

## AXA

In un contesto di riferimento difficile con tassi di interesse particolarmente compressi, il Gruppo ha adottato strategie per efficientare i costi e di conseguenza migliorare la marginalità, superando puntualmente gli obiettivi indicati. La remunerazione interessante del dividendo, P/E contenuti e a sconto rispetto ai concorrenti, utili stimati in crescita, indici di solvibilità adeguati, in un quadro macro in miglioramento, rendono il titolo interessante.

AXA SA è un gruppo assicurativo internazionale, che opera nei tradizionali business Vita (Life & Savings) e Danni (Property & Casualty), oltre che nel segmento Asset Management e Bancario. Con 165.000 dipendenti, AXA opera in 64 paesi di riferimento con 107 milioni di clienti fra privati e aziende. Il Gruppo vanta un'esposizione sul Vita pari al 62,5% e sul Danni pari al 32,1%, mentre l'Asset Management è pari al 3,6%. Nel 2016 ha generato il 69,3% dei ricavi in Europa occidentale, di cui 23,9% in Francia, seguiti dal 18,1% derivante dalle attività nelle Americhe e dal 10,6% nell'area Asia/Pacifico, con il solo Giappone che ha generato ricavi pari al 5,2% del totale.

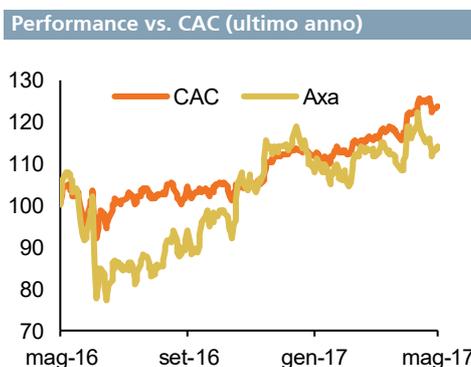
Relativamente all'intero esercizio 2016, per la prima volta i ricavi hanno superato i 100 mld di euro, in aumento dell'1,2%. Nel Ramo Vita, la Nuova produzione ha raggiunto i 2,6 mld di euro, battendo le stime di consenso. L'utile netto è stato pari a 5,83 mld di euro, in crescita del 3,8% ma leggermente sotto le attese, e il risultato operativo è salito del 3% a 5,7 mld di euro. L'indice di Solvency II è calato di 8 punti al 197%, dopo aver raggiunto il 205% nel 2015. Il dividendo proposto è pari a 1,16 euro per azione, in aumento del 5% con un *pay-out* del 48%. Il management ha commentato che i risultati sono in linea con gli obiettivi del piano Ambition 2020.

Il piano industriale denominato Ambition 2020 e presentato lo scorso anno prevede fra i vari punti: una crescita dell'utile underlying a un tasso medio annuo compreso tra il 3 e il 7%; flussi di cassa operativi cumulati per l'intero periodo 2016-2020 compresi tra 28 e 32 mld di euro; un ROE tra il 12 e il 14% per l'intero periodo di copertura del piano; un coefficiente di Solvency II tra il 170% e il 230%; un *combined ratio* Danni al 94-95% nel 2020 con un tasso di sinistralità del 70%; e un incremento del risultato operativo in Asia tra il 10 e il 12%.

Sui fondamentali, AXA presenta un rapporto multipli/crescite favorevole: il titolo tratta infatti a valori di P/E a sconto sia rispetto alla media degli altri principali competitor che a quella dell'intero settore europeo, a fronte di una crescita degli utili per l'anno in corso migliore dei competitor e solo leggermente inferiore alla media per il 2018, in seguito a confronti decisamente favorevoli per i concorrenti, che in alcuni casi registrano un calo degli utili nell'esercizio corrente. Assegniamo ad AXA un giudizio Moderatamente Positivo.

| Scheda società                 |              |
|--------------------------------|--------------|
| <b>Dati società</b>            |              |
| N. azioni ordinarie (mln)      | 2.426,5      |
| Prezzo (euro)                  | 24,03        |
| <b>Dati Mercato</b>            |              |
| Capitalizzazione (mln di euro) | 58.089       |
| Max-Min a 12 mesi (euro)       | 25,80-16,11  |
| <b>Altre informazioni</b>      |              |
| Settore                        | Assicurativo |
| <b>Rendimento</b>              |              |
| Ultimo dividendo (euro)        | 1,16         |
| Rendimento dividendo (%)       | 4,83         |

Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

26 maggio 2017

9:45 CET

Data e ora di chiusura

26 maggio 2017

9:55 CET

Data e ora di prima diffusione

Azioni

Inizio copertura

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori  
privati e PMI

Laura Carozza  
Analista Finanziario

Piero Toia  
Analista Finanziario

|     | Performance % |              |
|-----|---------------|--------------|
|     | Assoluta      | Relativa CAC |
| 1m  | 2,27 1m       | -3,44        |
| 3m  | 6,32 3m       | -3,02        |
| 12m | 13,96 12m     | -9,69        |

Fonte: Bloomberg

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 23.05.2017.

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

## Profilo societario

### Descrizione attività

AXA SA è un gruppo assicurativo internazionale, nato nel 1817 con la denominazione di Mutuelle de l'Assurance, e con sede in Parigi (Francia). Il Gruppo opera nei tradizionali business Vita (Life & Savings) e Danni (Property & Casualty) con prodotti assicurativi sia a clienti privati che aziende. A queste attività si affiancano anche quelle di Asset Management e quelle Bancarie. Con 165.000 dipendenti, AXA ha una presenza geografica diversificata nei mercati (64 paesi di riferimento), con operazioni concentrate in Europa, Nord America e Asia Pacifico. Inoltre, il Gruppo può contare su un portafoglio complessivo composto da 107 milioni di clienti.

