	Var. % 1 mese	Var. % da inizio anno
Stoxx 600	384,07	-1,32	6,27
Euro Stoxx	379,90	-1,43	8,46
Euro Stoxx 50	3.499,49	-1,72	6,35
CAC 40	5.199,22	-1,78	6,93
DAX	12.447,25	-2,87	8,42
IBEX	10.564,80	-1,69	12,97
FTSE 100	7.487,87	0,20	4,83
FTSE All Share	23.664,40	2,70	13,03
FTSE MIB	21.438,63	3,02	11,46
S&P 500	2.473,45	1,49	10,48
NASDAQ Comp.	6.390,00	3,26	18,70
Dow Jones Indus.	21.611,78	0,67	9,36
Nikkei 225	20.144,59	-0,42	5,39

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

Confronto FTSE MIB vs. Eurostoxx e S&P500


Fonte: Bloomberg

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 20.07.2017 (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

La forza dell'euro frena i listini europei nel breve periodo

In un clima di bassi volumi, in vista anche del periodo estivo, gli indici europei ritracciano dai massimi degli ultimi mesi, risentendo della forza dell'euro e in attesa di nuovi spunti, provenienti soprattutto dalle trimestrali. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante, garantendo quindi un particolare sostegno ai listini in termini di elevata liquidità in circolazione. I fondamentali confermano crescite degli utili rilevanti con valutazioni in termini di P/E non particolarmente elevate, anche se il rafforzamento della valuta unica potrebbe, in un'ottica futura, avere ripercussioni sia sugli utili societari che sulla crescita economica (che peraltro al momento rimane solida). Non è da escludere un aumento della volatilità nel brevissimo termine, in considerazione anche del periodo estivo, caratterizzato storicamente da una liquidità più contenuta che può dar luogo a movimenti di mercato più accentuati.

L'attuale scenario di mercato può contare ancora su una politica monetaria particolarmente accomodante, con la BCE che, nel corso della riunione di luglio, ha confermato tassi al minimo storico e non ha ritenuto, all'unanimità, di apportare cambiamenti al programma QE. In particolare, il Consiglio direttivo non ha fissato nessuna scadenza precisa per discutere di eventuali modifiche al programma di acquisto di titoli, anche se valutazioni su tale tema dovrebbero svolgersi nelle prossime riunioni autunnali. D'altro canto, qualora i fattori che impediscono una ripresa più rapida dell'inflazione dovessero perdurare per più tempo, la stessa Banca centrale si è dichiarata pronta a intervenire, anche attraverso un'espansione del programma di acquisto titoli. La valutazione dello scenario da parte della BCE si conferma comunque favorevole, con la crescita che si rafforza, interessando in maniera più uniforme l'intera Area Euro.

Riguardo lo scenario macroeconomico, i recenti dati sia congiunturali che di fiducia si confermano positivi, portando a rivedere al rialzo le stime di crescita sul 2017. A tal riguardo, il Fondo Monetario Internazionale ha alzato le proprie attese sul PIL portando la crescita nel 2017 a +1,9% e quella nel 2018 a +1,7%, rispettivamente due decimi e un decimo superiori a quanto stimato in aprile. Le indagini del 2° trimestre evidenziano segnali di rafforzamento del ciclo, con gli indicatori di fiducia vicini ai massimi, a cui si aggiungono numeri migliori delle attese in termini di consumi e di produzione. A livello di intera Eurozona, le vendite al dettaglio tornano infatti a registrare aumenti robusti in maggio, alimentate anche da valori elevati relativi alla fiducia delle famiglie. Anche sul fronte delle imprese, i dati di produzione industriale sorprendono al rialzo le stime di consenso, mostrando ampi recuperi. Attualmente le nostre previsioni di crescita del PIL vertono su +2% per l'esercizio in corso e su +1,7% per il 2018, con quest'ultimo rivisto in miglioramento rispetto alla rilevazione dello scorso mese.

Relativamente ai fondamentali, l'Eurostoxx conferma multipli di P/E 2017 sostanzialmente in linea con la media storica del periodo 2010-16, ma a valori che tornano a sconto se riferiti agli utili 2018. Su tale fronte, le stime di consenso vertono nuovamente su incrementi a doppia cifra degli EPS dell'esercizio in corso, pari al 25,2%. Al netto dell'apporto del Bancario, gli utili attesi per l'Eurostoxx si confermano in crescita a doppia cifra e pari al 14,4%. Variazioni più contenute, anche se ancora interessanti, risultano stimate per gli utili 2018. I dati consuntivi del 1° trimestre confermano tale tendenza positiva, con incrementi registrati dagli EPS dell'Eurostoxx intorno al 30%, con il consenso che si attende ulteriori miglioramenti nei prossimi trimestri, anche se ad un ritmo più contenuto rispetto ai primi tre mesi dell'anno: in particolare per quanto riguarda il benchmark europeo, il consenso si attende un incremento pari al 3,4% nel corso del 2° trimestre e del 4,3% nel 3° trimestre, a cui potrebbe far seguito un deciso incremento negli ultimi tre mesi dell'anno a doppia cifra (Fonte FactSet). Pertanto, una stagione di risultati positivi sul fronte europeo rappresenterebbe nuovamente un elemento di sostegno del mercato nel brevissimo.

BCE ancora accomodante, anche se resterà cruciale l'appuntamento autunnale

Scenario macroeconomico ancora in miglioramento

Fondamentali dell'Eurostoxx ancora positivi grazie anche a attese di ulteriori crescite degli utili nel 2° trimestre

L'attuale scenario di mercato non risulta però privo di particolari rischi, incentrati soprattutto sull'ulteriore rafforzamento della valuta unica. Il cambio euro/dollaro ha registrato un nuovo massimo degli ultimi due anni, attestandosi ampiamente sopra il livello di 1,16, con un apprezzamento oltre il 10% da inizio anno; il perdurare di un tale movimento condurrebbe inevitabilmente a ripercussioni sui risultati societari nei prossimi mesi, qualora l'impatto valutario non venga neutralizzato da un aumento dei listini prezzi, con effetto neutrale sulla marginalità di bilancio. Non è da escludere quindi un aumento della volatilità nel breve periodo, accentuata anche dal periodo estivo: quest'ultimo tipicamente si caratterizza per una riduzione della liquidità presente sul mercato, che accentua i movimenti giornalieri.

Elementi di rischio incentrati soprattutto sulla forza dell'euro...

Ulteriori rischi sono legati a particolari delusioni che possano giungere dalla *reporting season* europea, con conseguenti revisioni delle stime sull'intero esercizio. A ciò si aggiungono, soprattutto, le possibili evoluzioni negative sul fronte politico statunitense, legate alla vicenda del *Russiagate*. L'inchiesta che il consigliere speciale Mueller sta conducendo sui rapporti tra Trump e la Russia potrebbe estendersi anche agli affari dello stesso Presidente, riguardanti le transazioni delle sue imprese di famiglia.

...e sul tema politico statunitense

Multipli, crescite dell'Eurostoxx e del benchmark al netto dei Bancari									
	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	379,90	16,71	15,35	13,99	12,81	2,60	25,19	9,72	9,38
Euro Stoxx Ex Bancari	179,35	17,40	16,49	15,04	13,86	10,37	14,40	9,68	8,68

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	379,90	16,71	15,35	13,99	12,81	2,60	25,19	9,72	9,38
Euro Stoxx 50	3.499,49	15,60	14,84	13,59	12,47	1,29	14,99	9,22	8,94
Stoxx 600	384,07	17,37	15,93	14,60	13,39	0,27	20,01	9,07	9,11
DAX	12.447,25	14,93	13,74	12,76	11,81	4,76	12,78	7,72	8,00
CAC 40	5.199,22	15,44	15,34	14,02	12,85	15,43	11,21	9,48	9,05
FTSE 100	7.487,87	18,12	15,45	14,27	13,18	-2,60	21,12	8,27	8,18
IBEX 35	10.564,77	15,93	15,09	13,89	12,69	40,91	18,91	8,65	9,44
FTSE MIB	21.438,63	18,48	15,11	12,68	11,24	-6,18	57,43	19,22	13,98
FTSE All Share	23.664,40	19,77	15,55	13,05	11,53	-5,04	56,59	19,08	13,91
SMI	9.027,37	19,19	18,16	16,47	15,06	-8,16	12,22	10,25	9,38
S&P500	2.473,45	19,91	18,93	16,98	15,43	0,30	9,74	11,44	10,24
NASDAQ Composite	6.390,00	26,92	24,80	20,99	18,32	-0,61	12,73	18,11	15,74
Dow Jones Industrial	21.611,78	19,00	17,87	16,35	14,95	-0,84	10,07	9,33	9,34
Nikkei 225	20.144,59	19,47	17,55	16,18	14,46	11,41	10,78	8,51	8,94
Hang Seng	26.740,21	13,28	13,42	12,23	11,21	-7,22	7,09	9,68	9,26
Sensex 30	31.904,40	20,87	21,40	18,06	15,49	5,26	10,78	18,51	16,60
Bovespa	64.938,00	18,06	12,17	11,19	9,47	High	70,45	8,80	18,19
RTS Interfax	1.119,98	7,06	6,59	6,03	5,62	6,05	8,51	9,16	7,13

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

Confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul CAC, che quota a multipli di P/E sostanzialmente in linea con la media storica 2010-16, ma che ritornano a sconto se riferiti agli utili per il prossimo biennio. Le crescite stimate dal consenso si confermano ancora intorno alla doppia cifra, ma riviste in moderato rialzo rispetto alla precedente rilevazione soprattutto per quanto riguarda l'esercizio in corso. Le attese risultano supportate da segnali positivi per quanto riguarda le aspettative macroeconomiche, in conseguenza anche alla attuazione del programma riformista del neo Presidente Macron. I recenti dati evidenziano segnali incoraggianti, con la stima preliminare dell'indice PMI manifatturiero di luglio che ha registrato una nuova accelerazione, salendo a 55,4 (in aumento rispetto al 54,8 di giugno) e attestandosi a un livello superiore ai 54,6

CAC

stimati dal consenso. Di contro, l'indice dei servizi ha registrato una marcata correzione; nel complesso, i movimenti opposti conducono a un calo del dato composito, che si mantiene comunque su livelli piuttosto elevati e compatibili con una prosecuzione della crescita dell'attività a ritmi robusti per i settori produttivi. Le nostre stime in termini di PIL vertono su un incremento pari all'1,6% sia per l'esercizio attuale che per il successivo.

Moderata Positività è confermata anche per il DAX, alla luce delle prospettive incoraggianti sul fronte della crescita economica, nonostante il possibile freno derivante da un'eccessiva rivalutazione dell'euro. La fase di espansione al di sopra del potenziale dovrebbe proseguire a ritmi sostenuti anche per i prossimi mesi, con gli indici di fiducia tornati ai livelli pre-crisi e con il contributo della domanda interna, sia in termini di investimenti che di consumi, che dovrebbe rappresentare l'elemento trainante. In termini di PIL, le nostre stime indicano una crescita ancora sostenuta (2%) per l'esercizio in corso, in linea con quella dell'intera Area Euro; per il 2018 attendiamo una variazione positiva pari all'1,8%, leggermente superiore all'1,7% europeo. Inoltre, il Paese può beneficiare anche di un certo equilibrio politico interno, con la Cancelliera Merkel che ha guadagnato consensi in vista della tornata elettorale di settembre. L'indice tedesco può contare così su stime di crescita degli utili ancora a doppia cifra per quanto riguarda il biennio 2017-18, con multipli di P/E sostanzialmente in linea con la media storica 2010-16 per quanto riguarda i valori dell'esercizio corrente, ma a sconto sul 2018; in entrambi i casi si tratta comunque di multipli inferiori a quelli stimati per l'Eurostoxx.

DAX

Manteniamo un giudizio Moderatamente Positivo sull'IBEX, per il quale il consenso ha rivisto in rialzo, seppur moderato, le stime di crescita sugli utili 2017; i multipli di P/E si confermano inferiori alla media storica 2010-16, ma sostanzialmente in linea con quelli dell'Eurostoxx. L'economia spagnola prosegue con crescita a ritmi sostenuti, con gli indici di fiducia PMI che in giugno hanno ribadito tale tendenza; la crescita dell'attività del settore dei servizi, che pesa più della metà sull'economia del Paese iberico, ha accelerato al massimo da quasi due anni, mentre il settore manifatturiero ha continuato anche a giugno ad espandersi, anche se a un ritmo inferiore rispetto al mese precedente. Il PIL è stimato crescere ad un ritmo decisamente superiore alla media dell'Area Euro sia nel 2017 che nel 2018, con un miglioramento rispettivamente pari al 2,8% e al 2,3%; in entrambi i casi le nostre stime sono state riviste al rialzo.

IBEX

Confermiamo Moderata Positività sul FTSE MIB, che mostra forza relativa in scia alle recenti distensioni sul fronte bancario, con le soluzioni adottate per gli istituti di credito veneti. L'indice domestico risulta attraente in termini di PEG (Price Earnings to Growth) rispetto agli altri principali mercati internazionali, con valori di P/E che si confermano a sconto rispetto alla media storica 2010-16 a fronte di stime di crescita degli utili particolarmente interessanti. Per i prossimi mesi, i temi di sostegno saranno rappresentati da un quadro macroeconomico in tendenziale miglioramento, da un'elevata liquidità garantita anche dall'avvio dei Piani Individuali di Risparmio (PIR) e da utili societari in crescita. D'altro canto, la grossa incognita è rappresentata dal tema politico, con l'avvicinarsi della tornata elettorale e con il tempo per riformare la legge elettorale che si riduce sempre più. Sul fronte macroeconomico, recentemente si è assistito a revisioni sulle stime di crescita del PIL domestico da parte di varie istituzioni. A tal riguardo, le nostre stime vertono su un aumento dell'1,1% sia per quanto riguarda l'attuale esercizio che per il successivo.