**AXA: principale player assicurativo a livello europeo e internazionale**

Localizzazione geografica di AXA



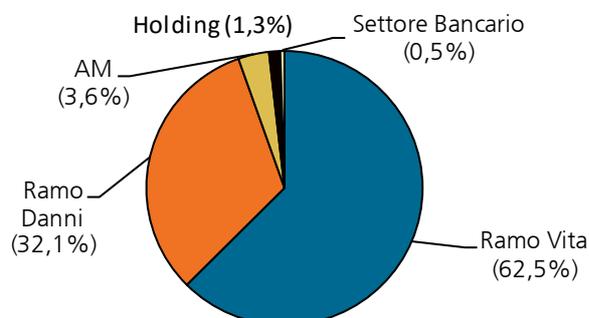
In azzurro vengono riportati i Paesi in cui opera AXA

Fonte: website AXA SA

AXA vanta un'esposizione sul Vita pari al 62,5%, sul Danni al 32,1% e sull'Asset Management al 3,6%. Nel 2016, il Gruppo ha generato il 69,3% dei ricavi in Europa, di cui 23,9% in Francia, seguiti dal 18,1% derivante dalle attività nelle Americhe e dal 10,6% nell'area Asia/Pacifico, con il solo Giappone che ha generato ricavi pari al 5,2% del totale. A livello di singoli Paesi, la Francia si conferma come il mercato di riferimento principale, seguita dagli Stati Uniti con un peso del fatturato sul dato complessivo pari al 14,3%. Germania e Svizzera rappresentano altri due Paesi con un peso percentuale sui ricavi totali a doppia cifra, rispettivamente pari al 10,7% e al 10,1% (dati riferiti al 2016 – Fonte: FactSet).

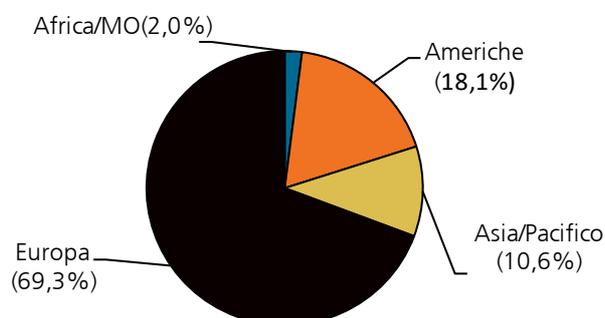
**Elevata esposizione sul Ramo Vita e a livello europeo**

Segmenti di business ricavi 2016



Fonte: Bloomberg

Spaccato geografico ricavi 2016



Fonte: FactSet

L'azionariato di AXA risulta in mano quasi esclusivamente al mercato, con il 50,21% del capitale in capo a investitori istituzionali e con solamente il 25,42% concentrato nei primi 10 azionisti. Il 6,01% è rappresentato da azioni proprie, mentre la restante quota del 43,78% è posseduta da investitori indistinti. Il principale azionista è rappresentato da Mutuelles AXA, che detiene il 14,13%.

Il titolo AXA risulta quotato sulla Borsa di Parigi e inserito nell'indice CAC40, con un peso di circa il 5%. Il titolo fa parte anche dell'Eurostoxx50 con un peso pari al 2%.

## Strategie future:

Lo scorso anno AXA ha presentato il nuovo piano industriale denominato Ambition 2020, che prevede in termini di grandezze finanziarie:

- una crescita dell'utile a un tasso medio annuo compreso tra il 3 e il 7%;
- flussi di cassa operativi cumulati per l'intero periodo 2016-2020 compresi tra 28 e 32 mld di euro;
- un ROE tra il 12 e il 14% per l'intero periodo di copertura del piano;
- un coefficiente di Solvency II tra il 170% e il 230%;
- un *combined ratio* Danni al 94-95% nel 2020 con un tasso di sinistralità del 70%, una crescita del 3-5% del valore della nuova produzione dell'attività "risparmio" sui mercati maturi, una crescita del 3-5% l'anno dei premi dell'attività "salute", un tasso di sinistralità dell'attività "previdenza e salute" dell'80%, un aumento della raccolta premi danni dalle imprese compreso tra il 3 e il 5% e un incremento del risultato operativo in Asia tra il 10 e il 12%.

Il Gruppo stima anche di destinare circa 1 mld di euro all'anno per fusioni e acquisizioni, operazioni considerate strategiche per un obiettivo di crescita sostenibile nei prossimi anni. Inoltre, sono previsti circa 3 mld di euro per investimenti per le attività di riorganizzazione del gruppo, inclusa una maggiore digitalizzazione. Sono previsti anche tagli per 2,1 mld di euro alle spese amministrative, costi di gestione delle richieste di risarcimenti e spese per l'acquisizione di polizze con un impatto stimato sulla crescita dell'utile per azione pari a circa il 3%. L'impatto in termini di miglioramento del margine tecnico è invece atteso nell'ordine del 2%.

Nel complesso, il nuovo piano si fonda su ipotesi prudenti in materia di tassi di interesse mercato, portando i valori contemplati a un livello inferiore a quelli previsti nel precedente piano 2011-15; in quest'ultimo, il ROE era atteso tra il 13 e il 15% e l'aumento dell'utile operativo risultava stimato tra il 5 e il 10%. Alla luce di tali considerazioni e soprattutto dell'esperienza positiva del precedente

**Ambition 2020: "focus e trasformazione" come priorità strategiche**

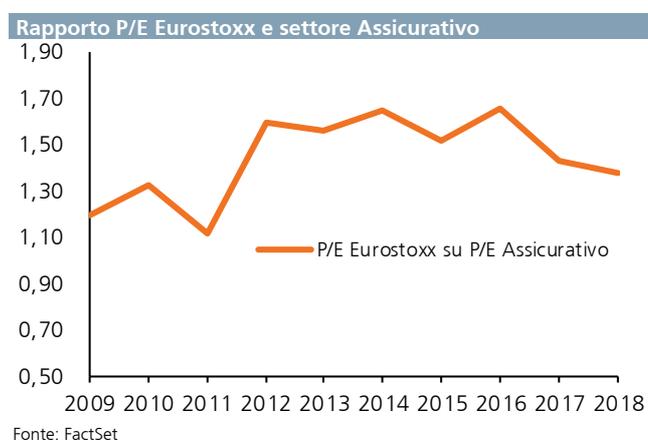
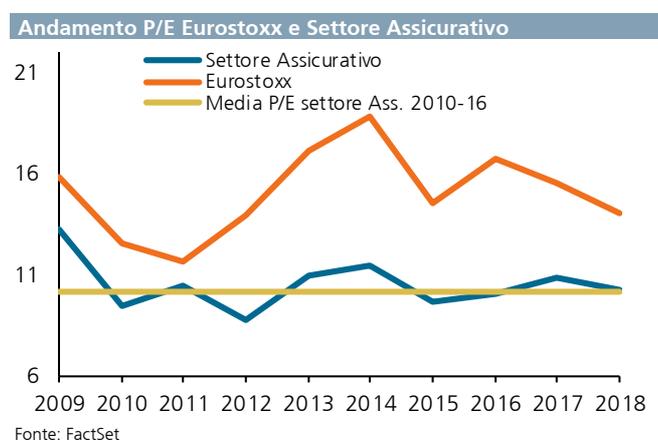
piano, ampiamente raggiunto dalla stessa AXA, è possibile stimare un analogo comportamento con l'ottenimento di risultati superiori a quelli attesi.

Inoltre, è da considerare positivo, in termini di accrescimento di valore, l'annuncio fatto dal management; AXA prevede di quotare negli USA, entro il 1° semestre 2018, le attività d'oltreoceano di assicurazione sulla Vita e Asset Management, con l'obiettivo di migliorare la posizione patrimoniale. Nel Paese nordamericano, AXA può contare su oltre 2,5 milioni di clienti nel ramo Vita e detiene una partecipazione del 64% in Alliance Bernstein, che a fine marzo scorso vantava 498 mld di asset in gestione.

## Settore di riferimento

Da inizio anno l'indice assicurativo europeo ha realizzato una performance positiva pari al 3,01%, sottoperformando però il benchmark di riferimento (Eurostoxx), che presenta un guadagno del 10,45%. Il settore risente infatti del contesto ancora caratterizzato da bassi tassi di interesse, che comprimono notevolmente i rendimenti finanziari in particolare nel comparto Vita. Tale situazione sembra condurre il consenso a stimare crescite degli utili sostanzialmente flat per l'esercizio in corso, per poi registrare un miglioramento, seppur ancora a singola cifra, per il 2018. D'altro canto, il mantenimento di misure espansive non convenzionali, rappresentate dagli acquisti di titoli da parte della BCE, dovrebbe continuare a garantire una migliore valorizzazione dei portafogli delle compagnie assicurative europee, dato l'elevato peso sui titoli governativi.

**Il settore Assicurativo risente del contesto di bassi tassi di interesse ma quota a multipli di P/E e P/BV a sconto**



Il comparto può contare comunque su P/E ancora a sconto rispetto a quelli dell'Eurostoxx e sostanzialmente in linea con la media storica del periodo 2010-16 (grafico sovrastante a sinistra). Il raffronto comparativo fra i P/E dell'Eurostoxx e quelli dell'Assicurativo (grafico sovrastante a destra) evidenzia ancora una migliore valutazione per il comparto, con il divario fra i multipli che si conferma a favore dell'Assicurativo. Valutazioni interessanti sono espresse anche in termini di multipli di P/BV, con l'indice settoriale assicurativo che quota a sconto in confronti con i valori dell'Eurostoxx sia per quanto riguarda l'esercizio corrente che per il 2018. Il comparto risulta attraente anche per quanto riguarda la redditività del capitale proprio, con il ROE stimato dal consenso che risulta pari all'8,35% per il 2017, rispetto al 7,95% del benchmark europeo, mentre i valori sostanzialmente si allineano per quanto riguarda l'esercizio successivo. Inoltre, il ritorno sul capitale dovrebbe rappresentare un importante appeal: i programmi di acquisto di azioni proprie e una interessante distribuzione dei dividendi premiano ancora il comparto Assicurativo. Il consenso stima un *dividend yield* pari al 5,1% per il biennio 2017-18, che rappresenta il più elevato a livello europeo. L'introduzione della Solvency II conduce a un'armonizzazione delle regole per l'intero settore europeo, con l'applicazione di norme univoche in tutti i paesi con l'obiettivo di creare una maggiore stabilità finanziaria. Sotto questo aspetto, il comparto europeo risulta caratterizzato da un livello di solvibilità rassicurante soprattutto per quanto riguarda le compagnie assicurative di maggiori dimensioni. Per quanto riguarda invece i gruppi con una solvibilità più contenuta, il contesto di bassi tassi di interesse e le nuove regole in termini di patrimonializzazione potrebbero portare a cercare alleanze o fusioni con altri operatori per creare la necessaria dimensione e restare operativi nel contesto di mercato.

## Punti di forza / opportunità – Punti di debolezza / Rischi

### Punti di forza

AXA può contare su un elevato standing a livello sia europeo che internazionale. A questo si aggiungono la capacità del management di superare i target indicati nel nuovo piano industriale, così come accaduto col precedente, oltre alle aspettative di miglioramento dei risultati del Ramo Vita, che rappresenta una parte significativa dell'intero business del Gruppo. Infine, AXA garantisce un'interessante remunerazione cedolare, con miglioramenti attesi anche per i prossimi esercizi.

### Punti di debolezza / Rischi

Il contesto di mercato caratterizzato ancora da bassi tassi di interesse rappresenta il principale elemento di debolezza, dal momento che influisce notevolmente sui rendimenti finanziari del comparto Vita con impatti sugli utili futuri; AXA ha infatti stimato che reinvestimenti degli asset finanziari a rendimenti più contenuti dovrebbero comportare una riduzione degli utili intorno al 5% per anno, in uno scenario di tassi *risk-free* in Germania intorno allo 0% e negli USA al 2%. Altro fattore di debolezza è legato a uno scenario macroeconomico di crescita più lenta delle attese, a cui si aggiunge un quadro regolamentare di settore più sfidante con impatti sulla redditività e sulle richieste di capitale. Infine, occorre considerare anche un rischio di *execution* degli obiettivi indicati nel nuovo piano strategico Ambition 2020.