FTSE MIB

A livello settoriale, confermiamo Moderata Positività sul Bancario che mantiene forza relativa, in scia a un clima più disteso sul fronte del salvataggio di alcuni istituti di credito, soprattutto domestici. Il comparto conferma valutazioni contenute in termini di P/E e di P/BV, a fronte di stime di crescita degli utili particolarmente positive. Confermiamo Moderata Positività sul Tecnologico, in considerazione anche delle indicazioni incoraggianti sul fronte delle prime trimestrali, che evidenziano, per il momento, una crescita a doppia cifra degli utili societari. A trainare i risultati sono ancora il segmento dei semiconduttori e i servizi *cloud*, che presentano tassi di crescita considerevoli. Importanti gruppi del settore hanno rivisto di conseguenza i propri obiettivi per

A livello settoriale

l'intero esercizio. Neutralità per il comparto Turismo e tempo libero, le cui prospettive in termini di crescita degli utili per il biennio 2017-18 risultano contenute, con tassi di miglioramento a singola cifra e con alcune compagnie aeree che si sono dichiarate caute in termini di *outlook*, con possibili tagli delle tariffe nel periodo estivo.

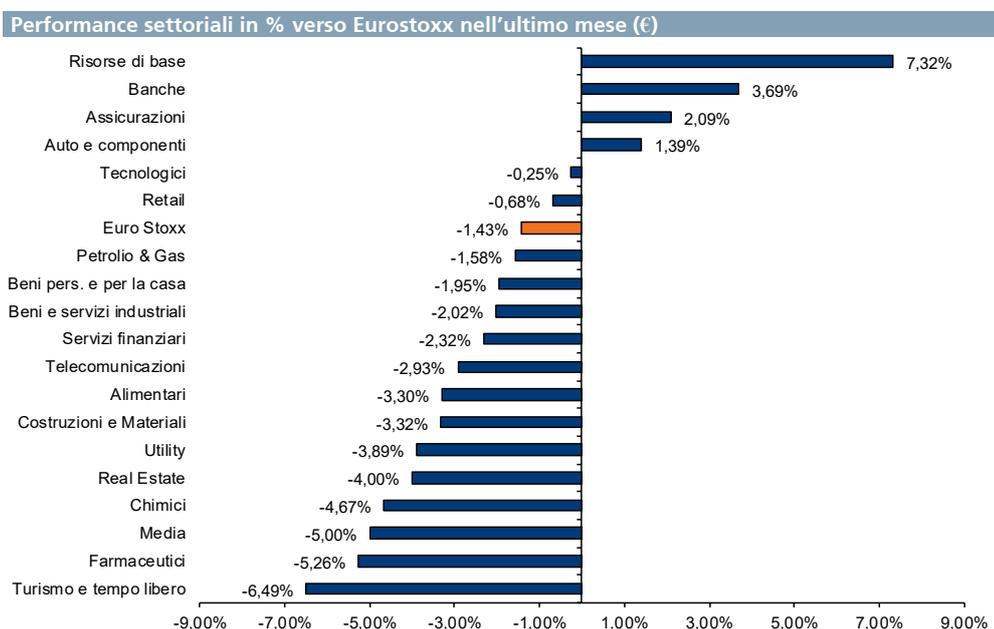
Multipli e crescite dei settori europei									
Settore	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	379,90	16,71	15,35	13,99	12,81	2,60	25,19	9,72	9,38
Auto	539,92	9,35	8,06	7,59	7,19	40,62	26,37	6,23	5,58
Banche	134,08	15,53	12,48	11,12	9,85	-31,37	High	12,29	12,94
Risorse di base	238,11	17,39	13,22	13,03	11,98	High	35,53	1,41	8,74
Chimici	1.056,69	17,63	16,57	15,41	14,24	4,36	8,49	7,53	8,17
Costruzioni e Materiali	443,13	18,41	16,96	15,05	13,60	16,09	14,50	12,70	10,71
Servizi finanziari	411,19	17,80	17,57	15,69	16,46	3,30	37,98	11,97	6,39
Alimentari	600,29	24,27	22,51	20,14	18,15	-9,36	21,17	11,81	10,94
Farmaceutici	889,67	18,66	18,58	17,07	15,57	8,12	4,74	8,87	9,60
Beni e servizi Industriali	780,13	18,90	18,41	16,31	14,76	13,82	14,14	12,89	10,52
Assicurazioni	263,28	10,09	11,16	10,59	10,11	5,71	0,93	5,39	4,80
Media	229,84	19,71	18,17	16,42	15,08	-1,13	13,13	10,65	8,89
Petrolio & Gas (Energia)	291,56	18,16	13,91	12,71	11,68	-18,01	36,69	9,47	8,82
Beni personali e per la casa	823,36	24,74	23,42	21,16	19,08	8,48	15,58	10,69	10,90
Real Estate	232,84	19,81	19,04	17,82	16,92	15,43	10,41	6,81	5,32
Retail	499,68	20,64	19,56	17,56	15,96	22,32	13,87	11,43	10,02
Tecnologici	475,10	23,00	21,97	19,02	16,93	0,13	13,29	15,50	12,33
Telecom	343,10	20,08	16,37	14,32	12,87	-0,69	25,98	14,35	11,25
Turismo e Tempo libero	226,81	16,06	15,25	14,93	13,41	-0,36	2,70	2,15	11,34
Utility	276,12	13,75	14,36	13,63	12,74	-8,56	10,71	5,33	7,03

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	379,90	-1,43	7,79	8,46
Auto e componenti	539,92	1,39	1,35	3,57
Banche	134,08	3,69	12,12	13,95
Risorse di base	238,11	7,32	-0,26	4,03
Chimici	1.056,69	-4,67	4,34	5,79
Costruzioni e Materiali	443,13	-3,32	7,14	8,75
Servizi finanziari	411,19	-2,32	15,09	16,12
Alimentari	600,29	-3,30	8,37	7,75
Farmaceutici	889,67	-5,26	9,17	8,77
Beni e servizi industriali	780,13	-2,02	9,42	10,70
Assicurazioni	263,28	2,09	7,99	6,79
Media	229,84	-5,00	5,41	4,39
Petrolio & Gas (Energia)	291,56	-1,58	-9,30	-10,02
Beni pers. e per la casa	823,36	-1,95	15,65	16,74
Real Estate	232,84	-4,00	7,52	3,43
Retail	499,68	-0,68	4,15	4,87
Tecnologici	475,10	-0,25	14,71	16,06
Telecomunicazioni	343,10	-2,93	0,92	2,81
Turismo e tempo libero	226,81	-6,49	8,78	8,33
Utility	276,12	-3,89	14,41	12,93

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		

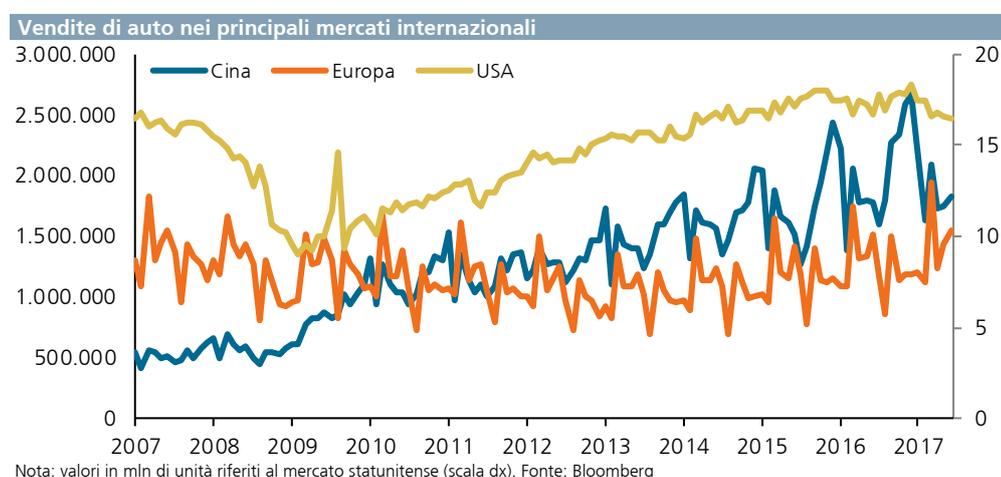
Fonte: Intesa Sanpaolo

Settori Moderatamente Positivi

Auto. Nonostante la debolezza di brevissimo, conseguente ai timori di nuove indagini sul fronte delle emissioni inquinanti, confermiamo il giudizio Moderatamente positivo sul comparto, che mostra la tenuta di importanti livelli supportivi, in corrispondenza dei minimi registrati da inizio anno. Il comparto può contare ancora su fondamentali interessanti, con multipli di utile a sconto rispetto alla media storica di settore relativa al periodo 2010-16, a cui si aggiungono crescite degli utili particolarmente sostenute stimate dal consenso per l'esercizio in corso. Nel prossimo biennio 2018-19 ci si attende invece una stabilizzazione delle crescite degli utili su livelli più contenuti a singola cifra, come conseguenza della percezione di un mercato dell'auto più saturo per via dei rialzi degli ultimi esercizi. Il settore potrà contare, per quest'anno, ancora sul contributo positivo

Stime di crescita ancora interessanti per l'Auto; maggiori rischi potrebbero arrivare dal rafforzamento dell'euro e dal *dieselgate*

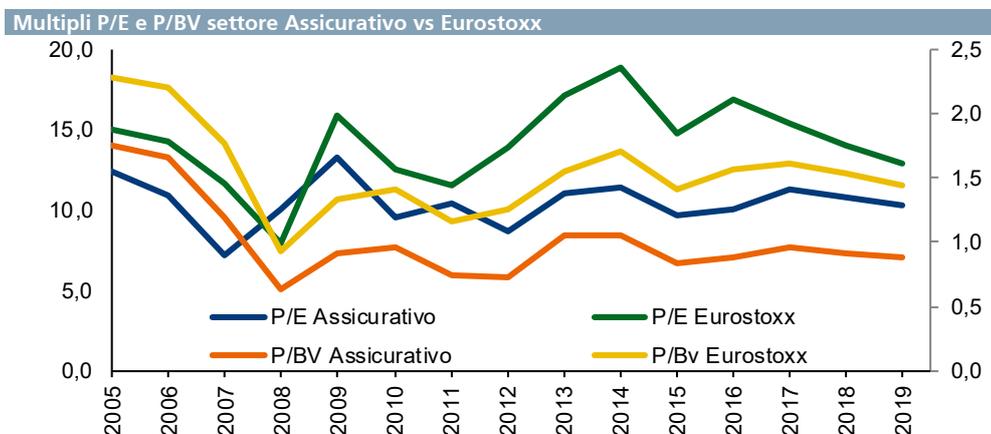
delle vendite in importanti mercati chiave come quello europeo e cinese, in grado di bilanciare la debolezza che è stimata caratterizzare il mercato statunitense. Il *business* delle auto elettriche si conferma centrale nei prossimi anni, con molte case produttrici che programmano nuovi piani di sviluppo nel settore in modo da rispondere al meglio alle sempre crescenti esigenze dei consumatori. Al momento, il principale mercato di vetture elettriche al mondo è quello cinese, dove nel 2016 sono state commercializzate circa 265 mila unità, contro le 110 mila unità assorbite dal mercato europeo. Nel complesso, l'elettrico rappresenta solo l'1% del totale delle auto vendute, anche se si tratta di un mercato in rapida crescita, come dimostrato dai dati dei primi tre mesi di quest'anno, quando i volumi venduti sono cresciuti del 40% a 191.700 unità. L'orientamento ad un maggior consumo di auto elettriche dovrebbe condurre però a potenziare gli investimenti nella nuova tecnologia, con crescite dei costi per ricerca e sviluppo e, in ultima analisi, con ripercussioni sulla marginalità dei principali *player* del settore.



D'altro canto, occorre rilevare alcune potenziali criticità relative all'intero settore auto, quali: i) eventuali evoluzioni negative sul fronte dello scandalo *dieselgate*, con il coinvolgimento di altri importanti *player*; ii) un possibile rallentamento delle vendite in Cina; iii) riflessi negativi sul mercato dell'auto derivanti dai negoziati sulla Brexit. A questo proposito, i recenti dati relativi alle immatricolazioni hanno evidenziato flessioni nel Regno Unito, in conseguenza anche delle incertezze economiche che spingono i consumatori britannici a rinviare l'acquisto di vetture: le immatricolazioni in UK registrano una delle poche variazioni negative in Europa da inizio anno, anche se il saldo è limitato a -1,3%, con le vendite che pesano sul totale europeo (UE+Efta) per circa il 17%; iv) un aumento dei tassi di mercato, che renderebbe più oneroso il ricorso al credito per il finanziamento dell'acquisto di un'auto, anche se i livelli risultano ancora ben al di sotto di quanto registrato in precedenti esperienze storiche; v) un ulteriore e forte apprezzamento dell'euro che potrebbe mettere pressione in prospettiva sui risultati di bilancio, in un comparto caratterizzato da un'elevata esposizione ai mercati esteri.

Assicurativo. Ribadiamo il giudizio Moderatamente positivo sul comparto in un contesto più disteso per i Finanziari, a cui si aggiungono i possibili effetti favorevoli derivanti da un scenario di rialzi dei tassi di mercato. Al momento, le stime di consenso sembrano non incorporare appieno significativi miglioramenti degli utili, con variazioni marginalmente positive per l'esercizio in corso e crescite a singola cifra per il 2018, anche se il quadro risulta in miglioramento rispetto a quanto stimato a inizio anno. Il comparto quota comunque a multipli di P/E a sconto, sia sul 2017 che sul 2018, rispetto a quelli dell'Eurostoxx, ma di poco a premio rispetto alla media storica del settore per il periodo 2010-16. Le valutazioni a sconto rispetto al benchmark europeo si evidenziano anche in termini di P/BV, che sono stimati in riduzione anche nei prossimi esercizi, allontanandosi dai picchi degli anni pre-crisi.