## Dati di bilancio

### Risultati 2016

Relativamente all'intero esercizio 2016, per la prima volta i ricavi hanno superato i 100 mld di euro attestandosi a 100,2 mld, in aumento del 2,1% rispetto al 2015. Nel Ramo Vita, la Nuova produzione ha raggiunto i 2,6 mld di euro, battendo le stime di consenso. L'utile netto è stato pari a 5,83 mld di euro, in crescita del 3,8% ma leggermente sotto le attese, e il risultato operativo è salito del 3% a 5,7 mld di euro. L'indice di Solvency II è calato di 8 punti al 197%, dopo aver raggiunto il 205% nel 2015. Il dividendo proposto è stato pari a 1,16 euro per azione, in aumento del 5% con un *pay-out* del 48%. Il management ha commentato che i risultati sono in linea con gli obiettivi del piano Ambition 2020.

Risultati 2016 in linea con il piano strategico

| Conto economico             |               |                |             |
|-----------------------------|---------------|----------------|-------------|
| Mln euro                    | 2015          | 2016           | Var. %      |
| Premi lordi incassati       | 91.730        | 94.220         | 2,71        |
| <b>Ricavi lordi totali</b>  | <b>98.080</b> | <b>100.115</b> | <b>2,07</b> |
| Ricavi complessivi          | 114.044       | 123.441        | 8,24        |
| Utile da attività operative | 8.184         | 7.949          | -2,87       |
| Utile netto rettificato     | 5.940         | 6.103          | 2,74        |
| <b>Utile netto</b>          | <b>5.617</b>  | <b>5.829</b>   | <b>3,77</b> |

Fonte: dati societari

| Conto economico 2016 con specifica delle singole divisioni |               |               |                  |                    |                |
|--|---------------|---------------|------------------|--------------------|----------------|
| Mln euro   | Ramo Vita     | Ramo Danni    | Asset Management | Divisione bancaria | Totale         |
| Premi lordi incassati                                      | 58.814        | 35.900        |                  |                    | 94.220         |
| Ricavi dall'attività bancaria                              |               |               |                  | 506                | 513            |
| Ricavi da altre attività                                   | 1.427         | 70            | 4.187            | 6                  | 5.164          |
| <b>Ricavi lordi totali</b>                                 | <b>60.459</b> | <b>35.970</b> | <b>4.187</b>     | <b>512</b>         | <b>100.115</b> |
| Ricavi complessivi   | 81.997        | 37.775        | 4.202            | 512                | 123.441        |
| Utile da attività operative                                | 4.249         | 3.449         | 969              | 99                 | 7.949          |
| Utile netto rettificato                                    | 3.757         | 2.688         | 416              | 78                 | 6.103          |
| <b>Utile netto</b>   | <b>3.196</b>  | <b>2.415</b>  | <b>474</b>       | <b>100</b>         | <b>5.829</b>   |

Fonte: dati societari

### Dati 1° trimestre 2017

AXA ha riportato, nel corso dei primi tre mesi dell'anno, ricavi leggermente inferiori alle attese e in flessione su base annua dello 0,1% (-0,3% a perimetro costante) a 31,6 mld di euro, risentendo di una minore performance del settore Vita. Il dato è leggermente inferiore alle stime di consenso che si attendeva 32,01 mld di euro.

Ricavi del 1° trimestre sostenuti soprattutto dalla divisione Asset Management

| Spaccato per singole divisioni dei ricavi del 1° trimestre |               |               |                          |                            |  |
|--|---------------|---------------|--------------------------|----------------------------|--|
| Mln euro   | 1° trim. 2016 | 1° trim. 2017 | Var. %<br>come riportato | Var. %<br>su basi omogenee |  |
| <b>Life &amp; Savings</b>                                  | <b>17.365</b> | <b>17.130</b> | <b>-1,35</b>             | <b>-2,50</b>               |  |
| Flussi netti   | 3.100         | 2.600         |                          |                            |  |
| APE  | 1.722         | 1.785         | 3,66                     | 1,30                       |  |
| NBV  | 656           | 694           | 5,79                     | 4,00                       |  |
| NBV margine (%)  | 38            | 39            |                          |                            |  |
| <b>Property &amp; Casualty</b>                             | <b>13.264</b> | <b>13.420</b> | <b>1,18</b>              | <b>2,10</b>                |  |
| <b>Asset Management</b>                                    | <b>883</b>    | <b>959</b>    | <b>8,61</b>              | <b>6,60</b>                |  |
| <b>Divisione bancaria</b>                                  | <b>145</b>    | <b>131</b>    | <b>-9,66</b>             | <b>-6,00</b>               |  |
| <b>Ricavi totali</b>                                       | <b>31.657</b> | <b>31.639</b> | <b>-0,06</b>             | <b>0,00</b>                |  |

Fonte: dati societari

Nello specifico, i ricavi del **Ramo Vita** hanno registrato una flessione dell'1,4% (-2,5% a perimetro costante), attestandosi a 17,13 mld di euro, con un contributo positivo derivante dal mercato USA (+11% e +7% a perimetro costante), a cui si aggiungono le crescite registrate nel Sudest asiatico

e in particolare in Cina (+21% e +18%). In Francia, mercato principale di riferimento per AXA, i ricavi del ramo Vita sono risultati *flat* rispetto all'analogo trimestre 2016, ma in crescita del 3% a perimetro costante. Di contro, flessioni accentuate sono state riportate in Spagna e Italia. Inoltre, il valore della nuova produzione è cresciuto del 5,8% a/a, con un miglioramento della marginalità al 38,9%, a un livello superiore rispetto ai precedenti trimestri e a quanto stimato dal consenso. Nel comparto Vita la nuova produzione in termini di Premi Anni Equivalenti (APE, che corrisponde alla somma dei premi annui di nuova produzione e a un decimo dei premi unici, al netto della quota di pertinenza di terzi) ha raggiunto 1,785 mld di euro, in aumento del 3,6% rispetto a 1,722 mld dell'anno precedente e a 1,766 mld attesi dal consenso. Il valore della nuova produzione (NBV, ovvero l'attualizzazione dei corrispondenti utili attesi, al netto del costo del capitale, alla data dell'emissione dei nuovi contratti) è salito a 694 mln, in aumento del 5,79% a/a.

Per quanto riguarda il **Ramo Danni**, i ricavi sono cresciuti dell'1,2% (+2,1% a perimetro costante), attestandosi a 13,42 mld di euro, battendo le stime di consenso ferme a 13,06 mld di euro; un contributo migliore è arrivato dalla clientela aziende (+3%), segnale di impatti positivi derivanti dalle condizioni economiche congiunturali. A livello geografico, l'apporto migliore è rappresentato dai mercati maturi, con un incremento dei ricavi pari al 3%, grazie all'aumento delle tariffe e a volumi in crescita, seppur a un ritmo moderato.

Relativamente alla divisione **Asset Management**, nei primi tre mesi dell'anno i ricavi sono cresciuti dell'8,6% a 959 mln di euro, leggermente al di sopra delle attese di mercato, a fronte però di flussi netti in entrata pari a 3 ml di euro, che si raffrontano con i 9 mld di euro indicati dagli analisti; sul risultato ha pesato principalmente il minore apporto dei clienti istituzionali, legati alla controllata AB (AllianceBernstein, di cui AXA detiene circa il 63%). In tal modo, il totale degli attivi in gestione ha raggiunto i 1.101 mln di euro, a un livello inferiore delle stime degli analisti.

A livello patrimoniale, il coefficiente di **Solvency II** si è attestato al 196%, pressoché invariato rispetto a 197% di fine 2016; il ratio è stato sostenuto dalla componente operativa, al netto del monte dividendi stimato.

| Principali dati del 1° trimestre vs. consenso |               |               |               |                               |
|---|---------------|---------------|---------------|-------------------------------|
| Mln euro                                      | 1° trim. 2016 | 1° trim. 2017 | Consenso      | Scostamento %<br>vs. consenso |
| <b>Life &amp; Savings</b>                     | <b>17.365</b> | <b>17.130</b> | <b>17.763</b> | <b>-3,56</b>                  |
| Flussi netti                                  | 3.100         | 2.600         | 2.400         | 8,33                          |
| APE   | 1.722         | 1.785         | 1.766         | 1,08                          |
| NBV   | 656           | 694           | 663           | 4,68                          |
| NBV margine (%)                               | 38            | 39            | 38            |                               |
| <b>Property &amp; Casualty</b>                | <b>13.264</b> | <b>13.420</b> | <b>13.061</b> | <b>2,75</b>                   |
| Asset Management                              | 883           | 959           | 941           | 1,91                          |
| Divisione bancaria                            | 145           | 131           | 152           | -13,82                        |
| <b>Ricavi totali</b>                          | <b>31.657</b> | <b>31.639</b> | <b>31.917</b> | <b>-0,87</b>                  |

Fonte: dati societari

### Situazione Patrimoniale

La struttura del Gruppo evidenzia una buona patrimonializzazione con un capitale netto di pertinenza a dicembre 2015 pari a 72,64 mld di euro, ulteriormente rafforzatosi a fine 2016 a 75,8 mld. Il Gruppo vanta una diversificazione del rischio grazie a una presenza internazionale, un basso livello d'indebitamento e attivi investiti in buona percentuale in attività a minor rischio.

| Stato Patrimoniale   |                |                |             |
|--|----------------|----------------|-------------|
| Millioni di euro   | 31.12.2015     | 31.12.2016     | Var. %      |
| Immobilizzazioni immateriali   | 46.731         | 46.292         | -0,94       |
| Investimenti da attività assicurative                                | 715.282        | 727.402        | 1,69        |
| Investimenti da attività non assicurative                            | 37.579         | 35.459         | -5,64       |
| Altri asset a breve  | 87.479         | 83.629         | -4,40       |
| <b>Attività totali</b>   | <b>887.070</b> | <b>892.783</b> | <b>0,64</b> |
| Equity   | 68.475         | 70.597         | 3,10        |
| Minority   | 4.166          | 5.283          | 26,81       |
| Equity netto   | 72.641         | 75.880         | 4,46        |
| Debiti finanziari totali   | 8.089          | 8.927          | 10,36       |
| Passività totali provenienti da attività assicurative e investimenti | 675.127        | 675.299        | 0,03        |
| Passività provenienti da attività bancarie                           | 32.639         | 31.743         | -2,75       |
| Altre passività  | 96.515         | 100.023        | 3,63        |
| <b>Passività Totali</b>  | <b>887.070</b> | <b>892.783</b> | <b>0,64</b> |
| <b>Indici di Solvency II (%)</b>                                     | <b>205</b>     | <b>197</b>     |             |

Fonte: bilancio societario

L'indice di Solvency II del Gruppo è comunque elevato, nonostante il calo di 8 punti percentuali registrato nel 2016 che ha portato il ratio al 197%, dal 205% del 2015; il dato è atteso in recupero nei prossimi anni, con un target previsto dal piano Ambition 2020 in un'ampia forchetta compresa tra 170 e 230%. Il livello di solidità patrimoniale delle compagnie di assicurazione serve a garantire gli impegni verso i clienti e in particolare il ratio Solvency II contempla la copertura del rischio di credito, di mercato e di quello operativo rispetto al capitale allocato. Nello specifico, nel 2016 per il Gruppo è aumentato soprattutto il rischio di mercato peggiorando il *ratio*.