Clima più disteso sul settore Assicurativo

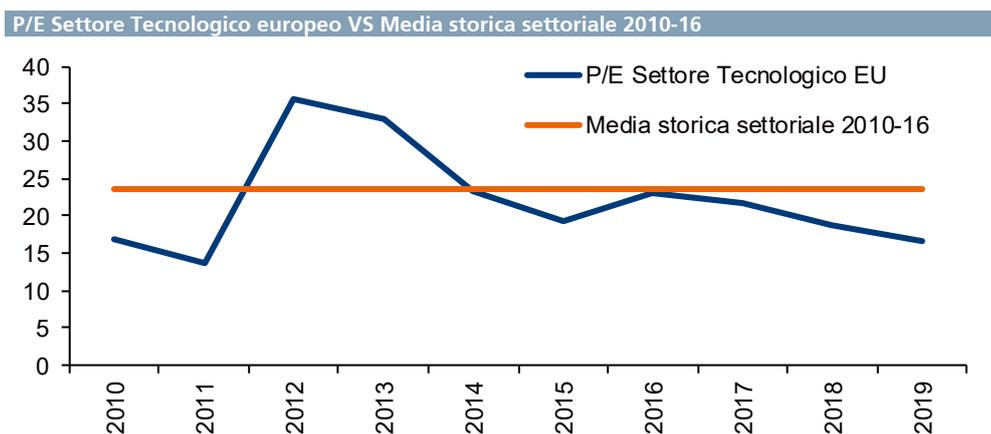


Nota: multipli Eurostoxx scala a sx; multipli Settore Assicurativo scala a dx. Fonte: FactSet

Inoltre, il comparto beneficia ancora di una solida struttura patrimoniale, oltre che di un Combined Ratio che resta al di sotto del valore di 100, grazie anche alla sostanziale tenuta della componente di Loss ratio, ovvero degli oneri derivanti dal risarcimento dei sinistri. Quest'ultima potrebbe beneficiare di un quadro macroeconomico atteso ancora in miglioramento in Europa, con riflessi positivi sulla sinistralità del comparto e, soprattutto, in termini di possibile crescita dei premi incassati.

Tecnologico. Ribadiamo il giudizio Moderatamente Positivo, in considerazione delle valutazioni ancora interessanti a cui quota il comparto. I multipli di P/E risultano ancora a sconto rispetto alla media storica 2010-16, con il gap che si riduce in relazione ai valori del 2018; anche per quest'ultimo esercizio, il comparto presenta infatti stime di crescita degli utili a doppia cifra. Gli attuali valori risultano anche al di sotto dei livelli toccati nel biennio 2012-13, in un contesto di recupero dopo la pesante crisi finanziaria degli anni precedenti.

Semiconduttori e servizi cloud trainano le prospettive sul Tecnologico



Fonte: Factset

Le prospettive interessanti sul comparto sono legate anche all'andamento del segmento dei semiconduttori, il cui peso in termini di capitalizzazione sull'intero indice Tecnologico rappresenta circa il 30%. I recenti dati rilasciati da SIA (Semiconductor Industry Association) evidenziano una crescita in maggio delle vendite a livello mondiale pari al 23% su base annua, rappresentando il sesto mese consecutivo caratterizzato da un incremento a doppia cifra (ovvero la miglior serie positiva degli ultimi sette anni). Il trend conferma le attese di forte crescita stimate dall'Associazione per l'esercizio in corso, quando le vendite complessive dovrebbero registrare un incremento dell'11,5% rispetto alla chiusura del 2016. Inoltre, il segmento può contare ancora su

una solida domanda con caratteristiche meno cicliche e più durature; alle forti richieste di chip provenienti dal settore Auto, con i principali gruppi impegnati a implementare i sistemi di guida autonoma, si aggiungono anche quelle dei settori dell'intelligenza artificiale e soprattutto quelle dei produttori di *smartphone*.

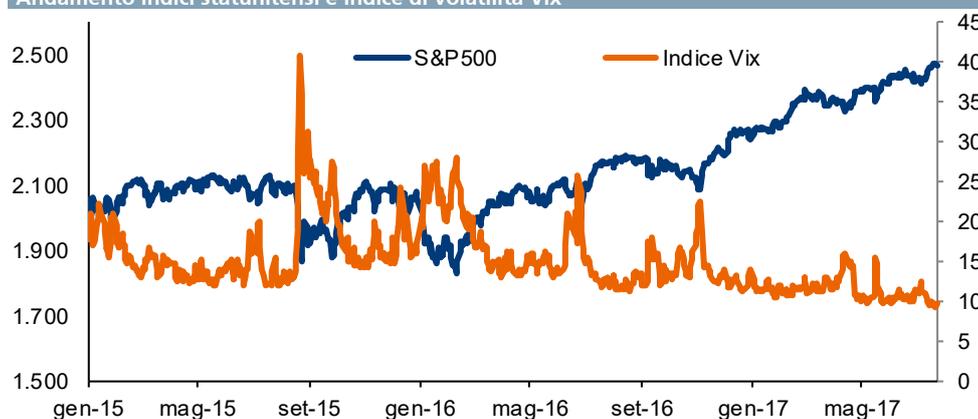
USA

Rinnovati i massimi storici

In un contesto di volatilità vicina a minimi storici, gli indici statunitensi continuano a inanellare un record dopo l'altro, beneficiando anche della debolezza di breve del dollaro che consente di recuperare competitività. I fondamentali degli indici statunitensi indicano P/E moderatamente superiori alla media storica 2010-2016 in un contesto di crescita robusta e di politica monetaria accomodante, con il consenso che stima incrementi a doppia cifra per l'anno in corso e il biennio 2018-2019. I primi risultati societari del 2° trimestre forniscono indicazioni positive (nonostante la debolezza stagionale) e stanno portando il consenso a rivedere le stime al rialzo. Il contesto si conferma favorevole in uno scenario di restrizione monetaria in tempi non brevi e, soprattutto, a un ritmo graduale.

Il Dow Jones e l'S&P500 registrano il miglior primo semestre dell'anno in termini di performance dal 2013, mentre per il Nasdaq si tratta del miglior risultato dal 2003. La volatilità si conferma particolarmente contenuta, con l'indice Vix che resta in corrispondenza del minimo degli ultimi dieci anni registrato a inizio giugno. L'effetto positivo derivante dall'elezione di Trump alla Presidenza statunitense che ha caratterizzato l'ultimo scorcio del 2016 è stato sostituito nella prima parte dell'anno in corso dai segnali confortanti giunti sia dal quadro macroeconomico che, soprattutto, da quello societario. Un segnale di maggior propensione al rischio verso il mercato azionario USA è stato rappresentato anche dal continuo afflusso di acquisti di ETF, fattore che ha permesso agli indici statunitensi di registrare massimi storici. Gli ETF in azioni, acquistati nei soli primi tre mesi dell'anno, hanno raggiunto i 98 mld di dollari secondo quanto comunicato dalla Fed; tale valore risulta superiore a quanto registrato complessivamente nel 2015 e 2016.

Andamento indici statunitensi e indice di volatilità Vix



Fonte: Bloomberg

Relativamente ai fondamentali, il mercato statunitense quota a multipli moderatamente superiori alla media storica del periodo 2010-16, anche se il gap risulta ulteriormente in riduzione con riferimento ai valori attesi per il prossimo biennio 2018-19, grazie a stime di consenso di crescita degli utili che si confermano a doppia cifra. In particolare, l'S&P500 quota a P/E 2017 pari a 18,9x, rispetto ai 16,4x indicati dalla media storica, con i valori che scendono a 17x e 15,4x se riferiti agli utili degli esercizi 2018 e 2019, quando gli incrementi sono attesi rispettivamente pari all'11,44% e al 10,2%. Analogamente, il Nasdaq presenta una sopravvalutazione rispetto alla media storica, potendo però contare su attese di crescita più sostenute in termini di utili, sia per quanto riguarda l'esercizio in corso che per il successivo biennio; segnali ancora importanti sono stimati infatti dal comparto Tecnologico, soprattutto per quanto riguarda il segmento dei semiconduttori e dei servizi IT, con questi ultimi che dovrebbero trovare ancora un forte sostegno dalla crescente domanda di archiviazione dati esterna (servizi *cloud*).

Fondamentali

L'atteggiamento nel complesso ancora accomodante da parte della Fed dovrebbe garantire ulteriore sostegno al mercato, che sembra incorporare nei prezzi una restrizione monetaria più graduale di quanto atteso. Nel corso dell'ultima audizione davanti al Congresso, la Presidente Yellen ha evidenziato innanzitutto una valutazione positiva dello scenario macroeconomico, con segnali incoraggianti dal mercato del lavoro e una crescita moderata e diffusa a livello domestico e in ripresa a livello internazionale. D'altro canto, la Fed resta pronta a intervenire qualora i segnali di rallentamento dell'inflazione dovessero essere non transitori, aprendo quindi alla possibilità che il sentiero di rialzi dei tassi possa risultare più graduale.

La Fed prosegue nel processo di normalizzazione della politica monetaria, anche se in modo graduale

I recenti dati confermano un quadro macroeconomico ancora nel complesso positivo, pur rimanendo gravato da un certo grado di incertezza legata alla politica fiscale. La lettura finale del PIL relativo al 1° trimestre ha sorpreso al rialzo, portando a stimare un'accelerazione nel corso del 2° trimestre sopra il 2%, in considerazione anche delle indicazioni emerse dalle indagini di fiducia. Relativamente ai primi tre mesi dell'anno, il dato conclusivo si è attestato a +1,4% t/t annualizzato, rispetto al +1,2% della seconda stima. A incidere positivamente è stata soprattutto la componente consumi, cresciuti dell'1,1% t/t rispetto al precedente 0,6% t/t. Per l'intero anno, le nostre stime vertono su una crescita del PIL pari al 2,2% per l'attuale esercizio, in marginale rialzo rispetto al 2,1% della rilevazione precedente, per poi attestarsi al 2,5% nel 2018.

Quadro macroeconomico

L'avvio della nuova *reporting season* sta evidenziando un quadro ancora nel complesso favorevole, alimentando le attese di una variazione positiva su base annua sia degli utili che dei ricavi per l'intero 2° trimestre; si prosegue in tal modo una tendenza al rialzo avviata nei precedenti trimestri e destinata a proseguire anche nei prossimi, come evidenziato nella tabella sottostante. In particolare, il consenso si attende una crescita media degli EPS per i gruppi appartenenti all'S&P500 pari al 8,79%, il cui contributo significativo è fornito ancora dal settore Energia; al netto di tale componente, la variazione dovrebbe infatti attestarsi al 6,76%. Accanto al comparto petrolifero, per il quale il consenso si attende un deciso incremento degli utili in scia ai prezzi del petrolio più elevati rispetto all'analogo periodo 2016, gli incrementi stimati migliori sono attribuiti al Tecnologico e in particolare al segmento dei semiconduttori, con aumenti rispettivamente pari al 20% e al 40,48%. Un contributo importante dovrebbe arrivare anche dai Finanziari (9,9%), mentre l'Auto e le Utility dovrebbero registrare le flessioni più accentuate, pari al 13,3% e al 4,7%.

Attese di ulteriori crescite degli utili e ricavi nel 2° trimestre

Stime trimestrali EPS				
Var. % a/a	2° T2017	3° T2017	4° T2017	1° T2018
S&P 500	8,79	7,44	12,92	9,38
S&P 500 Ex-Finanziari	8,56	8,28	11,92	11,13
S&P 500 Ex-Energia	6,76	5,84	11,66	8,52

Fonte: Bloomberg

Stime trimestrali ricavi				
Var. % a/a	2° T2017	3° T2017	4° T2017	1° T2018
S&P 500	4,59	4,74	5,00	5,52
S&P 500 Ex-Finanziari	4,61	5,40	5,43	6,17
S&P 500 Ex-Energia	3,74	3,74	4,31	4,63

Fonte: Bloomberg

Il mercato potrebbe essere soggetto a maggiori rischi derivati da: i) una tornata di risultati societari ampiamente inferiori alle attese; ii) tempi e le modalità con cui la Fed avvierà il processo di normalizzazione del proprio bilancio, attraverso la progressiva riduzione dei titoli in portafoglio acquistati nella fase di Quantitative Easing: se sul fronte degli aumenti dei tassi ufficiali il mercato sembra aver già incorporato un nuovo incremento entro fine anno, maggiori incertezze si hanno sul fronte del tapering; iii) nuove evoluzioni sul fronte politico interno legato alla vicenda Russiagate; iv) la mancata attuazione della riforma fiscale promessa in campagna elettorale dal Presidente Trump. L'*impasse* della nuova riforma sanitaria negli USA sta alimentando i timori circa la realizzazione delle promesse elettorali in campo economico da parte dell'Amministrazione Trump, con riflessi in termini di ridimensionamento delle previsioni di crescita economica nei prossimi esercizi. Il mercato, soprattutto quello statunitense, incorpora infatti nei prezzi gli effetti positivi derivanti appunto da un taglio della tassazione.

Maggiori rischi incentrati soprattutto sull'eventualità di non attuare la promessa riforma fiscale

A livello settoriale, confermiamo la Moderata Positività per il Tecnologico, con l'indice settoriale che si riporta sui massimi dal 2000. Il sostegno è garantito dal segmento dei semiconduttori, che

A livello settoriale

può contare ancora su una solida domanda, con caratteristiche meno cicliche e più durature: alle forti richieste di chip provenienti dal settore Auto, con i principali gruppi impegnati a implementare i sistemi di guida autonoma, si aggiungono anche quelle dei settori dell'intelligenza artificiale e, soprattutto, quelle dei produttori di *smartphone*. Moderata positività sull'Energia, nonostante il prezzo del petrolio risulti più contenuto rispetto ai mesi precedenti. L'attesa è per i nuovi dati trimestrali, che, secondo le stime, dovrebbero registrare forti incrementi degli utili rispetto al 2° trimestre 2016. Accanto a un contesto ancora caratterizzato da un eccesso di offerta, i principali enti hanno rivisto in moderato rialzo le proprie stime sulla domanda mondiale di greggio. Maggiore debolezza caratterizza il Retail, per il quale confermiamo il giudizio Neutrale. La recente acquisizione di Whole Foods Market da parte di Amazon porta il mercato a temere forti ripercussioni sui gruppi tradizionali *retailer* derivanti da una maggiore concorrenza impressa della stessa Amazon. Ribadiamo Neutralità anche sulle Utility, nonostante nel brevissimo il comparto benefici di una riduzione dei tassi di mercato. Sui fondamentali, le prospettive sul comparto restano deboli con P/E superiori alla media storica e crescita degli utili attese in modesto aumento. Neutralità sull'Auto, in scia ai segnali di affaticamento del mercato statunitense, come segnalato anche dal taglio delle stime da parte di General Motors. A fronte di un livello dei prezzi che si conferma competitivo, gli incentivi agli acquisti da parte dei costruttori sono diminuiti, segnale che le case automobilistiche puntano a preservare la redditività a fronte appunto di un raffreddamento della domanda.