## Valutazione

In un contesto di riferimento difficile a causa dei tassi di interesse così compressi, che limitano la remunerazione degli investimenti, il Gruppo ha adottato strategie per efficientare i costi e di conseguenza migliorare la marginalità, superando puntualmente gli obiettivi indicati.

Sui fondamentali, AXA presenta un rapporto multipli/crescite favorevole: il titolo tratta infatti a valori di P/E a sconto sia rispetto alla media degli altri principali competitor che a quella dell'intero settore europeo, a fronte di una crescita degli utili per l'anno in corso migliore dei competitor e solo leggermente inferiore alla media per il 2018, in seguito a confronti decisamente favorevoli per i concorrenti, che in alcuni casi registrano un calo degli utili nell'esercizio corrente.

**Rapporto multipli/crescite favorevole**

| AXA - Multipli e crescite vs. i principali competitor |                  |              |              |              |              |              |              |             |             |
|---|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
|   | Valore<br>(euro) | P/E (x)      |              |              |              | Var. EPS %   |              |             |             |
|   |                  | 2015         | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2015         | 2016         | 2017E       | 2018E       |
| Allianz   | 171,05           | 11,57        | 11,37        | 10,93        | 10,34        | 7,42         | 1,84         | 3,95        | 5,71        |
| Prudential  | 17,39            | 13,84        | 13,24        | 12,32        | 11,38        | 30,16        | 4,54         | 7,49        | 8,23        |
| Zurich Insurance Group                                | 287,00           | 21,77        | 13,33        | 13,07        | 12,07        | -43,67       | 63,27        | 1,98        | 8,32        |
| Aviva   | 5,31             | 10,90        | 10,39        | 10,76        | 10,00        | 2,10         | 4,93         | -3,44       | 7,60        |
| Sampo Oyj Class A                                     | 45,10            | 15,26        | 15,42        | 16,34        | 15,78        | 6,90         | -1,03        | -5,61       | 3,55        |
| Assicurazioni Generali                                | 14,67            | 10,59        | 10,64        | 9,93         | 9,55         | 17,45        | -0,47        | 7,16        | 3,90        |
| Unipol Gruppo Finanziario                             | 3,89             | 9,45         | 8,22         | 9,18         | 8,79         | 49,18        | 14,91        | -10,45      | 4,48        |
| <b>Media</b>  |                  | <b>13,34</b> | <b>11,80</b> | <b>11,79</b> | <b>11,13</b> | <b>9,93</b>  | <b>12,57</b> | <b>0,15</b> | <b>5,97</b> |
| <b>AXA</b>  | <b>24,03</b>     | <b>10,47</b> | <b>10,28</b> | <b>9,87</b>  | <b>9,43</b>  | <b>11,55</b> | <b>1,89</b>  | <b>4,16</b> | <b>4,67</b> |

Nota: E=expected, atteso. Valori in valuta locale. Fonte: FactSet

Anche in termini di ricavi, il consenso stima crescite superiori alla media dei principali *player* del settore, con incrementi attesi al 5,3% per l'anno in corso e leggermente più moderati per il 2018, a fronte di EV/Sales inferiori alla media dei concorrenti.

| AXA - Multipli, crescite e fatturato vs. i principali competitor |                  |              |             |             |             |              |             |             |             |
|--|------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
|  | Valore<br>(euro) | EV/Sales (x) |             |             |             | Var. Sales % |             |             |             |
|  |                  | 2015         | 2016        | 2017E       | 2018E       | 2015         | 2016        | 2017E       | 2018E       |
| Allianz  | 171,05           | 0,73         | 0,73        | 0,82        | 0,80        | 2,37         | -2,24       | -4,87       | 2,53        |
| Prudential   | 17,39            | 1,23         | 1,23        | 1,33        | 1,27        | 10,84        | 4,10        | -1,79       | 4,61        |
| Zurich Insurance Group   | 287,00           | 1,03         | 1,07        | 1,09        | 1,07        | -4,65        | -2,00       | -0,20       | 1,24        |
| Aviva  | 5,31             | 1,36         | 0,79        | 0,59        | 0,56        | 1,18         | 16,04       | 12,84*      | 3,87        |
| Sampo Oyj Class A  | 45,10            | NS           | NS          | NS          | NS          | -1,93        | -2,19       | 25,41       | 0,66        |
| Assicurazioni Generali   | 14,67            | 0,50         | 0,43        | 0,43        | 0,41        | 6,15         | 0,29        | 1,73        | 2,67        |
| Unipol Gruppo Finanziario  | 3,89             | 0,29         |             |             |             | -15,22       | -9,53       | 1,46        | 2,04        |
| <b>Media</b>   |                  | <b>0,86</b>  | <b>0,85</b> | <b>0,85</b> | <b>0,82</b> | <b>-0,18</b> | <b>0,64</b> | <b>4,94</b> | <b>2,52</b> |
| <b>AXA</b>   | <b>24,03</b>     | <b>0,46</b>  | <b>0,58</b> | <b>0,55</b> | <b>0,54</b> | <b>7,12</b>  | <b>1,68</b> | <b>5,29</b> | <b>2,99</b> |

Nota: E=expected, atteso. NS: non significativo. Valori in valuta locale. (\*) Dato normalizzato (Bloomberg). Fonte: FactSet

Anche in termini di valore di libro, il ratio evidenzia una sottovalutazione del titolo rispetto ai principali concorrenti.

| AXA – P/BV                |                  |             |             |             |             |
|---------------------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                           | Valore<br>(euro) | P/BV(x)     |             |             |             |
|                           |                  | 2015        | 2016        | 2017E       | 2018E       |
| Allianz                   | 171,05           | 1,25        | 1,19        | 1,11        | 1,06        |
| Prudential                | 17,39            | 3,48        | 3,12        | 2,70        | 2,37        |
| Zurich Insurance Group    | 287,00           | 1,48        | 1,40        | 1,43        | 1,37        |
| Aviva                     | 5,31             | 1,40        | 1,40        | 1,31        | 1,27        |
| Sampo Oyj Class A         | 45,10            | 2,21        | 2,12        | 2,07        | 2,03        |
| Assicurazioni Generali    | 14,67            | 0,99        | 0,93        | 0,91        | 0,89        |
| Unipol Gruppo Finanziario | 3,89             | 0,41        | 0,41        | 0,40        | 0,51        |
| <b>Media</b>              |                  | <b>1,60</b> | <b>1,51</b> | <b>1,42</b> | <b>1,36</b> |
| <b>AXA</b>                | <b>24,03</b>     | <b>0,90</b> | <b>0,86</b> | <b>0,83</b> | <b>0,80</b> |

Nota: E=expected, atteso. Valori in valuta locale. Fonte: FactSet

Nel ramo Danni il *combined ratio* (sommatoria di *loss ratio* ed *expense ratio* = totale dei sinistri e delle spese amministrative rapportate ai premi incassati) è atteso dal consenso in lieve peggioramento nell'anno in corso, imputabile a un aumento del *loss ratio* (rapporto tra i sinistri e i premi incassati). Quest'ultimo è parzialmente stato compensato dall'efficientamento, reso possibile dal contenimento dei costi, con l'*expense ratio* (rapporto tra le spese amministrative e i premi) che è sceso di quasi 1 punto percentuale.

| AXA – Combined ratio/loss ratio ed expense ratio |                     |                      |                      |                 |                  |                  |                    |                     |                     |
|--|---------------------|----------------------|----------------------|-----------------|------------------|------------------|--------------------|---------------------|---------------------|
| %  | Combined ratio 2016 | Combined ratio 2017E | Combined ratio 2018E | Loss ratio 2016 | Loss ratio 2017E | Loss ratio 2018E | Expense ratio 2016 | Expense ratio 2017E | Expense ratio 2018E |
| Allianz  | 94,57               | 94,75                | 94,44                | 69,35           | 69,21            | 66,18            | 30,23              | 29,67               | 28,13               |
| Prudential                                       | ND                  | ND                   | ND                   | ND              | ND               | ND               | ND                 | ND                  | ND                  |
| Zurich Insurance                                 | 100,58              | 100,44               | 96,68                | ND              | ND               | ND               | ND                 | ND                  | ND                  |
| Aviva  | 95,00               | 107,26               | 107,20               | NS              | 78,65            | 78,90            | ND                 | 46,00               | 46,50               |
| Sampo A  | ND                  | ND                   | ND                   | 66,62           | 67,98            | 68,43            | 18,57              | 18,13               | 18,03               |
| Assicurazioni Generali                           | 92,57               | 92,86                | 92,89                | 67,90           | 68,08            | 68,20            | 23,62              | 23,88               | 24,64               |
| Unipol GF.                                       | 95,48               | 95,58                | 95,54                | 66,97           | 67,83            | 68,00            | 28,50              | 27,73               | 27,43               |
| <b>Media competitor</b>                          | <b>95,64</b>        | <b>98,18</b>         | <b>97,35</b>         | <b>67,71</b>    | <b>70,35</b>     | <b>69,94</b>     | <b>25,23</b>       | <b>29,08</b>        | <b>28,95</b>        |
| <b>AXA SA</b>                                    | <b>96,47</b>        | <b>98,33</b>         | <b>98,26</b>         | <b>70,27</b>    | <b>73,76</b>     | <b>74,08</b>     | <b>25,47</b>       | <b>24,58</b>        | <b>24,28</b>        |

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

La remunerazione degli azionisti si conferma particolarmente interessante con un *dividend yield* superiore al 5%, migliore della media dei concorrenti sia per l'anno in corso che per il successivo, a un livello superiore a quello stimato per l'indice Eurostoxx (3,48%) e pressochè in linea con quello di settore dell'Eurozona (5,17%).

**Dividend yield ancora particolarmente interessante**

| AXA - Dividend Yield (%) vs. i principali competitor |                  |                  |             |             |             |                |
|--|------------------|------------------|-------------|-------------|-------------|----------------|
|  | Valore<br>(euro) | Dividend Yield % |             |             |             | Media 2017-18E |
|  |                  | 2015             | 2016        | 2017E       | 2018E       |                |
| Allianz  | 171,05           | 4,27             | 4,45        | 4,63        | 4,85        | 4,74           |
| Prudential   | 17,39            | 2,58             | 2,50        | 2,71        | 2,93        | 2,82           |
| Zurich Insurance                                     | 287,00           | 5,42             | 5,94        | 5,92        | 6,14        | 6,03           |
| Aviva  | 5,31             | 3,91             | 4,38        | 4,87        | 5,24        | 5,06           |
| Sampo A  | 45,10            | 4,77             | 5,08        | 5,34        | 5,56        | 5,45           |
| Assicurazioni Generali                               | 14,67            | 4,90             | 5,42        | 5,70        | 6,07        | 5,89           |
| Unipol GF  | 3,89             | 4,44             | 4,72        | 4,72        | 4,76        | 4,74           |
| <b>Media</b>   |                  | <b>4,33</b>      | <b>4,64</b> | <b>4,84</b> | <b>5,08</b> | <b>4,96</b>    |
| <b>AXA</b>   | <b>24,03</b>     | <b>4,61</b>      | <b>4,84</b> | <b>5,08</b> | <b>5,36</b> | <b>5,22</b>    |