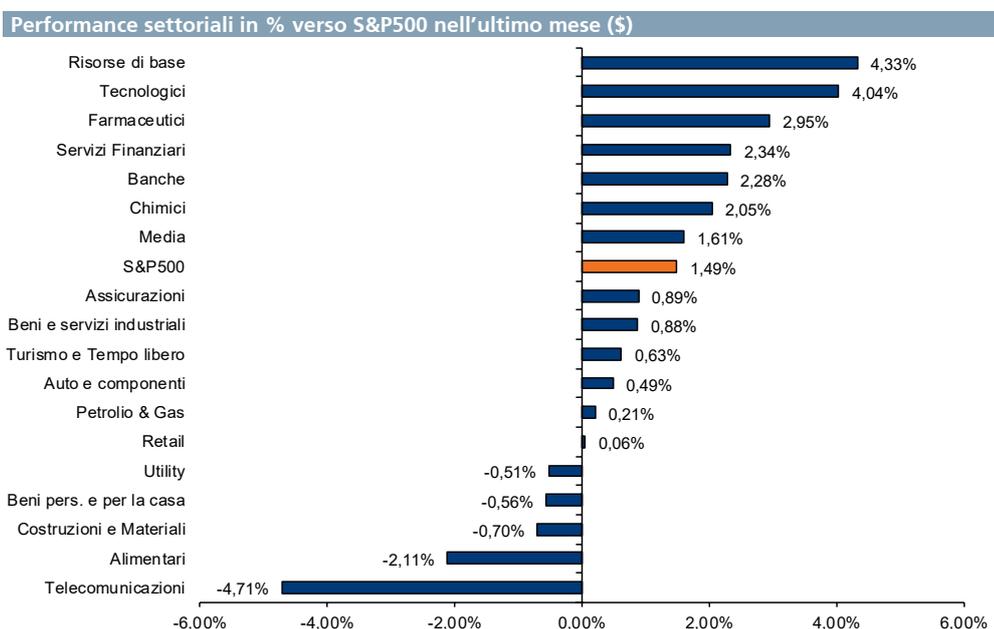
Multipli, crescita e PEG dei principali indici azionari									
	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
S&P100	1.089,26	19,55	18,65	16,79	15,27	0,06	9,04	11,09	9,97
S&P500	2.473,45	19,91	18,93	16,98	15,43	0,30	9,74	11,44	10,24
NASDAQ 100	5.921,22	22,13	22,49	19,68	17,70	7,91	7,89	14,28	12,62
NASDAQ Composite	6.390,00	26,92	24,80	20,99	18,32	-0,61	12,73	18,11	15,74
Dow Jones Industrial	21.611,78	19,00	17,87	16,35	14,95	-0,84	10,07	9,33	9,34

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	2.473,45	1,49	8,90	10,48
Banche	1.477,67	2,28	4,48	3,13
Retail	2.044,57	0,06	5,66	7,36
Auto e componenti	585,19	0,49	-6,92	-5,19
Risorse di base	390,59	4,33	-0,08	6,52
Chimici	687,49	2,05	11,46	13,76
Costruzioni e Materiali	1.091,45	-0,70	5,89	7,79
Alimentari	1.067,87	-2,11	2,39	2,64
Petrolio & Gas (Energia)	769,43	0,21	-11,41	-12,44
Servizi Finanziari	2.581,82	2,34	9,90	11,65
Farmaceutici	1.936,61	2,95	15,44	17,26
Beni e servizi industriali	1.257,28	0,88	8,92	10,62
Assicurazioni	1.100,75	0,89	8,18	7,71
Media	1.684,76	1,61	2,94	7,09
Beni pers. e per la casa	1.354,49	-0,56	10,53	14,42
Tecnologici	3.755,27	4,04	19,21	22,96
Telecomunicazioni	602,30	-4,71	-13,05	-14,31
Turismo e Tempo libero	2.504,69	0,63	14,56	18,14
Utility	576,87	-0,51	10,27	10,45

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



Fonte: FactSet

Analisi settoriale

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

Fonte: Intesa Sanpaolo

Settori Moderatamente Positivi

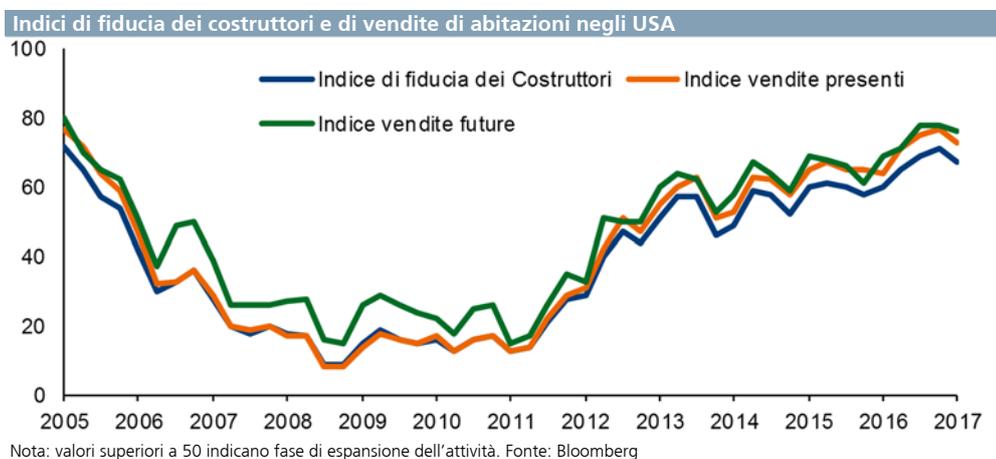
Farmaceutico. Confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto, in considerazione di un contesto normativo favorevole e di impatti positivi sui bilanci derivanti da progressi nell'ambito della ricerca. Innanzitutto, il settore ha tratto beneficio dall'elezione del Presidente Trump rispetto alla rivale Clinton, dal momento che l'obiettivo dei repubblicani in campo sanitario non prevede cambiamenti in termini di riduzione dei prezzi dei farmaci, come annunciato invece in campagna elettorale da parte della rivale democratica. In tal modo, il comparto ha potuto concentrare la propria attenzione soprattutto nella ricerca e sviluppo di nuovi prodotti che possano avere riflessi positivi sui fatturati nei prossimi esercizi. Inoltre, l'auspicata riforma fiscale dell'Amministrazione Trump dovrebbe avere impatti interessanti sui gruppi del settore, soprattutto

Prospettive ancora interessanti per il Farmaceutico, nonostante le incertezze di breve sulla nuova riforma sanitaria

per quanto riguarda il segmento biotecnologico. L'elemento centrale è rappresentato dagli incentivi al rimpatrio degli utili detenuti all'estero che permetterebbe di far affluire capitali da impiegare in operazioni di *buy-back* (che andrebbero ad accrescere il valore dei titoli sul mercato) o per attivare nuove operazioni straordinarie di M&A. Inoltre, tali risorse potrebbero essere utilizzate anche per la distribuzione di interessanti e generosi dividendi. Infine, sotto il profilo normativo e regolamentare, la nomina del nuovo commissario della FDA (Food & Drug Administration) potrebbe avere riflessi positivi sul comparto, dal momento che viene reputato come persona molto pragmatica che potrebbe spingere verso una minor regolamentazione dei farmaci e approvazioni più rapide. Nel breve, i maggiori rischi per il comparto arrivano dalle incertezze relative alla nuova riforma sanitaria in agenda dell'Amministrazione Trump che, per il momento, ha trovato un freno alla discussione in Congresso per l'assenza dei voti necessari per poter approvare il nuovo testo.

Costruzioni. Ribadiamo la Moderata Positività sul settore, che può contare ancora su stime di crescita degli utili a doppia cifra sia per l'esercizio in corso e per il 2018, giustificando il premio a cui quota in termini di P/E rispetto all'S&P500. I multipli di settore restano però al di sotto della media storica del periodo 2010-16. Il comparto può contare anche su aspettative di crescita legate al massiccio piano di investimenti in infrastrutture promesso in campagna elettorale dal Presidente Trump; a ciò si affianca il fatto che il mercato immobiliare (in particolare quello residenziale) si conferma caratterizzato da prospettive interessanti, seppur con crescite più limitate rispetto alle precedenti esperienze. Dal grafico sottostante, che riporta l'andamento dell'indice di fiducia dei costruttori e quello delle vendite di abitazioni, emerge come nell'ultimo periodo si sia assistito a qualche segnale di affaticamento; nonostante ciò, il trend, avviato dai minimi del periodo 2009-11, resta ancora improntato al rialzo.

Stime di crescita a doppia cifra caratterizzano ancora le Costruzioni, in attesa del piano di investimenti in infrastrutture promesso da Trump



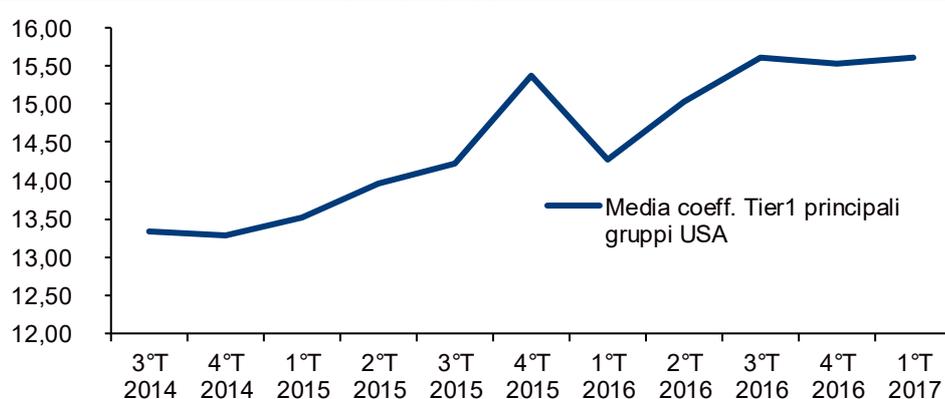
Inoltre, si individuano alcuni segnali che il mercato delle infrastrutture possa fornire ancora un significativo supporto nel prossimo futuro: i) alcuni Stati, come la California, stanno o hanno approvato provvedimenti per aumentare alcune voci di tassazione: tale fattore ha rappresentato storicamente una fonte di finanziamento per nuovi progetti legati alle infrastrutture; ii) la volontà di limitare gli impedimenti di carattere procedurale per quanto riguarda gli investimenti privati nell'ambito infrastrutturale; iii) nel periodo 2008-16, il valore dei fondi di investimento privati in infrastrutture è più che raddoppiato, anche se risulta ancora al di sotto dei target potenziali: questa situazione permette di pensare a un incremento dei capitali da destinare al settore infrastrutturale.

Finanziari. I primi segnali incoraggianti della nuova stagione di trimestrali confermano le prospettive di crescita degli utili del settore anche per la restante parte dell'anno. A tal proposito, il consenso verte ancora su un incremento degli EPS a doppia cifra sia per l'esercizio in corso che per il successivo, sostenuti anche da un sentiero di rialzi dei tassi Fed con ripercussioni positive in

Primi segnali incoraggianti per i Finanziari arrivano dalle trimestrali

termini di miglioramento dei margini di interesse. Pertanto confermiamo il giudizio Moderatamente positivo sul comparto. Nel frattempo, segnali importanti sul fronte della solidità patrimoniale del settore sono arrivati dall'esito degli stress test condotti dalla Fed su 34 principali istituzioni finanziarie. Tutte le banche oggetto di indagine hanno mostrato livelli di capitale minimo superiori a quanto richiesto in ipotetiche condizioni di mercato avverso; nell'ipotesi di uno scenario particolarmente sfidante, il coefficiente Tier1 passerebbe dal 12,5% rilevato a fine 2016 al livello di 9,2%. Tale valore si colloca al di sopra dell'8,4% rilevato dagli stress test dello scorso anno e soprattutto al 4,5% richiesto come livello minimo dalla stessa Fed. Analizzando l'andamento del Tier1 degli ultimi anni (grafico sottostante), si nota un costante e progressivo miglioramento per i più importanti gruppi del settore.

Andamento coefficiente Tier 1 dei principali gruppi finanziari USA



Nota. I valori si riferiscono a una media dei coefficienti Tier1 dei principali gruppi finanziari USA (Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, JP Morgan e Morgan Stanley). Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

La struttura patrimoniale solida emersa dagli stress test apre alla possibilità per i principali gruppi di attuare corposi piani di distribuzione di dividendi e di acquisto di azioni proprie, con riflessi positivi, in prospettiva, sui corsi azionari dei titoli interessati. Il consistente programma di *buy-back*, sostenuto dall'elevata liquidità, ha infatti garantito sostegno al listino statunitense negli ultimi anni, alimentando il trend di rialzo che ha condotto a registrare nuovi livelli record. Secondo stime di mercato, l'ammontare deliberato dovrebbe risultare in significativo aumento non solo in termini di distribuzione di cedole ma anche di acquisto consistente di azioni proprie: l'importo complessivo potrebbe raggiungere i 100 mld di dollari, un livello doppio rispetto a quello dello scorso anno.

Multipli e crescite dei settori statunitensi									
Settore	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
S&P500	2.473,45	19,91	18,93	16,98	15,43	0,30	9,74	11,44	10,24
Banche	206,33	15,30	13,66	12,12	10,94	-1,64	9,90	12,65	10,84
Retail	230,57	23,50	23,16	20,90	18,62	4,47	4,56	10,79	12,24
Auto e componenti	154,78	8,87	9,15	8,36	8,35	-5,62	-10,75	9,44	0,13
Risorse di base	91,41	31,89	16,58	14,09	13,92	-46,26	High	17,62	1,25
Chimici	211,54	20,45	20,67	18,37	17,04	-3,57	5,97	12,53	7,75
Costruzioni e Materiali	238,37	26,91	23,08	18,91	16,65	12,00	21,66	22,04	15,86
Alimentari	191,07	22,74	21,17	19,71	18,33	5,31	7,61	7,42	7,69
Petrolio & Gas (Energia)	113,04	126,31	35,28	25,05	19,17	-75,80	High	40,85	30,64
Servizi Finanziari	221,55	19,00	17,96	15,96	14,39	6,10	13,33	12,48	10,95
Farmaceutici	247,33	16,55	17,00	15,58	14,24	6,89	5,44	9,09	9,45
Beni e servizi industriali	221,46	20,81	20,02	18,04	16,19	0,84	8,80	11,00	11,05
Assicurazioni	269,34	17,89	15,18	13,91	12,90	-8,21	21,80	9,10	7,86
Media	264,53	18,25	17,21	15,52	14,06	6,36	5,65	10,90	10,37
Beni pers. e per la casa	218,59	22,30	21,71	19,88	18,50	4,88	6,28	9,24	9,20
Tecnologici	228,80	19,04	19,06	17,10	15,84	2,92	10,77	11,41	8,47
Telecomunicazioni	163,60	14,11	12,78	12,34	12,14	-7,38	-2,09	3,56	1,62
Turismo e Tempo libero	303,55	23,33	23,79	20,69	18,26	3,74	11,59	14,97	13,32
Utility	203,43	17,92	18,59	17,50	16,66	9,42	0,47	6,20	5,06

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

Italia

Il listino azionario domestico ha archiviato il 1° semestre dell'anno con un rialzo dell'indice FTSE Mib del 7% soprattutto grazie al recupero del settore Bancario +17%. Per contro hanno sofferto i titoli del settore Energetico (-15%) condizionati dalla flessione del prezzo del petrolio che a inizio anno valeva 54 dollari al barile mentre a fine giugno non superava i 45 dollari (-16%). A sostenere i listini in questa prima parte dell'anno oltre ai dati macro in miglioramento sono state le crescite degli utili societari. Dopo un 1° trimestre denso di sorprese positive anche il 2° trimestre dovrebbe evidenziare 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.

La ripresa economica globale sta migliorando le prospettive del commercio mondiale e consente la ripartenza del ciclo degli investimenti. Tutti elementi che rendono più tonica anche la performance dell'economia domestica, tanto che il Fondo Monetario Internazionale ha rivisto al rialzo le stime di crescita del PIL per il 2017 portandola all'1,3% e per il 2018 all'1%. Banca d'Italia le ha aumentate rispettivamente all'1,4% e all'1,3%. Pertanto anche il 2° e il 3° trimestre del 2017 dovrebbero vedere un discreto ritmo di crescita: a far da traino, ancora una volta, saranno le esportazioni che quest'anno dovrebbero registrare un incremento del 4,6% (+3,9% nel 2018) in linea con la dinamica del commercio internazionale. Il peso dell'export per il nostro sistema economico continua a salire superando il 30%. L'altro fattore in accelerazione sono gli investimenti aziendali, che hanno ripreso a crescere già dal 2014.

Permane tuttavia una incognita sull'Italia legata al possibile esito inconcludente delle prossime elezioni politiche dopo che è fallito l'accordo tra i principali partiti sulla riforma del sistema elettorale sul modello tedesco. Lo scenario di base ritorna a essere quello di elezioni alla scadenza naturale della legislatura, ovvero tra febbraio e maggio 2018. D'altra parte dato l'attuale scenario politico il sistema elettorale non pare in grado di scongiurare i rischi di ingovernabilità con ritorni di tensioni sui mercati finanziari che potrebbero avere impatto sulla fiducia degli operatori finanziari nonché sul canale del credito.

Per il semestre appena iniziato non bisogna sottovalutare il fatto che le Banche centrali più importanti si avviano ad alzare quasi coralmemente i tassi o a drenare gli stimoli. Oltre alla Fed anche al Bank of England e la Banca del Canada hanno comunicato che potrebbero a breve alzare i tassi. Senza dimenticare la BCE, anch'essa sembra intenzionata ad avviare la riduzione degli acquisti dei bond fra qualche trimestre, anche se il messaggio emerso nell'ultima riunione è stato estremamente prudente. Gli investitori stanno riposizionando la liquidità sia a livello di *asset class* sia di settori. In particolare sul listino domestico risultano penalizzate le utility e le telecomunicazioni - in quanto caratterizzate da un elevato livello d'indebitamento a media e lunga scadenza - e premiate le banche. In linea generale, le borse europee hanno ceduto terreno negli ultimi due mesi, mentre il listino domestico ha recuperato.

Dopo una prolungata fase di crisi i multipli P/E stanno gradualmente risalendo ai livelli medi di lungo periodo in parallelo alla lenta discesa del premio per il rischio e alla normalizzazione delle politiche monetarie.

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 0,91x e 0,94x. Il 2017 rimane caratterizzato da un forte incremento degli EPS, superiore al 50%, giustificato in gran parte dal settore Bancario e dal comparto Energia, che pesano sull'indice FTSE Mib rispettivamente il 27% e il 15%. Il dato depurato dai due settori mostra infatti una crescita del 22,9%.

FTSE Mib tra i migliori indici europei nel 1° semestre dell'anno

Rivisto al rialzo il PIL italiano all'1,3% nel 2017

Rimane il rischio politico

Gli indici italiani quotano a sconto rispetto al benchmark europeo

Continuiamo a ritenere che la fase attuale possa rappresentare un punto d'ingresso interessante nel mercato, che presenta valutazioni attraenti e ha margini di crescita importanti. Un rischio da tenere in considerazione è l'effetto negativo della svalutazione del dollaro rispetto all'euro che, se dovesse protrarsi a lungo, potrebbe incidere negativamente sui bilanci delle società che esportano e operano sui mercati esteri rendendole meno competitive.

Multipli, crescita e PEG dei principali indici italiani										
	Valore	P/E 2016	P/E 2017E	P/E 2018E	P/E 2019E	Var. % EPS 2016	Var. % EPS 2017E	Var. % EPS 2018E	Var. % EPS 2019E	PEG (P/E 17 su var. % EPS 2018-19E)
FTSE MIB	21.438,63	18,48	15,11	12,68	11,24	-6,18	57,43	19,22	13,98	0,91
FTSE All Share	23.664,40	19,77	15,55	13,05	11,53	-5,04	56,59	19,08	13,91	0,94
FTSE Mid Cap	40.200,95	18,78	18,78	16,81	15,15	3,02	10,81	11,06	9,52	1,83
FTSE Star	34.903,42	19,50	19,33	16,74	14,07	8,07	20,49	15,09	14,77	1,29
Euro Stoxx	379,90	16,71	15,35	13,99	12,81	2,60	25,19	9,72	9,38	1,61
S&P 500	2.473,45	19,91	18,93	16,98	15,43	0,30	9,74	11,44	10,24	1,75

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

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

Rendimento dividendi						
%	Valore	Dividend Yield				
		2015	2016	2017E	2018E	2019E
FTSE MIB	21.438,63	4,01	3,64	3,54	3,83	4,21
FTSE All Share	23.664,40	3,83	3,38	3,43	3,72	4,10
FTSE Mid Cap	40.200,95	2,76	2,74	2,65	2,85	3,11
FTSE Star	34.903,42	2,58	2,33	2,28	2,47	2,63
Euro Stoxx	379,90	3,60	3,26	3,15	3,38	3,65
S&P 500	2.473,45	2,30	1,96	2,00	2,13	2,27

Fonte: FactSet

Performance del mercato italiano

Nel corso dell'ultimo mese il mercato azionario italiano ha mostrato una performance decisamente migliore rispetto agli altri listini europei grazie al forte recupero dei titoli Finanziari. Hanno contribuito positivamente anche le Risorse di base e i Tecnologici.

Performance principali indici internazionali					
	Valore	Var. % 1 mese	Var. % 6 mesi	Var. % inizio anno	
Stoxx 600	384,07	-1,32	5,93	6,27	
Euro Stoxx	379,90	-1,43	7,79	8,46	
Euro Stoxx 50	3.499,49	-1,72	6,06	6,35	
CAC 40	5.199,22	-1,78	7,19	6,93	
DAX	12.447,25	-2,87	7,03	8,42	
IBEX	10.564,80	-1,69	12,63	12,97	
FTSE 100	7.487,87	0,20	4,02	4,83	
FTSE All Share	23.664,40	2,70	11,24	13,03	
FTSE MIB	21.438,63	3,02	10,06	11,46	
S&P 500	2.473,45	1,49	8,90	10,48	
NASDAQ Comp.	6.390,00	3,26	15,02	18,70	
Dow Jones Indus.	21.611,78	0,67	9,00	9,36	
Nikkei 225	20.144,59	-0,42	5,26	5,39	

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 diversi titoli Bancari sostenuti dalle ipotesi sull'accelerazione del restringimento dei parametri di politica monetaria della BCE, dalla volontà da parte delle Autorità bancarie europee di trovare una soluzione definitiva alla gestione delle sofferenze bancarie e dalle attese sul miglioramento dei risultati di bilancio nel secondo trimestre. Nell'ultimo mese si è contraddistinta anche Yoox Net-a-Porter su indiscrezioni relative all'interesse di un operatore asiatico leader nell'e-commerce per una eventuale offerta di acquisto, poi smentita. Da inizio anno si contraddistingue la performance positiva di UBI Banca, che recupera il 56% grazie anche all'esito favorevole dell'aumento di capitale da 400 mln di euro varato per acquisire tre *good bank* (Nuova Banca Marche, Nuova Banca Etruria e Nuova CariChieti), che in precedenza aveva causato qualche perplessità. Segue Ferrari, che con i recenti risultati trimestrali ha ampiamente superato le stime di consenso. La società inoltre continua a mantenere alti gli obiettivi di crescita di medio termine sia in termini di vetture prodotte sia di marginalità.

Migliori del FTSE Mib nell'ultimo mese (€)			Migliori del FTSE Mib da inizio anno (€)		
Titolo	Prezzo	Var. %	Titolo	Prezzo	Var. %
BPER Banca	4,85	18,47	Unione di Banche Italiane	3,874	55,61
Banco BPM	3,11	14,09	Ferrari	85,7	54,97
Intesa Sanpaolo	2,868	13,18	Banco BPM	3,11	35,69
YOOX Net APorter	26,17	10,61	Recordati	36,48	35,51
Unione di Banche Italiane	3,874	9,00	FinecoBank	7,2	35,08
Fiat Chrysler Automobiles	10,3	8,30	Davide Campari-Milano	6,21	33,69
UniCredit	16,85	7,94	STMicroelectronics	14,15	31,02
Ferrari	85,7	7,39	Moncler	21,46	29,82
Unipol Gruppo Finanziario	3,866	7,09	Italgas	4,68	25,20
Banca Generali	28,14	5,79	Banca Generali	28,14	24,18

Fonte: FactSet

Fonte: FactSet

Nel corso dell'ultimo mese tra le performance peggiori troviamo A2A che risente delle prese di profitto che in generale hanno riguardato il comparto Utility. Nelle ultime sedute il titolo ha risentito dell'*impasse* riguardante la cessione della partecipazione nella società Epcg operante nel Montenegro. Da inizio anno Saipem e Tenaris rimangono tra i titoli peggiori dell'indice, entrambi 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 da inizio anno ha perso circa il 14%.

Peggiori del FTSE MIB nell'ultimo mese (€)			Peggiori del FTSE MIB da inizio anno (€)		
Titolo	Prezzo	Var. %	Titolo	Prezzo	Var. %
Mediaset	3,326	-4,97	Saipem	3,392	-36,60
A2A	1,433	-4,66	Mediaset	3,326	-19,08
Luxottica Group	52,05	-4,23	Tenaris	13,97	-17,68
Snam	3,96	-3,65	Eni	13,15	-15,00
Eni	13,15	-3,52	Poste Italiane	5,965	-5,39
Salvatore Ferragamo	24,58	-2,85	UnipolSai Assicurazioni	1,925	-5,17
Terna	4,868	-2,56	BPER Banca	4,85	-4,15
CNH Industrial	10,17	-1,83	YOOX Net APorter	26,17	-2,86
EXOR	49,84	-1,60	Telecom Italia	0,816	-2,51
Telecom Italia	0,816	-1,57	Buzzi Unicem	22,29	-0,98

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

Il settore industriale italiano nei primi sei mesi dell'anno ha sovraperformato quello dei principali paesi europei: Italia +16%, Europa +10% Francia e Germania +12%. Fenomeno particolarmente evidente se si osservano i titoli a media e piccola capitalizzazione. Le motivazioni sono diverse: anzitutto la ripresa economica che finalmente inizia a vedersi e ad accelerare; per questo gli industriali tipicamente legati di più al ciclo sono stati premiati dagli investitori. Poi l'ulteriore sovraperformance delle piccole e medie capitalizzazioni che può essere sintetizzata nell'andamento dell'indice FTSE Star, +24% da inizio anno, che beneficia del contributo del lancio dei PIR (piani individuali di risparmio) ma anche di dati positivi come quelli rilasciati dall'UCIMU che indicano un ritorno degli investimenti in macchinari. Sul fronte delle valutazioni le stime di consenso indicano come in generale in comparto industriale italiano quoti a circa 13 volte gli utili attesi sul 2017 ossia a sconto rispetto alla media del listino domestico (15,5x) sia rispetto al resto d'Europa dove il sotto-indice industriale quota a 18,4x gli utili. Sembra esserci quindi un ulteriore spazio di apprezzamento. Considerando soltanto le piccole e medie capitalizzazioni il rapporto tra prezzo/utigli sale a 17,8x supera cioè il resto del listino domestico e si avvicina decisamente alle medie continentali. PIR o ripresa economica la rivalutazione qui sembra esserci già stata e dopo un movimento così importante si ha la sensazione che il mercato abbia bisogno di qualche robusta conferma dal lato macroeconomico e degli utili aziendali per imprimere un ulteriore rialzo. Sotto l'aspetto economico il freno potrebbe invece arrivare da un ulteriore apprezzamento del cambio che renderà più svantaggioso l'effetto confronto con l'anno precedente per le società esportatrici.

Settore Industriale						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Autogrill	Moderatamente Positivo	10,23	2.603	25,89	22,59	1,73

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Autogrill ha chiuso i primi quattro mesi dell'anno con ricavi in crescita del 5,1%. La società ha approvato l'avvio di un progetto di riorganizzazione societaria per separare le attività di Food&Beverage dal resto del gruppo, che dovrebbe concludersi entro l'anno. Attualmente queste attività, sostanzialmente quelle autostradali, sono gestite dalla *holding*. Con la separazione la *holding* diventerebbe "pura", con sotto di sé le varie controllate nelle diverse aree geografiche. Secondo il management l'operazione è finalizzata a conseguire una piena coerenza e flessibilità nella struttura organizzativa societaria. Autogrill pubblicherà i risultati semestrali il 28 luglio, ci attendiamo un progresso dei risultati così come evidenziato dai ricavi nel 1° quadrimestre guidato sia dalla crescita sul mercato domestico che dalla solida performance sul mercato statunitense. Il titolo ha messo a segno una performance del 23% da inizio anno e del 41% negli ultimi 12 mesi riteniamo pertanto che buona parte della crescita organica sia già riflessa nelle quotazioni del titolo, tuttavia manteniamo un giudizio Moderatamente Positivo in quanto eventuali ulteriori progressi potrebbero derivare da possibili operazioni straordinarie. Sul fronte dei rischi segnaliamo il rafforzamento del cambio euro/dollaro in quanto la società realizza circa 2/3 dell'EBITDA in USA e Canada.

Bancario

Dopo il salvataggio delle banche venete il sistema bancario italiano sta lavorando per chiudere positivamente anche le altre due pendenze: Banca MPS e Banca Carige. La prima ha ottenuto il

Prosegue la crescita del business anche se il rafforzamento del cambio euro/dollaro non aiuta i conti della società

via libera dalla commissione europea per la ricapitalizzazione precauzionale che prevede l'ingresso del Tesoro con 5,4 miliardi di euro, importo decisivo nell'ambito del piano complessivo di ricapitalizzazione da 8,1 mld e, secondo le indicazioni del management, il titolo dovrebbe tornare agli scambi a fine settembre. La seconda sta mettendo a punto i dettagli dell'aumento di capitale dopo aver varato il nuovo piano industriale. Tutte notizie che hanno incoraggiato gli acquisti sul settore che nell'ultimo mese ha registrato un progresso del 6% circa, +20% da inizio anno. Anche sul fronte della gestione dei NPL i ministri delle Finanze della UE hanno approvato un piano d'azione che prevede la creazione di *bad bank* (società di gestione dei crediti inesigibili) nazionali. La nuova strategia si basa quindi sulla somma di azioni nazionali e non su un intervento comunitario come proposto a suo tempo dall'Autorità europea. Nel frattempo il rapporto Abi (associazione bancaria italiana) evidenzia come le sofferenze nette delle banche italiane in maggio siano calate a 76,5 miliardi di euro dai 77,4 miliardi del mese precedente e siano diminuite del 14% dai massimi di novembre 2015. Gli impieghi a famiglie e imprese confermano il trend positivo con una crescita a giugno dell'1,5% su base annua.

Settore Bancario						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Unicredit	Moderatamente Positivo	16,85	37.518	14,82	11,11	1,68

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Dopo aver completato l'aumento di capitale da 13 mld di euro a febbraio 2017 Unicredit ha risolto i rischi di sotto patrimonializzazione ed ora si impegna attivamente sul piano di riduzione di asset e la cessione dei crediti in sofferenza. I risultati riportati dalla banca nel 1° trimestre sono stati rassicuranti in particolare la forte generazione di ricavi proveniente dal margine d'interesse e il pro-forma (comprese le dismissioni di Pioneer e Banca Pekao) CET 1 sopra il 12%. Infatti Unicredit ha perfezionato la vendita di Pioneer Investments ad Amundi per un corrispettivo di 3,54 mld di euro con una plusvalenza netta di circa 2,2 miliardi e ha finalizzato la cessione al gruppo polacco PZU e al fondo PFR la partecipazione del 32,8% detenuta in Bank Pekao per un corrispettivo 10,6 miliardi di zloty equivalenti a circa 2,5 miliardi di euro. Entrambe le dismissioni sono in linea con quanto illustrato lo scorso dicembre nel piano industriale denominato Transform 2019. Per quanto riguarda invece la gestione delle sofferenze bancarie Unicredit sta mettendo a punto l'operazione denominata Fino che prevede la cessione di 17,7 miliardi di NPL ai veicoli di cartolarizzazione di cui i partner finanziari Fortress e Pimco, avranno la maggioranza. La dismissione in tempi rapidi degli NPL resta una priorità. Attualmente il titolo Unicredit quota a 0,75x il patrimonio netto tangibile 2017 (P/TBV), valore a sconto rispetto alla media europea pari a 1,07x, confermiamo quindi la nostra visione Moderatamente Positiva sul titolo. I risultati semestrali saranno pubblicati il 2 agosto.

Prosegue il piano industriale "Transform"

Settore Bancario						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
UBI Banca	Moderatamente Positivo	3,874	4.433	19,56	12,06	2,62

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Si è concluso positivamente l'aumento di capitale da 400 milioni di euro lanciato da UBI Banca per l'acquisto delle tre *good bank* Banca Marche, Banca Etruria e CariChieti al prezzo simbolico di 1 euro. Le adesioni alla ricapitalizzazione hanno raggiunto il 99,31% dell'offerta per un ammontare raccolto pari a 397,24 milioni di euro. L'operazione di ricapitalizzazione permette a UBI di mantenere inalterato il CET 1 della banca sopra l'11%, così come da richieste della Vigilanza bancaria europea. Il titolo ha recuperato il 56% da inizio anno e attualmente quota ad un P/BVT 0,5x ampiamente sotto la media europea, confermiamo pertanto la visione Moderatamente Positiva sul titolo. L'Istituto pubblicherà i risultati il 4 agosto.

La ricapitalizzazione è stata accolta positivamente dal mercato

Cemento e Costruzioni

Confermiamo la nostra visione positiva sul settore del Cemento e dei materiali da costruzione, in quanto le società domestiche quotate, che fanno parte del settore, operano prevalentemente all'estero e quindi riflettono in gran parte le aspettative per un mercato resiliente negli Stati Uniti e in miglioramento nell'UE. In Europa, nonostante l'impegno a mantenere sotto controllo i deficit pubblici, ci aspettiamo che il progressivo miglioramento economico possa avere un impatto positivo sull'industria delle costruzioni con un graduale recupero nei paesi sud europei e un consolidamento della crescita in Germania e in alcuni paesi dell'Europa Centro Orientale. Riteniamo inoltre che i *general contractor* rimangano i favoriti in quanto principali beneficiari di una politica fiscale più espansiva nei paesi maturi. Per quanto riguarda il mercato domestico i dati ANCE (associazione costruttori) evidenziano una revisione della stima di crescita degli investimenti in costruzioni nel 2017 al ribasso dal +0,8% al +0,2% a causa soprattutto del mancato smobilizzo degli investimenti pubblici.

Settore Cemento e Costruzioni						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Astaldi	Neutrale	5,945	541	5,64	5,09	3,76

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Astaldi nel 1° trimestre dell'anno ha ottenuto una buona crescita dei ricavi e dell'utile netto e un rafforzamento del portafoglio ordini. In linea con le politiche e gli obiettivi del piano strategico, le previsioni per il 2017 vedono una crescita annua dei ricavi in linea con il 2016 e pari al 5% circa, mentre l'EBITDA margin e l'EBIT margin sono attesi, rispettivamente, tra l'11-12% e il 9-10%. Il debito netto, anche grazie all'obiettivo di riduzione del circolante sotto gli 800 milioni, è previsto a 1 miliardo di euro circa (1,2 mld a fine marzo 2017). Nei mesi scorsi Astaldi ha rivisto al rialzo i target di piano al 2018 e fissato nuovi obiettivi al 2021. I temi chiave sono ancora una volta la riduzione del debito, la crescita dei ricavi, e la dismissione degli asset in concessione secondo un programma già definito. La società stima ricavi a 3,6 miliardi nel 2018 e a 4,6 miliardi nel 2021 con un tasso di crescita del 9%, cessioni per 500 milioni e un calo dell'esposizione debitoria netta dai 900 milioni del 2018 ai 400 milioni al 2021. Il titolo Astaldi dopo un iniziale entusiasmo per la politica sugli investimenti promessa da Trump è stato oggetto di prese di beneficio e attualmente quota ad un EV/EBITDA di 5,9x sul 2017 e di 5,8x sul 2018 poco sotto la media di settore. Al momento non vediamo particolari spunti di interesse sul titolo e pertanto manteniamo invariata la nostra visione Neutrale.

**Titolo correttamente valutato
sui multipli di settore**

Settori Neutrali

Utility

Le utility italiane hanno perso terreno nelle ultime settimane penalizzate dal clima di rialzo dei tassi considerando l'elevato debito che caratterizza il settore. Inoltre un aumento dei rendimenti delle obbligazioni rappresenta un competitor in più alla loro politica di elevati dividendi, grazie alla quale finora hanno beneficiato della liquidità dei risparmiatori. Confermiamo la visione neutrale su 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 anno. 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 potenziali operazioni di fusione e acquisizione. Riteniamo infatti che il consolidamento del settore rappresenti un passaggio importante per la crescita a lungo termine.

Settore Utility						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
A2A	Neutrale	1,433	4.489	12,69	12,71	4,20

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

A2A prosegue sul piano della maggiore focalizzazione verso il ruolo di leadership aggregante a livello territoriale e di cessione di attività non remunerative. A tale proposito a inizio luglio la società ha deciso di uscire dal Montenegro ed ha comunicato l'esercizio dell'opzione *put* concordata con il Governo locale, al quale cederà il 41,7% detenuto nella utility locale Epcg per 250 milioni. Una somma, quest'ultima, che verrà corrisposta in sette rate annue a partire dal 1 maggio 2018. La multi utility lombarda era presente nel capitale della società da circa 8 anni periodo in cui Epcg ha staccato solo una volta un dividendo a favore del gruppo italiano; cosicché ha deciso di uscire dall'investimento sfruttando la *put* concordata con il governo montenegrino. Tuttavia l'operazione sembra trovare l'ostilità del governo locale che ha chiesto un provvedimento di blocco delle azioni di Epcg emesso dall'Alta corte di Podgorica motivato dall'esistenza di una indagine per presunta corruzione. A2A ha chiuso il 1° trimestre 2017 con risultati economico-finanziari superiori alle aspettative consolidando le attese di miglioramento stimate per fine anno con previsioni di EBITDA compreso fra 1,17 e 1,19 mln di euro. Tale incremento, a nostro avviso, è già riflesso nel prezzo corrente che tratta ad un EV/EBITDA di 6,4x in linea con la media delle società confrontabili. Confermiamo pertanto la nostra visione Neutrale sul titolo.

Polo aggregante sul territorio domestico

Assicurativo e Risparmio Gestito

L'industria assicurativa italiana cerca nuove prospettive di crescita complice anche la significativa contrazione della raccolta del ramo Vita registrata nel 2016 (a 102 mld in flessione dell'11% rispetto al massimo storico del 2015). L'attenzione cade sulle forme di protezione delle famiglie in particolare nelle quali l'Italia è rimasta indietro rispetto alla media europea. Secondo la presidente dell'ANIA è indispensabile che la spesa dei privati in ambito protezione venga indirizzata verso forme mutualistiche e che si possa trovare un sistema integrato tra pubblico e privato. In Italia attualmente il tasso di adesione alla previdenza integrativa è circa il 26% dei potenziali iscritti e per i giovani il tasso scende al 16%.

Settore Assicurativo e Risparmio Gestito						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Unipol Gruppo Finanziario	Moderatamente Positivo	3,866	2.774	9,26	9,05	4,81

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Unipol Gruppo Finanziario ha approvato le linee guida di ristrutturazione della divisione bancaria che prevede il trasferimento a una *newco* di un pacchetto sofferenze in capo a Unipol Banca di circa 3 miliardi. Lo scorporo delle sofferenze alla *bad bank*, partecipata dagli stessi soci di Unipol Banca, prevede un adeguamento del loro valore in linea alle condizioni di mercato attuali, stimabile in circa il 20%. Il piano prevede anche il rafforzamento del tasso medio di copertura delle inadempienze probabili, che rimarranno all'interno di Unipol Banca a circa il 40%. Il CdA del gruppo ha inoltre dato il via libera alla razionalizzazione del comparto assicurativo cedendo alla controllata UnipolSAI le compagnie Unisalute per 715 milioni, e Linear per 160 milioni. Le operazioni deliberate avranno un impatto negativo sul risultato consolidato di Unipol al 31 dicembre stimato in 780 milioni di euro, che verrà compensato con le plusvalenze derivanti dalla cessione di Linear e Unisalute, lasciando sostanzialmente inalterate le prospettive reddituali di Unipol per il corrente esercizio. Per quanto riguarda i potenziali effetti sui Ratio patrimoniali delle operazioni, al momento Unipol stima una riduzione di circa 10 punti percentuali sul Solvency II ratio consolidato e di circa l'1% in termini di CET1 Capital ratio per Unipol Banca. Giudichiamo positivamente il riassetto avviato da Unipol che riteniamo possa essere propedeutico ad una futura

Ristrutturazione della divisione bancaria

integrazione con il gruppo assicurativo sottostante una volta definita l'uscita della controllata bancaria. Confermiamo pertanto il giudizio Moderatamente Positivo sul titolo.

Settore Assicurativo e Risparmio Gestito						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
UnipolSAI	Neutrale	1,925	5.447	11,58	10,51	6,28

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Per UnipolSAI l'acquisizione delle partecipazioni in Linear e Unisalute, dalla capogruppo Unipol per 875 mln di euro, avrà un effetto negativo stimato sul ratio di solvibilità a fine 2017 di 17 punti percentuali. Il CdA di UnipolSAI ha inoltre approvato la disdetta della partnership di bancassicurazione con Banco BPM e Popolare Vita. Lo scioglimento dell'accordo comporta l'esercizio da parte di UnipolSAI della *put* sul 50% di Popolare Vita e l'incasso stimato dal management oscilla tra i 500 e 700 milioni di euro che ricadrà sul 2018. Riteniamo che il prezzo pagato da UnipolSAI per Linear e UniSalute sia piuttosto generoso in quanto implica multipli di P/E maggiori rispetto alla stessa compagnia di assicurazione. Confermiamo il giudizio Neutrale sul titolo.

La riallocazione delle partecipazioni coinvolge anche la società operativa

Lusso

Confermiamo la visione neutrale sul settore. Considerando le attuali tendenze macro e politiche in atto ossia: la stabilizzazione dei consumi in Cina, il terrorismo ISIS che influisce sui flussi turistici, e la crescente competizione di settori come i viaggi turistici e la ristorazione raffinata. Riteniamo il settore dei beni di marca correttamente valutato con i multipli medi a sconto del 10-15% rispetto al picco storico del 2013-15. Il mercato mondiale di beni di lusso è diminuito di circa l'1% nel 2016, segnando il primo anno di flessione per l'industria dal 2009 e secondo le stime di Bain & Co. la crescita per fine anno è attesa intorno al 2-4%. 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 (%)
YOOX Net-A-Porter	Moderatamente Positivo	26,17	3.504	88,24	53,56	0,00

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

In un contesto di vendite online di prodotti di marca che sta diventando sempre più competitivo, la fusione YOOX-Net A Porter (YNAP) mira a creare un operatore online globale, in grado di gestire e analizzare una quantità sempre maggiore di dati per diversi marchi e prodotti, attraverso un supporto strategico e con un unico canale di vendita in modo da preservare/aumentare la quota di mercato a medio termine. I multipli di P/E 2017 non sono elevati rispetto al settore, inoltre a fine giugno indiscrezioni di stampa avevano indicato un potenziale interesse da parte di Alibaba (*e-commerce* che opera principalmente in Cina), poi smentito dalla stessa società, segno però che si nota un certo movimento nel segmento della distribuzione online di lusso in rapida crescita e in cerca di una piattaforma globale. Per quanto riguarda i rischi, evidenziamo eventuali ritardi o incertezza sul processo di integrazione e un potenziale incremento dei costi di trasporto in caso di aumento del prezzo del petrolio. YNAP riporterà i risultati semestrali il 2 agosto. Confermiamo la visione Moderatamente Positiva sul titolo.

Un gruppo con una presenza sempre più globale

Selezione Titoli

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

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Analisi grafica e quadro intermarket

Analisi grafica dei principali indici

I livelli di questa sezione sono aggiornati alla data odierna.

S&P500

L'S&P500 registra un nuovo massimo storico a 2.477,62, poco sopra i massimi di fine giugno posti a 2.453. Stazionamenti delle quotazioni superiori a tale soglia condurrebbe verso nuovi obiettivi posti a 2.570, parte alta del canale costruito sui minimi di febbraio 2016 e successivi a 2.695. Ulteriori livelli di lungo periodo sono individuabili a 2.710 e 2.884 proiezioni di Fibonacci rispettivamente al 138% e 150%, costruite sull'intero movimento rialzista partito dai minimi del 2009.

Di contro, l'eventuale perdita dei primi test posti a 2.405-2.403 riproporrebbe il supporto collocato a 2.398 per poi andare a testare quello posto a 2.386. L'eventuale cedimento di quest'ultimo riproporrebbe l'area a 2.369 per poi intercettare il test a 2.352; infine, la successiva zona di forte valenza si trova a 2.322-2.316, minimi di marzo, il cui cedimento fornirebbe un primo segnale di debolezza, riproponendo i test a 2.257. L'eventuale perdita di quest'ultimo ricondurrebbe sui supporti posti a 2.233-2.214 e a 2.193-2.187; di contro, negatività di breve è subordinata alla violazione al ribasso di 2.119 e 2.083-2.074. Solo la perdita di questa zona condurrebbe l'indice verso i test posti in area 2.042 e 2.025, mentre stazionamenti sotto questi livelli riproporrebbero i test a 1.991 e successivamente a 1.937-1.931. Obiettivi successivi a 1.891 e a 1.871-1.864 per poi scendere sui minimi di febbraio 2016 da dove è partito l'attuale trend rialzista a 1.810.

Prime barriere di forte valenza in area 2.570

Primi supporti in area 2.405-2.403 e successivi a 2.398. test di forte valenza a 2.352 e 2.322-2.316. Ulteriori rilevanti a 2.257 e 2.233-2.214.

S&P500 – grafico settimanale



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Stoxx 600

Lo Stoxx600 perde forza relativa nel breve anche se rimbalza dai minimi di periodo segnati a inizio luglio e posti a 378. La prima barriera di forte valenza è individuabile a 386-387, in corrispondenza sia del livello statico rappresentato dal massimo di metà mese che dalla trend line ribassista proveniente dai massimi a 393. Le successive resistenze rilevanti si trovano a 396,5 e le successive a 399-400, con target rilevanti a 404,5. Sopra tale area l'indice riproporrebbe le resistenze a 409-410, massimi di luglio 2015. Stazionamenti superiori a tali livelli favorirebbero allunghi verso 412-415, massimi di aprile 2015.

Sul fronte opposto, i primi livelli supportivi sono individuabili a 378 e 376 per poi scendere a 373-372, livelli di forte valenza. Successivi test si trovano in area 368-367, il cui cedimento riproporrebbe la zona a 361-360 e 358-355. Ulteriori obiettivi a 333-332 e a 329-327 e 318. L'eventuale cedimento di 315-312 riproporrebbe il test intermedio a 308 con successivi obiettivi sul doppio minimo di ottobre 2014 e febbraio 2016 posto a 302.

**Prime barriere a 386-387.
Resistenze di rilievo 399-400
con successivi obiettivi a 404,5
e 409-410**

**Primi test a 378 e 376
successivi di forte valenza a
372-368, per poi intercettare
360-355**



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

FTSE MIB

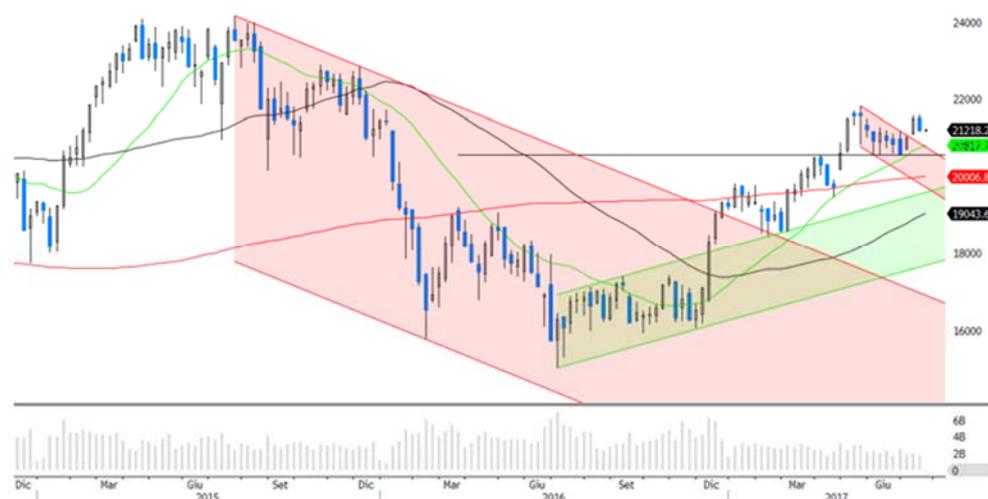
Il FTSE MIB negli ultimi due mesi staziona in un trading range compreso tra 20.540 e 21.828 e prime barriere intermedie individuabili in area 21.592. L'eventuale superamento di 21.828 rafforzerebbe ulteriormente l'indice con successivi obiettivi a 21.998-22.218. Solo il superamento di tale barriera fornirebbe nuova forza verso 22.740-22.809 e successiva 23.495 e a 23.992.

Barriere rilevanti a 21.828 e successive a 21.998-22.218

Di contro, i primi supporti all'interno del trading range sono individuabili in area 21.078 e 20.703 con successivi obiettivi a 20.619-20.581, il cui cedimento riproporrebbe l'area posta a 20.540. L'eventuale perdita di quest'area indebolirebbe la grafica nel breve con primi obiettivi a 20.177, gap rialzista apertosi dopo le elezioni francesi, e 19.931-19.925. I successivi target si trovano in area 19.492-19.442 per poi testare la zona posta a 19.350-19.336 e l'area posta a 19.028. L'eventuale cedimento di quest'ultima riproporrebbe i test in area 18.535-18.424 e successivamente 18.292-18.238, per poi scendere a 18.131 e andare a intercettare il gap giornaliero di accelerazione lasciato aperto tra 17.859-17.757. Negatività sotto questi livelli con obiettivi a 17.426 e 17.042.

Test intermedi a 21.078 e 20.703, livelli rilevanti a 20.540

FTSE MIB – grafico settimanale



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Cambio EUR/USD

Prosegue la forza dell'euro con il cambio contro dollaro che registra un nuovo massimo degli ultimi due anni a 1,1684. Al momento, la valuta unica incontra una prima importante barriera statica posta a 1,172, il cui eventuale superamento aprirebbero spazi verso 1,2 e 1,222.

Barriere rilevanti a 1,172 e successive a 1,20 e 1,222

Di contro, i primi supporti sono individuabili in area 1,147-1,145 con successivi obiettivi posti a 1,138-1,137. Il cedimento di tali livelli condurrebbe all'area di maggior rilevanza posta a 1,131-1,129 con successivi obiettivi a 1,11-1,105. L'eventuale perdita di quest'ultimo confermato dal cedimento di 1,09, riproporrebbe l'area supportiva posta a 1,053-1,052, mentre sotto 1,049 si riaprirebbero spazi verso 1,045 per poi scendere verso 1,034. Stazionamenti sotto questi livelli riproporrebbero dapprima i supporti posti in area 1,02 e i successivi a 1-0,992.

Supporti in area 1,147-1,145 e 1,131-1,129



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Titoli Euro Stoxx50 e FTSE MIB

Performance e multipli dei titoli dell'Eurostoxx50 (€)									
	Paese	Valore	Market Cap. (€ mln)	Var. 1M (%)	Var. 6M (%)	Var. YTD (%)	P/E 2017E	Var. % EPS 2017E	Net Div Yield 2017E (%)
Euro Stoxx	Area euro	379,90	6.167.121	-1,43	7,79	8,46	15,35	25,19	3,15
Alimentari	Area euro	600,29	341.826	-3,30	8,37	7,75	22,51	21,17	2,53
Unilever	Paesi Bassi	49,89	85.548	-0,48	28,07	27,55	22,65	16,79	2,88
Danone	Francia	65,93	44.220	-3,81	11,27	9,52	19,03	11,92	2,76
Pernod Ricard	Francia	116,85	31.015	-5,58	8,60	13,50	20,71	8,37	1,75
Heineken	Paesi Bassi	88,01	50.694	-0,40	23,61	23,51	22,52	6,47	1,64
Assicurazioni	Area euro	263,28	255.756	2,09	7,99	6,79	11,16	0,93	4,87
Allianz	Germania	178,95	80.443	1,76	12,37	13,98	11,42	4,15	4,44
ING	Paesi Bassi	15,52	60.281	2,78	16,09	16,04	12,00	5,76	4,48
AXA	Francia	24,89	60.421	2,53	7,73	3,75	10,18	4,50	4,91
Assicurazioni Generali	Italia	15,22	23.771	5,40	11,01	7,79	10,30	7,09	5,49
Muenchener Rueck	Germania	179,65	27.851	0,50	2,07	ND	11,96	-6,75	4,88
Auto e componenti	Area euro	539,92	247.312	1,39	1,35	3,57	8,06	26,37	3,43
Daimler	Germania	63,90	68.363	-2,55	-9,54	-9,64	7,04	11,16	5,44
Volkswagen	Germania	142,95	72.398	8,34	-3,54	7,20	6,01	126,12	2,43
Renault	Francia	83,37	24.654	1,55	-3,02	-1,35	5,55	19,49	4,09
BMW	Germania	83,37	54.211	-0,33	-4,34	-6,06	7,76	3,20	4,38
Peugeot	Francia	19,05	17.237	5,80	11,99	22,94	8,57	15,15	2,92
Banche	Area euro	134,08	553.825	3,69	12,12	13,95	12,48	High	3,77
Banco Santander	Spagna	5,72	91.752	-0,71	13,30	17,27	12,50	6,44	3,67
BNP Paribas	Francia	64,29	80.262	2,78	7,04	6,18	10,64	0,67	4,47
Banco Bilbao Vizcaya	Cile	7,53	50.209	2,56	23,00	17,40	11,86	26,97	3,23
Société Générale	Francia	48,10	38.847	2,66	4,92	2,89	10,77	1,25	4,56
Deutsche Bank	Germania	15,84	32.738	4,11	-1,73	2,89	12,23	8,40	0,87
Commerzbank	Germania	10,56	13.219	12,01	30,94	45,67	26,78	79,12	0,00
Beni personali e per la casa	Area euro	823,36	309.583	-1,95	15,65	16,74	23,42	15,58	2,07
Philips	Paesi Bassi	31,35	29.498	-6,19	12,29	8,10	18,13	15,11	2,63
LVMH	Francia	222,30	112.845	-4,35	16,42	22,55	23,26	20,10	2,04
L'Oreal	Francia	184,60	103.193	-3,48	8,56	6,46	26,72	7,52	1,94
Adidas	Germania	179,75	37.607	4,51	18,10	19,71	28,94	24,48	1,34
Retail	Area euro	499,68	119.065	-0,68	4,15	4,87	19,56	13,87	2,68
Carrefour	Francia	21,31	16.508	-5,71	-9,74	-6,90	13,94	7,62	3,53
Inditex	Spagna	34,17	106.480	-2,82	10,21	5,35	29,09	15,71	2,27
Metro	Germania	9,80	3.202	8,82	-2,50	-1,43	4,70	8,55	10,78
Chimici	Area euro	1.056,69	335.307	-4,67	4,34	5,79	16,57	8,49	2,78
Bayer	Germania	112,05	92.660	-8,00	9,32	13,03	14,70	4,11	2,52
BASF	Germania	81,79	75.122	-5,50	-9,04	-7,38	14,67	17,57	3,83
Air Liquide	Francia	108,45	42.103	-3,81	5,24	2,65	20,42	5,65	2,53
Akzo Nobel	Paesi Bassi	77,75	19.607	-0,73	23,30	30,91	17,79	5,47	3,59

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	379,90	6.167.121	-1,43	7,79	8,46	15,35	25,19	3,15
Costruzioni e Materiali	Area euro	443,13	184.376	-3,32	7,14	8,75	16,96	14,50	2,78
Saint Gobain	Francia	47,56	26.648	-1,61	2,27	7,47	15,96	19,28	2,72
Bouygues	Francia	37,17	13.281	-5,84	6,28	9,18	16,25	6,97	4,33
Acciona	Spagna	78,76	4.510	-6,72	7,85	12,63	17,86	-29,10	3,77
Petrolio & Gas	Area euro	291,56	196.548	-1,58	-9,30	-10,02	13,91	36,69	4,92
Total	Francia	43,35	108.393	-2,72	-9,91	-11,03	12,69	8,52	5,40
ENI	Italia	13,15	47.790	-3,52	-15,43	-15,00	22,57	High	6,10
Repsol	Spagna	13,85	21.147	0,54	-2,47	3,17	10,14	5,49	5,70
Farmaceutici	Area euro	889,67	360.390	-5,26	9,17	8,77	18,58	4,74	2,23
Sanofi-Aventis	Francia	82,77	104.353	-4,66	9,46	7,63	14,46	3,02	3,69
Merck	Germania	100,65	43.760	-7,11	-2,00	1,51	15,92	2,17	1,29
Beni e servizi Industriali	Area euro	780,13	672.574	-2,02	9,42	10,70	18,41	14,14	2,61
Siemens	Germania	118,10	100.385	-5,63	0,94	1,11	14,87	14,65	3,24
Schneider Electric	Francia	67,58	40.322	-1,87	0,04	2,22	17,26	13,73	3,21
Alstom	Francia	30,42	6.696	-3,64	18,39	16,20	19,32	23,17	1,36
Deutsche Post	Germania	33,53	40.687	2,60	6,38	7,33	15,02	3,86	3,31
ThyssenKrupp	Germania	26,01	14.717	9,75	8,35	14,86	23,36	89,37	0,82
Vallourec	Francia	5,58	2.516	6,94	-17,98	-14,89	ND	High	-
Thales	Francia	94,24	19.951	-5,02	5,86	2,29	19,52	13,94	1,97
Risorse di base	Area euro	238,11	117.736	7,32	-0,26	4,03	13,22	35,53	2,68
ArcelorMittal (Ex Usinor)	Francia	22,09	22.574	23,86	-3,81	4,95	9,24	36,51	1,11
Stora Enso	Finlandia	11,85	9.361	-1,74	10,44	16,06	15,35	30,86	3,30
Acerinox	Spagna	11,52	3.179	1,01	-8,83	-8,65	14,32	High	3,97
Media	Area euro	229,84	152.462	-5,00	5,41	4,39	18,17	13,13	3,37
Vivendi	Francia	19,88	25.592	-3,80	11,78	10,11	29,20	13,38	2,24
Reed Elsevier	Paesi Bassi	17,81	18.109	-5,39	15,42	11,38	18,87	8,73	2,61
Lagardere	Francia	27,48	3.604	-2,90	11,14	4,11	14,44	2,61	4,79
Mediaset	Italia	3,33	3.929	-4,97	-22,07	-19,08	24,82	High	2,58
Turismo e tempo libero	Area euro	226,81	72.409	-6,49	8,78	8,33	15,25	2,70	1,93
Accor	Francia	41,40	11.954	-0,13	8,63	16,84	22,64	3,84	2,54
Sodexo	Francia	101,80	15.355	-15,52	-1,07	-6,78	19,43	12,66	2,56
Air France	Francia	12,37	3.712	13,34	149,14	138,98	5,90	13,92	0,21
Deutsche Lufthansa	Germania	19,06	8.963	2,50	57,39	55,34	6,34	-21,08	3,07

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	379,90	6.167.121	-1,43	7,79	8,46	15,35	25,19	3,15
Servizi finanziari	Area euro	411,19	77.595	-2,32	15,09	16,12	17,57	37,98	2,94
Deutsche Boerse	Germania	93,50	18.046	-4,25	23,01	22,35	19,28	14,82	2,67
Unibail-Rodamco	Francia	218,15	21.786	-6,13	1,92	-3,79	10,16	-11,14	4,92
Tecnologici	Area euro	475,10	333.279	-0,25	14,71	16,06	21,97	25,98	1,54
Nokia	Finlandia	5,40	31.516	-6,66	21,24	17,70	23,01	7,85	3,34
SAP	Germania	91,11	111.929	-3,94	8,72	10,02	21,90	7,76	1,46
ASML Holding	Paesi Bassi	132,10	56.996	13,73	15,83	23,86	30,63	25,59	1,00
STMicroelectronics	Svizzera	14,17	12.898	3,89	30,55	31,46	21,32	159,79	1,46
Infineon Technologies	Germania	19,44	22.069	-1,84	18,07	17,72	22,62	16,87	1,25
Telecom	Area euro	343,10	259.504	-2,93	0,92	2,81	16,37	25,98	3,75
Telefónica	Spagna	9,39	47.280	-2,09	3,29	6,41	12,70	75,88	4,29
France Telecom	Francia	14,38	38.238	-0,28	-3,30	-0,42	13,80	14,99	4,56
Deutsche Telekom	Germania	15,74	74.922	-6,28	-4,20	-3,79	17,90	-1,26	4,16
Telecom Italia	Italia	0,82	16.303	-1,57	-3,55	-2,51	10,80	-6,95	0,13
Utility	Area euro	276,12	337.319	-3,89	14,41	12,93	14,36	10,71	4,66
E.On	Germania	8,46	18.621	-6,64	14,99	26,27	13,20	39,35	3,63
Iberdrola	Spagna	6,87	42.894	-4,01	14,43	10,27	15,92	3,77	4,75
RWE	Germania	17,65	10.673	-11,13	38,39	49,34	10,19	37,96	2,78
Enel	Italia	4,92	50.020	0,57	18,84	17,48	13,90	36,16	4,52
Electricité de France	Francia	8,82	25.461	-11,91	-0,54	-1,76	15,07	-63,18	4,34

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 EPS	Var. % 2017E	Net Div Yield 2017E (%)
A2A	Elettricità	1,433	4.489	-4,66	10,32	16,50	12,69	11,45	4,20
Assicurazioni Generali	Assicurazioni	15,22	23.771	5,40	11,01	7,79	10,30	7,09	5,49
Atlantia	Trasporti	25,8	21.305	0,62	17,38	15,90	18,15	6,75	4,14
Azimut Holding	Asset Management	17,97	2.574	0,22	3,10	13,30	13,98	15,19	6,15
Banca Generali	Banche	28,14	3.288	5,79	17,74	24,18	17,18	20,48	4,35
Banca Mediolanum	Banche	7,32	5.415	0,41	-0,75	7,17	14,22	-3,61	4,79
Banco BPM	Banche	3,11	4.712	14,09	7,24	35,69	24,12	High	1,10
Banca Popolare Emilia R.	Banche	4,85	2.334	18,47	-15,58	-4,15	14,02	High	1,89
Brembo	Componenti Auto	13,57	4.531	1,80	11,32	18,00	17,23	8,93	1,62
Buzzi Unicem	Materiali e finiture	22,29	4.187	-0,49	-4,38	-0,98	16,84	84,36	0,91
CNH Industrial	Industriali	10,17	13.881	-1,83	17,91	23,05	26,04	20,60	1,19
Davide Campari	Industriali	6,21	7.214	-1,04	30,67	33,69	27,75	31,66	0,85
Enel	Elettricità	4,92	50.020	0,57	18,84	17,48	13,90	36,16	4,52
ENI	Petrolio & Gas	13,15	47.790	-3,52	-15,43	-15,00	22,57	High	6,10
EXOR	Servizi Finanziari	49,84	12.011	-1,60	19,69	21,62	10,24	65,20	0,75
Ferrari	Auto	85,7	16.191	7,39	52,09	54,97	32,91	20,22	0,89
FCA	Auto	10,3	19.950	8,30	10,03	19,36	5,11	38,49	0,07
FinecoBank	Banche	7,2	4.376	1,84	28,11	35,08	20,52	6,10	3,94
Intesa Sanpaolo	Banche	2,868	47.979	13,18	16,11	18,22	14,25	23,47	7,12
Italgas	Gas	4,68	3.787	0,52	22,64	25,20	14,07	20,27	4,46
Leonardo Finmeccanica	Difesa	15,3	8.846	0,99	17,69	14,69	14,25	1,64	1,11
Luxottica	Abbigliamento & Accessori	52,05	25.241	-4,23	1,56	1,86	26,72	7,32	1,89
Mediaset	Media	3,326	3.929	-4,97	-22,07	-19,08	24,82	High	2,58
Mediobanca	Banche	8,785	7.742	4,65	10,50	13,28	11,59	11,26	3,72
Moncler	Abbigliamento	21,46	5.456	-0,92	19,22	29,82	22,52	17,15	1,03
Poste Italiane	Assicurazioni	5,965	7.791	-1,57	-1,97	-5,39	9,96	27,09	6,86
Prysmian	Industriali	26,83	5.815	3,23	10,46	9,96	17,49	14,03	1,76
Recordati	Farmaceutico	36,48	7.629	-1,51	33,77	35,51	26,75	18,16	2,16
Saipem	Servizi petroliferi	3,392	3.430	4,89	-32,43	-36,60	17,56	High	0,14
Salvatore Ferragamo	Abbigliamento	24,58	4.149	-2,85	-2,77	9,59	22,97	-8,02	1,93
Snam Rete Gas	Gas	3,96	13.863	-3,65	5,49	1,18	14,99	9,34	5,55
STMicroelectronics	Semiconduttori	14,15	12.898	3,89	30,41	31,02	20,64	High	1,51
Telecom Italia	Telecom	0,816	16.303	-1,57	-3,55	-2,51	10,80	-6,95	0,13
Tenaris	Acciaio	13,97	16.492	3,25	-17,97	-17,68	59,60	High	2,47
Terna	Elettricità	4,868	9.785	-2,56	12,95	11,86	14,39	7,36	4,44
UniCredit	Banche	16,85	37.518	7,94	25,01	23,00	14,82	High	1,68
UBI Banca	Banche	3,874	4.433	9,00	13,54	55,61	19,56	High	2,62
Unipol Gruppo Finanziario	Assicurazioni	3,866	2.774	7,09	9,83	12,91	9,26	-11,71	4,81
UnipolSAI	Assicurazioni	1,925	5.447	-1,43	-4,42	-5,17	11,58	-6,23	6,28
Yoox-Net-a-Porter	Abbigliamento	26,17	3.504	10,61	1,04	-2,86	88,24	17,27	0,00

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

Glossario

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

Avvertenza generale

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

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

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

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

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters, FactSet 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 14.06.2017.

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/chiamo/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
A2A	Neutrale	25/07/2017
A2A	Neutrale	28/04/2017
A2A	Neutrale	21/12/2016
A2A	Moderatamente Positiva	29/09/2016
Astaldi	Neutrale	25/07/2017
Astaldi	Neutrale	30/03/2017
Astaldi	Neutrale	29/09/2016
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
Banco BPM	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Banco BPM	Moderatamente Positiva	31/01/2017
BMW	Moderatamente Positiva	23/12/2016
ENI	Moderatamente Positiva	18/05/2017
ENI	Moderatamente Positiva	30/03/2017
ENI	Moderatamente Positiva	23/01/2017
ENI	Moderatamente Positiva	21/12/2016
ENI	Neutrale	28/10/2016
ENI	Neutrale	29/09/2016
Mediobanca	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Mediobanca	Moderatamente Positiva	24/02/2017
Mediobanca	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Mediobanca	Moderatamente Positiva	28/10/2016
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	14/06/2017
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	24/02/2017
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	21/12/2016
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	03/08/2016
Sanofi	Moderatamente Positiva	29/09/2016
UniCredit	Moderatamente Positiva	25/07/2017
UniCredit	Moderatamente Positiva	14/06/2017
UniCredit	Moderatamente Positiva	10/02/2017
UniCredit	Moderatamente Positiva	31/01/2017
UniCredit	Moderatamente Positiva	21/12/2016
UniCredit	Neutrale	30/11/2016
Unione Banche Italiane (UBI Banca)	Moderatamente Positiva	25/07/2017
Unione Banche Italiane (UBI Banca)	Moderatamente Positiva	14/06/2017
Unione Banche Italiane (UBI Banca)	Moderatamente Positiva	28/04/2017
Unione Banche Italiane (UBI Banca)	Moderatamente Positiva	31/01/2017
Unione Banche Italiane (UBI Banca)	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Unipol Gruppo Finanziario	Moderatamente Positiva	25/07/2017
Unipol Gruppo Finanziario	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Unipol Gruppo Finanziario	Moderatamente Positiva	31/01/2017
Unipol Gruppo Finanziario	Moderatamente Positiva	29/09/2016
Unipol SAI (Fondiarìa-SAI)	Neutrale	25/07/2017
Unipol SAI (Fondiarìa-SAI)	Neutrale	18/05/2017
Unipol SAI (Fondiarìa-SAI)	Neutrale	24/02/2017
Unipol SAI (Fondiarìa-SAI)	Neutrale	30/11/2016
YOOX Net-A-Porter	Moderatamente Positiva	25/07/2017
YOOX Net-A-Porter	Moderatamente Positiva	24/02/2017
YOOX Net-A-Porter	Moderatamente Positiva	28/10/2016

Distribuzione dei rating/rapporti bancari (giugno 2017)					
Numero di società coperte: 53	POSITIVO	MODERATAMENTE POSITIVO	NEUTRALE	MODERATAMENTE NEGATIVO	NEGATIVO
Distribuz. Copertura Desk Retail con riferimento all'ultima raccomandazione	0%	66%	34%	-	0%
Clienti Intesa Sanpaolo *	0%	46%	44%	-	0%

Nota: * Società alle quali Intesa Sanpaolo o altre società del Gruppo hanno fornito servizi di Corporate e Investment Banking negli ultimi 12 mesi; in questo caso la percentuale indica quante società (sulle quali il Desk Retail Research ha un giudizio) sono anche clienti del Gruppo.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi
Fulvia Risso
Cecilia Barazzetta

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Monica Bosi, Maria Giovanna Cerini