Nota: E= expected, atteso. Valori in valuta locale. Fonte: FactSet

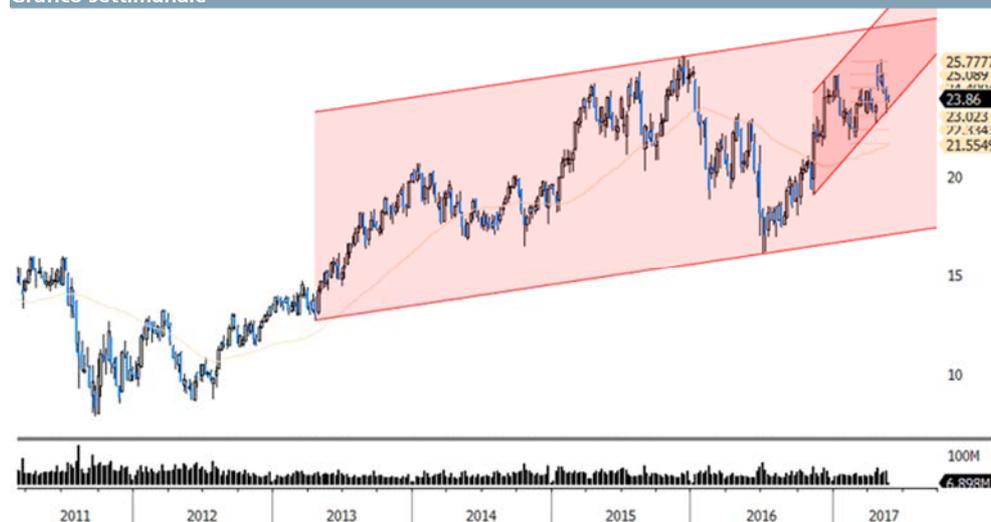
## Analisi grafica

Il titolo è incanalato in un trend primario rialzista e, nel breve, il superamento di 24,48 fornirebbe allunghi con primi obiettivi verso la resistenza posta a 25,14 e successivamente verso i precedenti massimi relativi registrati a inizio mese e posti a 25,8, in prossimità dei massimi di dicembre 2015, a 26,02, livello di forte valenza. L'eventuale superamento di quest'area fornirebbe un ulteriore segnale di forza con successivi obiettivi a 28,32 e 30,23. Solo il superamento di quest'ultimo aprirebbe la strada verso gli obiettivi posti a 31,74, massimi di ottobre 2007, la cui violazione condurrebbe le quotazioni verso il record storico registrato a maggio 2007 a 34,08.

Il titolo incanalato in un trend primario rialzista

Di contro, l'eventuale perdita del supporto di forte valenza posto a 23,14 aprirebbe spazi di discesa verso gli obiettivi posti a 22,6. L'eventuale cedimento di questo livello indebolirebbe il trend rialzista di breve periodo e condurrebbe le quotazioni verso i test collocati in area 21,88-21,81 in prima battuta e successivamente a 21,46. Solo la perdita di questi livelli darebbe luogo a ritracciamenti più consistenti verso 20,7 e 19,03. L'eventuale cedimento di tali supporti indebolirebbe ulteriormente la grafica riproponendo i test individuabili a 17,98, 17,41 e 16,98, minimo di agosto 2016, per poi andare a interessare i minimi relativi dal 2013 registrati in giugno 2016 e posti a 16,84 e 16,11.

Grafico settimanale



Fonte: Bloomberg

## Conclusioni

La capacità del management di contenere i costi e superare, come in passato, i target prefissati, unita a un quadro macroeconomico in miglioramento, dovrebbe consentire al Gruppo di raggiungere gli obiettivi indicati dal piano strategico Ambition 2020. A ciò si aggiungono la remunerazione interessante garantita dal dividendo, P/E contenuti e a sconto rispetto ai concorrenti, utili stimati in crescita dal consenso nel prossimo biennio e indici di solvibilità adeguati e attesi in miglioramento.

Alla luce delle considerazioni di cui sopra, assegniamo ad AXA un giudizio **Moderatamente Positivo**.

## 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.

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters, FactSet (JCF) o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente collegate 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.

Con il presente documento Intesa Sanpaolo dà avvio, nell'ambito della produzione di report rivolti alla clientela retail, alla copertura delle informazioni relative ad AXA. Intesa Sanpaolo intende assicurare la copertura dell'emittente in occasione della pubblicazione dei risultati societari o di altro evento significativo che possa influenzarne la valutazione.

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 e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet di Banca IMI (<http://www.bancaimi.prodottiequotazioni.com/Studi-e-Ricerche>) e di Intesa Sanpaolo ([www.intesaspaolo.com](http://www.intesaspaolo.com)) nella sezione Risparmio-Mercati.

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

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

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

Inoltre, si riportano di seguito le seguenti informazioni sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- Una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo hanno erogato finanziamenti significativi a favore di AXA SA e del suo gruppo di appartenenza.

## Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo sono riportati in calce al commento, 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 che hanno predisposto la presente raccomandazione non ricevono bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp)

## Note Metodologiche

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

### Dati societari e stime di consenso

I commenti sui dati societari vengono elaborati sulla base di notizie e dati societari disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters. Le stime di consenso relative alle previsioni sulle crescite dei dati societari (utili, dividendi, prezzo di libro) vengono desunti dal provider FactSet (JCF) e rielaborati e commentati dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo.

### Definizioni e storia delle raccomandazioni

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

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

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

oltre a multipli particolari come ad esempio il P/BV nel caso di banche ed il P/EV nel caso di assicurazioni, ecc.; 4) si valuta il posizionamento del titolo al di sopra, al di sotto o sulla retta di regressione che indica il benchmark di riferimento, o la media, del paniere individuato.

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

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

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

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

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

#### Analisi tecnica

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

| Storia delle raccomandazioni (12 mesi) |                        |   |
|--|------------------------|---|
| Emittente                              | Raccomandazione        | Data di assegnazione/conferma raccomandazione |
| AXA                                    | Moderatamente Positiva | 26.05.2017                                    |

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

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

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

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

**Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice**  
**Responsabile Retail Research**  
 Paolo Guida

**Analista Azionario**  
 Ester Brizzolara  
 Laura Carozza  
 Piero Toia

**Analista Obbligazionario**  
 Serena Marchesi  
 Fulvia Risso  
 Cecilia Barazzetta

**Analista Valute e Materie prime**  
 Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi