

Tutti "pazzi" per l'Equity!

Dopo i massimi registrati a inizio novembre, gli indici europei ritracciano moderatamente, in un contesto di volatilità sui minimi, che lascia però spazio a possibili storni. Si conferma il momento congiunturale favorevole per l'economia dell'Eurozona, che si sta riflettendo sui risultati aziendali; gli indici beneficiano anche della mancanza di alternative di investimento interessanti.

In merito ai risultati del 3° trimestre, l'Euro Stoxx ha registrato ricavi in aumento del 5,1%, guidati soprattutto dal comparto Energia (+68,8%), seguito dalle Risorse di Base (+59,2%) e dal Tecnologico (+29,7%), con sorprese positive nel 48,7% dei casi, e un incremento degli utili del 6,7%, con risultati superiori alle attese nel 54,6% dei casi.

I fondamentali degli indici europei confermano multipli a moderato premio rispetto alla media storica 2010-16, rispetto a stime di crescita degli utili attese a doppia cifra dal consenso per l'anno in corso e solo leggermente inferiori per il biennio 2018-19. Le politiche accomodanti della BCE a sostegno della ripresa economica continuano a favorire la crescita, anche se la previsione di tassi così bassi continua a comprimere il margine di interesse dei Finanziari, che beneficiano però di un ridimensionamento dei crediti deteriorati.

Gli indici statunitensi rinnovano i massimi storici, con l'S&P500 e il Dow Jones all'ottavo mese consecutivo di rialzo e il Nasdaq al quinto, sostenuti sia da trimestrali particolarmente brillanti e superiori alle attese che dall'imminente riforma fiscale. La stagione delle trimestrali si avvia al termine: a oggi hanno riportato il 95,2% dei gruppi appartenenti all'S&P500, evidenziando utili in crescita in media del 7,5%, che sale al 10,6% escludendo i Finanziari e scende al 5,6% non calcolando l'Energia, superando le attese nel 73,7% dei casi. L'aumento degli utili del comparto Energia è stato pari al 147,1% grazie a un confronto particolarmente favorevole con lo stesso periodo 2016; particolarmente brillanti gli utili dei Tecnologici, che chiudono il trimestre in rialzo del 21,4%, guidati dai semiconduttori e dai Software & services, seguiti da quelli delle Risorse di Base (+11,9%). Nel 3° trimestre i ricavi complessivi sono cresciuti del 5,4%, che sale al 6% ex Finanziari e al 4,5% Ex Energia.

I fondamentali degli indici statunitensi riflettono una moderata sopravvalutazione dei multipli rispetto alla media storica 2010-16, a fronte di stime di crescita a doppia cifra per l'anno in corso. Per il 4° trimestre, secondo il consenso, gli utili dovrebbero tornare a crescere a doppia cifra al 10,9%, con ex finanziari al 10,3% ed ex energia all'8,9%. La crescita a doppia cifra è stimata anche per il 1° e 2° trimestre del 2018, nonché per l'intero anno. I ricavi per il 4° trimestre sono attesi in aumento del 5,9%, che sale al 6,6% escludendo i Finanziari e scende al 5,2% ex Energia.

22 novembre 2017

13:05 CET

Data e ora di produzione

22 novembre 2017

13:12 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori
privati e PMI

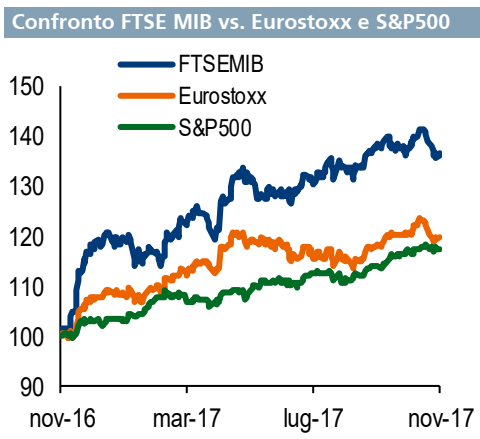
Ester Brizzolara
Analista Finanziario

Laura Carozza
Analista Finanziario

Piero Toia
Analista Finanziario

Andamento indici			
Indice	Valore	Var. % 1 mese	Var. % da inizio anno
Stoxx 600	386,39	-0,96	6,91
Euro Stoxx	388,14	-0,71	10,81
Euro Stoxx 50	3.561,41	-1,21	8,23
CAC 40	5.340,45	-0,59	9,83
DAX	13.058,66	0,52	13,74
IBEX	10.025,50	-1,93	7,20
FTSE 100	7.389,46	-1,78	3,45
FTSE All Share	24.488,36	-0,94	16,97
FTSE/MIB	22.189,25	-0,71	15,36
S&P 500	2.582,14	0,27	15,33
NASDAQ Comp.	6.790,72	2,44	26,15
Dow Jones Indus.	23.430,33	0,44	18,56
Nikkei 225	22.261,76	3,75	16,47

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



Fonte: Bloomberg

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del mercato del 20.11.2017 (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

Liquidità e mancanza di alternative interessanti sostengono i listini

Dopo i massimi registrati a inizio novembre, gli indici europei ritracciano moderatamente, in un contesto di volatilità sui minimi, che lascia però spazio a possibili storni. Si conferma il momento congiunturale favorevole per l'economia dell'Eurozona, che si sta riflettendo sui risultati aziendali; gli indici beneficiano anche della mancanza di alternative di investimento interessanti.

In merito ai risultati del 3° trimestre, l'Euro Stoxx ha registrato ricavi in aumento del 5,1%, guidati soprattutto dal comparto Energia, seguito dalle Risorse di Base, con sorprese positive nel 48,7% dei casi, e un incremento degli utili del 6,7%, con risultati superiori alle attese nel 54,6% dei casi. Le politiche accomodanti della BCE a sostegno della ripresa economica continuano a favorire la crescita, anche se la previsione di tassi così bassi continua a comprimere il margine di interesse dei Finanziari, che beneficiano però di un ridimensionamento dei crediti deteriorati.

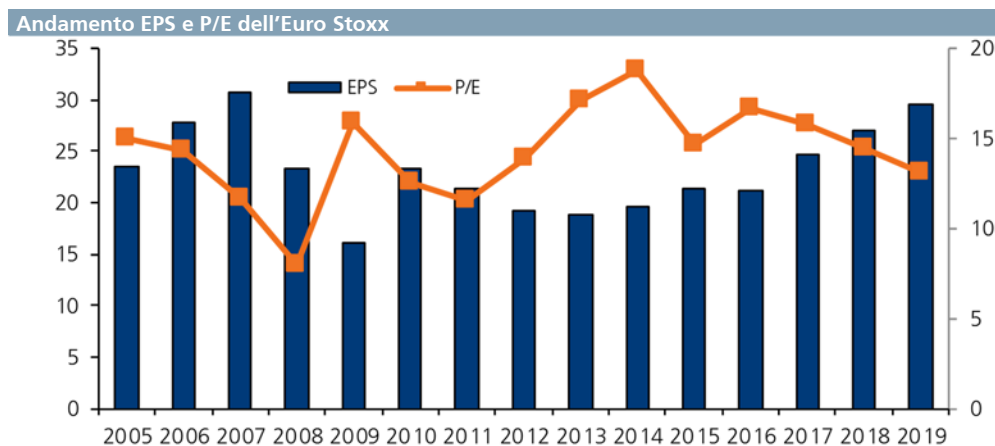
I fondamentali degli indici europei confermano multipli a moderato premio rispetto alla media storica 2010-16, a fronte di stime di crescita degli utili attese a doppia cifra dal consenso per l'anno in corso e solo leggermente inferiore per il biennio 2018-19. Il trimestre in corso conferma il deciso aumento degli utili del comparto Energia, che guida le crescite (+68,8%), seguito dal comparto Tecnologico, in salita del 29,7%, e dalle Risorse di Base (+59,2%).

Il quadro macro nell'Eurozona si conferma positivo, così come le prospettive per i consumi, con l'occupazione che mantiene ritmi di crescita robusti. Il PIL nel 3° trimestre è cresciuto dello 0,6%, livello leggermente inferiore a quello del 2° trimestre, che era pari allo 0,7%, superando comunque le attese di consenso. In tale contesto, le nostre stime di crescita di PIL per il 2017 vengono riviste ancora una volta al rialzo al 2,3% dal precedente 2,2% e all'1,8% dall'1,7% per il 2018.

Il supporto all'economia giunge ancora dalle politiche accomodanti della BCE, che nella riunione di fine ottobre ha allungato i tempi del programma di acquisto dei titoli fino a settembre 2018, pur riducendolo a 30 mld di euro mensili, alimentando la prospettiva di un primo rialzo dei tassi non prima della fine dell'acquisto dei titoli.

Tra le criticità si confermano le tensioni geopolitiche, seguite dal rafforzamento dell'euro nel medio periodo, nonostante il lieve ridimensionamento della moneta unica nel breve. Rientrano i timori per la crisi catalana.

Elementi di criticità



L'Euro Stoxx conferma multipli di P/E attuali moderatamente a premio rispetto alla media storica 2010-16, che scendono progressivamente nel prossimo biennio riportandosi in linea. In termini

Attesi in forte crescita gli utili dell'Euro Stoxx

di crescita attese dal consenso gli utili del biennio 2018-2019 sono vicini alla doppia cifra, guidati soprattutto da Industriali, Bancari, Alimentari, Lusso e dal recupero degli Assicurativi, che vantano un confronto particolarmente favorevole con lo scorso esercizio. I dati macro ribadiscono la congiuntura favorevole, con il PMI composito a 56, anche se in calo rispetto allo scorso mese in seguito a un peggioramento del PMI dei servizi.

Multipli, crescita dell'Eurostoxx e del benchmark al netto dei Bancari									
	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	388,14	16,71	15,79	14,39	13,15	2,60	24,20	9,72	9,57
Euro Stoxx Ex Bancari	184,21	17,38	17,13	15,63	14,35	9,90	13,50	9,60	9,16

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

Multipli, crescita dei principali indici azionari									
	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	388,14	16,71	15,79	14,39	13,15	2,60	24,20	9,72	9,57
Euro Stoxx 50	3.561,41	15,72	15,35	13,99	12,76	0,53	13,55	9,70	9,65
Stoxx 600	386,39	17,43	16,12	14,79	13,59	0,21	20,34	8,97	8,87
DAX	13.058,66	14,86	14,64	13,33	12,23	5,24	9,78	9,82	8,99
CAC 40	5.340,45	15,73	15,58	14,52	13,30	14,97	13,55	7,26	9,19
FTSE 100	7.389,46	18,11	14,86	14,12	13,15	-2,33	26,95	5,29	7,38
IBEX 35	10.025,49	15,84	14,09	13,15	12,13	42,10	20,35	7,17	8,42
FTSE MIB	22.189,25	18,48	15,66	12,94	11,45	-6,18	55,44	21,02	14,17
FTSE All Share	24.488,36	19,77	16,27	13,36	11,80	-5,04	53,57	21,77	14,15
SMI	9.299,61	19,18	19,10	16,36	15,01	-8,14	7,89	16,72	9,01
S&P500	2.582,14	19,91	19,69	17,76	16,16	0,60	9,63	10,82	10,09
NASDAQ Composite	6.790,71	26,89	26,03	22,24	19,31	-0,80	14,94	16,89	15,34
Dow Jones Industrial	23.430,33	19,00	18,97	17,32	15,77	-0,84	11,25	9,51	9,81
Nikkei 225	22.261,76	19,47	19,06	17,14	15,46	11,41	13,47	11,20	10,86
Hang Seng	29.260,31	13,28	14,04	12,89	11,46	-5,93	14,10	8,88	11,04
Sensex 30	33.359,90	20,87	22,99	19,25	16,24	5,26	6,96	19,43	18,49
Bovespa	73.437,00	18,06	13,83	12,43	10,39	High	74,85	11,28	19,12
RTS Interfax	1.119,98	7,06	7,14	6,46	6,12	5,78	7,51	10,58	5,55

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

Ribadiamo Moderata Positività per il DAX, che conferma P/E contenuti e a sconto sia rispetto alla media storica 2010-16 che all'Euro Stoxx, a fronte di crescita degli utili stimati dal consenso intorno alla doppia cifra per il biennio 2017-2018 e sulla parte alta a singola cifra per il 2019. I dati macro confermano la solidità della congiuntura con gli ordini all'industria che salgono dell'1% a ottobre, grazie alla domanda di macchinari auto e altri beni. I nuovi ordini al settore privato in ottobre hanno registrato la salita più ampia da 6 anni e mezzo a questa parte, mentre il PMI Markit manifatturiero si è attestato a 60,6, flat rispetto a settembre. In tale contesto, l'economia del Paese resta su tassi di crescita particolarmente robusti, nonostante il calo registrato a settembre dalla produzione industriale (-1,6%) e le nostre stime indicano un aumento del PIL pari all'1,9% per l'anno in corso e all'1,8% per il 2018. L'indice di fiducia dei consumatori a novembre scende a 10,7 da 10,8 di ottobre. A livello politico, sono falliti i negoziati tra i partiti vincitori delle elezioni dopo la ritirata dei liberali; a questo punto potrebbero esserci elezioni anticipate o la formazione di un governo di minoranza. Non riteniamo che un'eventuale crisi politica possa impattare in modo rilevante sulle quotazioni dell'indice.

DAX

Confermiamo un giudizio Moderatamente Positivo per l'IBEX, che mantiene un rapporto multipli crescita favorevole. La Spagna mantiene un'economia in ripresa, con un PIL in crescita dello 0,8% t/t nel 3° trimestre come da attese, dopo il +0,9% del secondo e in salita del 3,1%

IBEX

rispetto ad attese del 3,2% su base annua. In tale contesto, la crisi catalana ha avuto un impatto negativo sia sul sentiment dell'economia e dei consumi, che sul rating. A tal proposito, l'agenzia di rating Moody's ha rivisto al ribasso le stime di crescita per l'anno in corso e il 2018 rispettivamente al 2,9% e 2,3% e l'outlook per i prossimi 12 mesi è in peggioramento, a causa dell'incertezza per il contesto politico e i dubbi sul come verrà risolta la questione catalana. Con la crisi in Catalogna oltre 2.000 società hanno trasferito la loro sede fuori dalla regione, intimorite dall'operare nell'incertezza di diritto derivante dai tentativi di secessione, che potrebbero comportare impatti giuridici o fiscali. Il governo di Rajoy ha deciso di ricorrere all'articolo 155 della Costituzione per revocare una serie di prerogative della Generalitat della Catalogna dopo i risultati del referendum per l'indipendenza, obbligando la regione ad adeguarsi all'interesse generale della nazione. Pertanto, allo stato attuale il fenomeno dei trasferimenti delle sedi societarie dovrebbe ridimensionarsi. Secondo le stime di Angel Talavera, economista di Oxford Economics, le tensioni politiche che hanno portato l'incertezza ai massimi livelli dal 2008 potrebbero ridimensionare la crescita del PIL dell'1,5% nel biennio 2018-19, con nuove stime all'1,5% e al 2% rispettivamente nel 2018 e 2019 rispetto alle precedenti previsioni del 2,6% e 2,4%. Relativamente ai dati macro, la crisi catalana ha impattato sul PMI dei servizi, che è calato a 54,6 da 56,7, mentre quello manifatturiero è salito a 55,8 da 54,3. Contrariamente alla maggior parte degli altri Stati dell'Eurozona, la produzione industriale a settembre è cresciuta del 3,4% su base annua, conseguendo il massimo rialzo da agosto 2016 e superando le attese di mercato. Sui fondamentali l'indice iberico conferma P/E a sconto sia rispetto alla media storica 2010-16 che all'Euro Stoxx, a fronte di stime di utile in deciso rialzo per il 2017 e poco sotto la doppia cifra per il 2018-2019.

Ribadiamo Moderata Positività per il CAC, che mantiene P/E in linea con il benchmark europeo e moderatamente a premio rispetto alla media 2010-16 a fronte di crescita stimate nella parte alta della singola cifra per il prossimo biennio. Relativamente ai dati macro la produzione industriale di settembre è aumentata dello 0,6% m/m e il PMI servizi è salito a 57,3, rispetto al 57 di settembre, e l'indice composito ha raggiunto quota 57,4 da 57,1, confermando un tasso di espansione robusto, sostenuto dalla domanda domestica e internazionale, a cui si è associato un calo inaspettato del tasso di disoccupazione dell'1,8%. Il PIL è aumentato dello 0,5% su base trimestrale, in linea con le stime. L'INSEE (Institut national de la statistique et des études économiques) prevede un PIL in crescita dell'1,7%. Di contro, l'indice di fiducia dei consumatori è sceso a 100 da 101 del mese precedente, deludendo leggermente le attese.

Confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo per il FTSE MIB, che vanta P/E contenuti e a sconto sia rispetto all'Euro Stoxx che alla media storica 2010-16. La forza relativa di breve dell'indice si è ridotta sulla debolezza delle banche dopo le richieste stringenti da parte della BCE per i crediti in sofferenza (per le posizioni non garantite saranno richiesti accantonamenti integrali pari al 100% dell'esposizione dopo soli due anni dalla loro rilevazione, mentre per quelle assistite da garanzie l'azzeramento dovrà avvenire dopo sette anni). A fine ottobre Standard & Poor's ha alzato il rating dell'Italia a BBB da BBB- in scia alle prospettive di crescita del PIL domestico, atteso in aumento dell'1,4% per l'anno in corso e all'1,3% per il prossimo biennio. Secondo lo studio la redditività e la leva finanziaria delle imprese domestiche si è ripresa nel 2016 ed è attesa in miglioramento fino al 2018. Le nostre stime vertono per un PIL in aumento dell'1,4% per l'anno in corso e all'1,1% per il 2018 e dopo la revisione al rialzo del Governo all'1,5% anche l'Istat ha rivisto i dati di PIL all'1,5% dall'1%, in scia a un'accelerazione dei consumi delle famiglie superiore rispetto alle attese. I dati macro rilevano un calo della produzione industriale a settembre pari al -1,3% su base mensile, il primo dopo quattro mesi di rialzi consecutivi e un aumento del 2,4% su base annua. In flessione anche l'indicatore PMI Markit dei servizi di ottobre a 52,1 da 53,2 del mese precedente raggiungendo i minimi da un anno, e il PMI composito a 53,9 punti da 54,3 dello scorso mese; di contro, l'attività manifatturiera è cresciuta al ritmo più rapido da oltre 6 anni migliorando le prospettive per il 4° trimestre a 57,8 da 56,3 di settembre, e le vendite al

dettaglio sono salite dello 0,9% su base mensile e del 3,4% su base annua. Il mercato del lavoro si conferma stabile, con il tasso di disoccupazione pari all'11,1% e quello giovanile al 35,7%.

A livello settoriale, confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto Auto, sostenuto dalle immatricolazioni, che in ottobre sono salite del 5,9% in area UE+EFTA e in particolare del 13,7% in Francia, del 7,1% in Italia e del 3,9% in Germania, e da alcune trimestrali positive, fra cui quella di Volkswagen, che ha inoltre alzato l'outlook al 2020, sostenuto dalla domanda di SUV nei paesi emergenti, e di BMW, che negli ultimi 10 mesi ha superato i 2 milioni di veicoli venduti. Moderata positività sui Tecnologici, guidati dalla divisione dei semiconduttori; il comparto quota a P/E inferiori alla media storica 2010-16, a fronte di crescite degli utili stimate dal consenso a doppia cifra per il triennio 2017-19. Confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo per le Costruzioni, che vantano P/E leggermente inferiori alla media storica 2010-16, anche se a moderato premio rispetto al benchmark europeo, a fronte di crescite superiori alla doppia cifra per l'anno in corso e il biennio 2018-19, in scia alla ripresa economica. Moderata Positività sul comparto Energia, sostenuto dal recupero delle quotazioni petrolifere, favorite dalle attese di un allungamento degli accordi tra i produttori in tema di limiti della produzione, in attesa della riunione OPEC del 30 novembre.

A livello settoriale

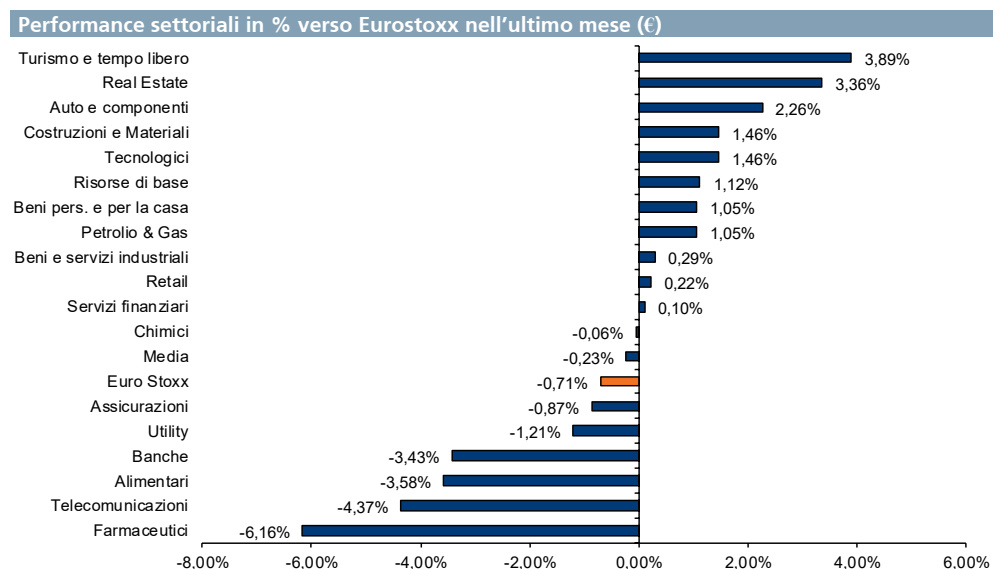
Multipli e crescite dei settori europei									
Settore	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	388,14	16,71	15,79	14,39	13,15	2,60	24,20	9,72	9,57
Auto	586,59	9,24	8,64	8,08	7,67	42,28	28,00	6,85	5,34
Banche	130,59	15,51	12,01	10,79	9,62	-31,27	High	11,29	12,23
Risorse di base	244,55	17,39	11,64	11,88	11,34	High	59,34	-2,02	4,73
Chimici	1.121,91	17,63	17,54	16,58	15,34	4,28	8,82	5,80	8,05
Costruzioni e Materiali	466,32	18,36	18,03	16,01	14,40	16,41	12,77	12,64	11,18
Servizi finanziari	419,99	17,81	17,83	16,45	16,97	3,27	38,95	8,35	12,72
Alimentari	612,10	24,27	23,31	20,83	18,94	-9,36	19,57	11,93	9,98
Farmaceutici	840,52	18,66	18,13	16,95	15,50	8,11	1,46	7,00	9,34
Beni e servizi Industriali	814,65	19,69	19,82	17,52	15,62	9,27	12,53	13,12	12,14
Assicurazioni	273,68	10,09	12,70	10,75	10,20	5,71	-8,07	18,16	5,35
Media	227,70	19,70	18,28	16,85	15,39	-1,11	7,06	8,50	9,46
Petrolio & Gas (Energia)	307,75	17,88	14,31	13,87	12,76	-16,65	41,88	3,18	8,64
Beni personali e per la casa	831,16	24,74	23,58	21,53	19,46	8,48	16,01	9,55	10,61
Real Estate	242,39	19,81	19,56	18,31	17,24	15,91	9,84	6,85	6,19
Retail	480,89	18,26	19,93	17,92	16,21	22,46	8,24	11,19	10,55
Tecnologici	508,78	23,00	22,94	21,00	18,25	0,13	16,42	9,22	15,10
Telecom	314,44	20,70	15,83	13,67	12,36	-3,69	21,10	15,85	10,53
Turismo e Tempo libero	237,63	16,06	14,05	13,43	12,15	-0,36	12,89	4,62	10,57
Utility	288,75	13,75	15,24	14,32	13,22	-8,56	8,38	6,41	8,36

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	388,14	-0,71	0,57	10,81	
Auto e componenti	586,59	2,26	7,19	12,52	
Banche	130,59	-3,43	-3,12	10,98	
Risorse di base	244,55	1,12	8,17	6,84	
Chimici	1.121,91	-0,06	3,88	12,32	
Costruzioni e Materiali	466,32	1,46	3,42	14,44	
Servizi finanziari	419,99	0,10	2,40	18,60	
Alimentari	612,10	-3,58	-0,74	9,87	
Farmaceutici	840,52	-6,16	-9,67	2,76	
Beni e servizi industriali	814,65	0,29	4,32	15,60	
Assicurazioni	273,68	-0,87	8,20	11,01	
Media	227,70	-0,23	-2,77	3,42	
Petrolio & Gas (Energia)	307,75	1,05	-4,86	-5,02	
Beni pers. e per la casa	831,16	1,05	0,35	17,85	
Real Estate	242,39	3,36	2,34	7,68	
Retail	480,89	0,22	-8,07	0,93	
Tecnologici	508,78	1,46	6,87	24,29	
Telecomunicazioni	314,44	-4,37	-13,90	-5,78	
Turismo e tempo libero	237,63	3,89	2,34	13,50	
Utility	288,75	-1,21	5,03	18,09	

Fonte: FactSet



Fonte: FactSet

Analisi settoriale

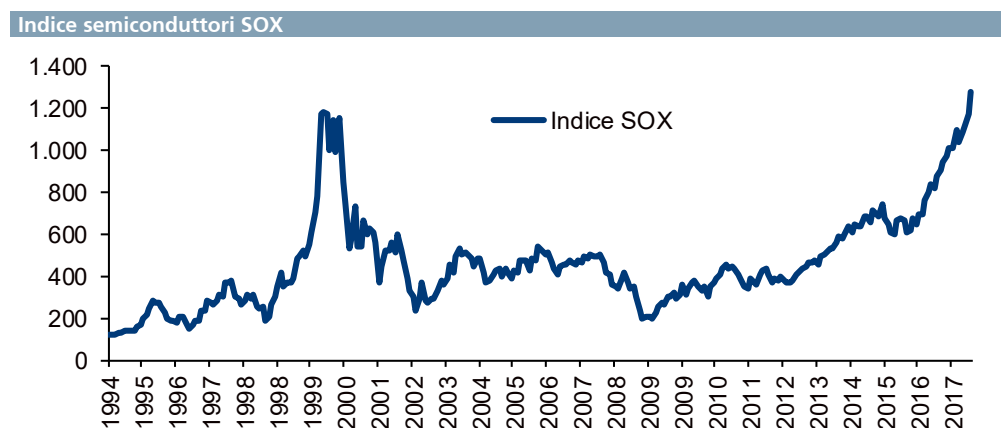
Riepilogo giudizi settori Euro Stoxx			
	6-12m		6-12m
Auto	M. POSITIVO	Stoxx 600	M. POSITIVO
Banche	M. POSITIVO	Euro Stoxx	M. POSITIVO
Risorse di base	NEUTRALE	FTSE MIB	M. POSITIVO
Chimici	NEUTRALE	CAC 40	M. POSITIVO
Costruzioni e Materiali	M. POSITIVO	DAX	M. POSITIVO
Servizi finanziari	M. POSITIVO	FTSE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

Fonte: Intesa Sanpaolo

Settori Moderatamente Positivi

Tecnologico. Confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto, che mostra forza relativa in considerazione di risultati societari superiori alle attese e di prospettive ancora incoraggianti sia in termini di EPS, di utili operativi che di ricavi. Relativamente al triennio 2017-19, le stime di consenso vertono infatti per un incremento medio del 13,6% per quanto riguarda gli utili per azione, dell'11,5% per l'EBIT e del 5,1% per quanto riguarda il fatturato; in tutti e tre i casi, si tratta di valori superiori a quelli stimati per l'Euro Stoxx. A trainare il settore sono soprattutto i titoli del segmento dei semiconduttori, il cui peso complessivo in termini di capitalizzazione supera il 30%. Le caratteristiche maggiormente cicliche del settore, unite alla forte domanda di semiconduttori proveniente dai comparti Automobilistico e Industriale hanno condotto le vendite e l'indice SOX su livelli record (vedasi grafico sotto), con quest'ultimo che ha violato anche i massimi di inizio secolo. Nel frattempo, i nuovi dati di vendita a livello internazionale hanno archiviato il 3° trimestre con il miglior risultato di sempre: secondo quanto riportato da SIA, (Semiconductor Industry Association) a fine settembre si è raggiunto il valore di 107,9 miliardi di dollari, con un incremento del 10,2% rispetto al trimestre precedente.

Risultati trimestrali e stime al rialzo sui conduttori trainano i Tecnologici europei



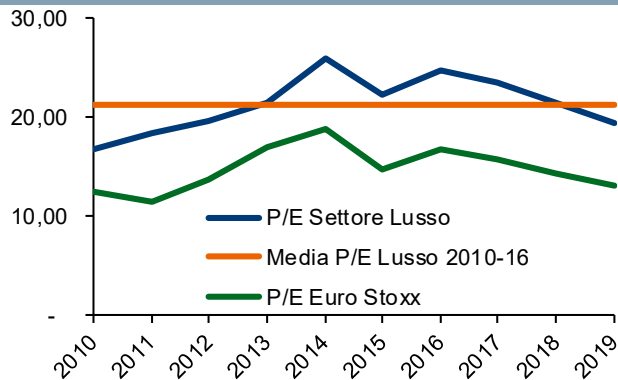
Fonte: Bloomberg

Sulla base delle forti crescite registrate ancora negli ultimi mesi, SIA ha rivisto al rialzo le proprie stime in termini di vendite a livello internazionale sia per quanto riguarda la chiusura dell'attuale esercizio che per il 2018; nel primo caso, la crescita attesa sale a +17% dal +11,5% stimato lo scorso giugno, mentre per il prossimo anno, l'Associazione si attende un miglioramento seppur a singola cifra (+4,3%), più elevato rispetto al precedente +2,7%. Solamente nel 2019, si dovrebbe registrare una stabilizzazione con vendite in moderata flessione (-0,6%), come conseguenza di un mercato che potrebbe mostrarsi ormai maturo.

Beni Personali e per la casa/Lusso. Manteniamo il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto, confermato anche dalle indicazioni emerse dalle recenti trimestrali. I principali gruppi hanno evidenziato crescite dei ricavi nel complesso superiori alle attese, nonostante un impatto negativo derivante dalla componente valutaria, con l'euro in sensibile rafforzamento nei confronti del dollaro e yen. In termini di outlook, lo scenario che è emerso resta incentrato su un cauto ottimismo, che trova fondamento anche nelle stime di Altagamma; l'Associazione si attende una chiusura di esercizio in crescita del 5% per quanto riguarda il mercato globale dei beni di lusso, dopo un 2016 di assestamento dovuto a incertezze congiunturali e crisi geopolitiche che hanno frenato i consumi. La ripresa sembra sostenuta da una ritrovata propensione al consumo sia in Europa che in Asia e Stati Uniti, oltre che da un aumento del traffico turistico. Inoltre, resta rilevante il contributo degli acquisti da parte della popolazione cinese sia nel Paese asiatico che all'estero nei propri viaggi. A tutto ciò si aggiunge una costante ma importante crescita delle vendite online, che hanno aumentato sensibilmente il proprio peso sul totale. Altagamma stima un'ulteriore crescita dei beni di lusso anche nel 2018 a un ritmo del 5%, con un contributo positivo da tutti i principali mercati; da questo punto di vista, a trainare sarà ancora l'Asia, con un incremento stimato del 10%, seguita dal Giappone (+5%) e dall'Europa e Nord America con aumenti attesi nell'ordine del 4%. Infine, l'Associazione stima un incremento dell'EBITDA del settore pari al 10%.

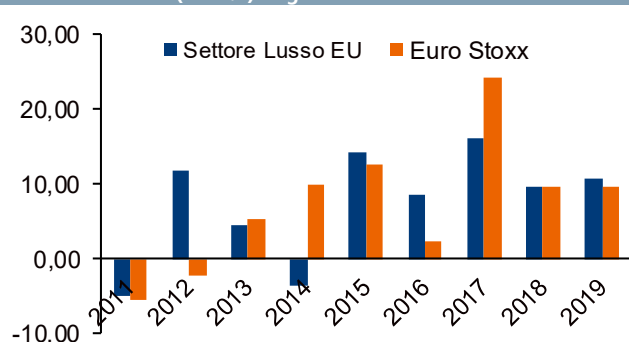
Cauto ottimismo da parte dei principali gruppi del Lusso per i prossimi mesi. Ricavi trimestrali in salita, nonostante l'impatto della componente valutaria

P/E Settore Lusso vs. Media 2010-16 e P/E Euro Stoxx



Fonte: FactSet

Stime di crescita (var. %) degli EPS Settore Lusso ed Euro Stoxx



Fonte: FactSet

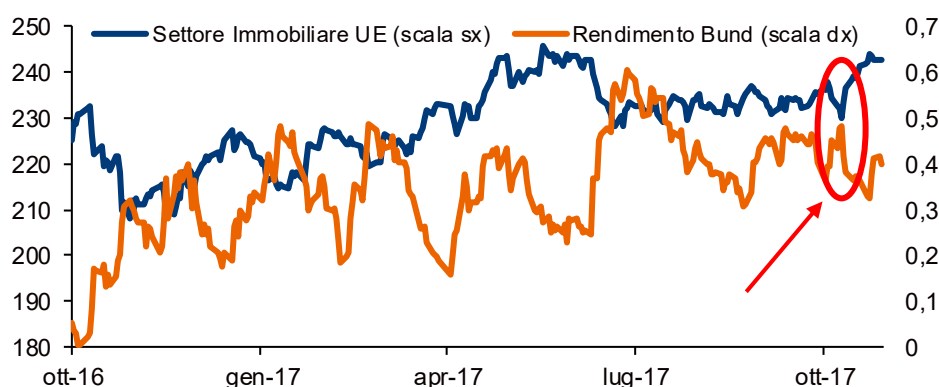
Relativamente ai fondamentali, il comparto tratta a multipli di P/E a premio sia rispetto a quelli dell'Euro Stoxx che alla media storica 2010-16, giustificati però da attese di crescita degli utili a doppia cifra e più elevate di quelle del benchmark europeo per il biennio 2018-19; per quanto riguarda l'esercizio in corso, la variazione stimata dal consenso per il Lusso risulta inferiore a quella attesa per l'intero Eurostoxx, anche se su quest'ultimo influisce in modo significativo l'elevato apporto fornito dal settore Bancario. Al netto di tale componente, il Lusso presenta valutazioni migliori rispetto a quelle del benchmark europeo.

Real Estate. Ribadiamo la Moderata Positività sul settore, in considerazione della maggiore attrattiva dell'investimento immobiliare rispetto ad altre asset class, in un contesto caratterizzato ancora da tassi di mercato particolarmente contenuti. L'atteggiamento accomodante mostrato dalla BCE nell'ultima riunione di fine ottobre ha fornito infatti un ulteriore sostegno al comparto, come evidenziato anche nel grafico riportato nella pagina successiva. Le caratteristiche *rate*

Bassi tassi di mercato, contesto macroeconomico positivo ed elevata liquidità nel sistema sostengono gli investimenti immobiliari

sensitive del settore e l'elevata liquidità presente nel sistema, aggiunte al contesto macroeconomico positivo, rappresentano i driver principali della crescita del comparto. Un importante sostegno potrebbe arrivare anche dalla componente legata alle agevolazioni fiscali; in Germania, per esempio, si potrebbero registrare possibili interventi del Governo in tema di esenzioni e sovvenzioni alle famiglie che intendano acquistare abitazioni. Nel programma elettorale della Cancelliera Merkel si faceva infatti riferimento a un piano edilizio per la realizzazione di un milione e mezzo di nuovi alloggi privati, il cui finanziamento verrebbe agevolato da incentivi fiscali pari a 1.200 euro all'anno a famiglia per ogni figlio a carico nel momento dell'acquisto della prima abitazione. Inoltre, la proposta sarebbe anche quella di eliminare l'imposta sulla compravendita. Da un punto di vista dei fondamentali, il consenso stima un incremento costante, seppur a un ritmo a singola cifra, degli utili per il triennio 2017-19, a cui si associano variazioni positive anche in termini di EBITDA. Valori questi che giustificano solamente in parte il premio in termini di P/E a cui quota il comparto rispetto all'Euro Stoxx: il margine risulta però più contenuto con riferimento alla media storica settoriale riferita al periodo 2010-16.

Andamento Settore Immobiliare UE vs. rendimento Bund



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Indicazioni positive arrivano dall'European Outlook 2018 presentato da Scenari Immobiliari; nel documento emerge come dopo circa dieci anni di profonda crisi, il mercato immobiliare europeo stia registrando importanti segnali di recupero. Riguardo ai cinque principali Paesi europei (Francia, Germania, Inghilterra, Spagna e Italia), il fatturato immobiliare dovrebbe crescere del 6% a chiusura dell'attuale esercizio con un ulteriore incremento stimato al 9% nel corso del prossimo anno. L'Associazione si attende un ritmo più sostenuto pari al 12,9% nel 2017 e al 9,3% nel 2018 per quanto riguarda l'intera area EU28. A livello di spaccato geografico, Spagna e Francia sono attese registrare le variazioni più sostenute nel corso del prossimo anno, con tassi a doppia cifra rispettivamente pari al 15,1% e 10,5%, dopo l'11,6% e l'8,6% con cui sono attesi archiviare l'attuale esercizio. Più contenute le crescite attese per Germania e Italia (6% e 6,2%); anche in questo caso, si individuano comunque segnali di miglioramento rispetto agli anni scorsi.

Fatturato immobiliare europeo: andamento storico e stime

	Valore beni scambiati in mln di euro (valori nominali)				Var. %		
	2015	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Francia	136.500	140.000	152.000	168.000	2,6	8,6	10,5
Germania	203.600	205.000	215.000	228.000	0,7	4,9	6,0
Inghilterra (*)	130.200	112.000	115.000	125.400	-14,0	2,7	9,0
Spagna	77.800	86.000	96.000	110.500	10,5	11,6	15,1
Italia	111.050	114.000	118.550	125.950	2,7	4,0	6,2
EU5	659.150	657.000	696.550	757.850	-0,3	6,0	8,8
EU28	1.203.000	1.240.000	1.400.000	1.530.000	3,1	12,9	9,3

Nota: (*) dati riferiti alla sola Inghilterra e non all'intera Gran Bretagna. Fonte: European Outlook 2018 – Scenari Immobiliari

USA

Sempre più su

Gli indici statunitensi rinnovano i massimi storici, con l'S&P500 e il Dow Jones all'ottavo mese consecutivo di rialzo e il Nasdaq al quinto, sostenuti sia da trimestrali particolarmente brillanti e superiori alle attese che dall'imminente riforma fiscale. La stagione delle trimestrali si avvia al termine: a oggi hanno riportato il 95,2% dei gruppi appartenenti all'S&P500, evidenziando utili in crescita in media del 7,5% (percentuale che sale all'10,6% escludendo i Finanziari e scende al 5,6% non calcolando l'Energia) e superando le attese nel 73,7% dei casi. Altro driver è rappresentato dall'imminente approvazione della riforma fiscale, anche se resta qualche incertezza in merito all'approvazione definitiva del testo attuale passato alla Camera.

I fondamentali degli indici statunitensi riflettono una moderata sopravvalutazione dei multipli rispetto alla media storica 2010-2016, a fronte di stime di crescita a doppia cifra per l'anno in corso. Relativamente ai risultati del 3° trimestre, a guidare l'aumento degli utili è stato il comparto Energia, con crescita medie del 147,1% grazie a un confronto particolarmente favorevole con lo stesso periodo 2016. Particolarmente brillanti gli utili dei Tecnologici, che chiudono il trimestre in rialzo del 21,4%, guidati dai semiconduttori e dai Software & Services, seguiti da quelli delle Risorse di Base (+11,9%). Nel terzo trimestre i ricavi complessivi sono cresciuti del 5,4%, percentuale che sale al 6% ex-Finanziari e al 4,5% ex-Energia.

Per il 4° trimestre, secondo il consenso gli utili dovrebbero tornare a crescere a doppia cifra al 10,9%, con il dato ex-Finanziari al 10,3% e quello ex-Energia all'8,9%. La crescita a doppia cifra è stimata anche per il primo e secondo trimestre del 2018, nonché per l'intero anno. I ricavi per il 4° trimestre sono attesi in aumento del 5,9%, che sale al 6,6% escludendo i Finanziari e scende al 5,2% ex-Energia.

Gli elementi critici si confermano i rischi geopolitici e la ripida salita dell'ultimo periodo (che aumenta le probabilità di ritracciamento delle quotazioni), oltre a qualche incertezza relativa all'approvazione definitiva al Senato della manovra fiscale passata alla Camera.

Criticità: rischi geopolitici, ripidità della salita, valutazioni a moderato premio

I dati macro confermano un'economia solida, sia in termini di crescita che di occupazione. Gli indici di fiducia confermano il buon momento congiunturale, con l'indice del Michigan che resta molto elevato a 97,8 (vicino ai massimi da gennaio 2017), confermando ottimismo sul mercato del lavoro. A ottobre l'ISM non manifatturiero sale ai massimi dall'inizio del 2008 (60,1 da 59,8 di settembre), con le imprese che mantengono una visione positiva sulla maggior parte dei settori. Il mercato del lavoro conferma un aumento dell'occupazione e delle dinamiche salariali, nonostante il rallentamento degli occupati negli ultimi due mesi. Le nostre stime di crescita del PIL per l'intero anno vertono sul 2,2% nel 2017 e 2,4% nel 2018. Relativamente ai tassi, lo scenario centrale prevede un aumento di 0,25% entro fine anno, con l'inflazione attesa a 1 anno al 2,6%, dal precedente 2,4%, e 5 anni pari al 2,5%.

Dati macro ribadiscono il buon momento della congiuntura

Sul fronte della riforma fiscale, la Camera statunitense ha approvato il testo del Tax Cuts and Jobs Act, con effetti stimati sul deficit pari a un allargamento cumulato di 1,4 trilioni di dollari fra il 2018 e il 2027, più un aumento degli interessi di 260 miliardi. Gli elementi principali sono:

I contenuti dalla riforma fiscale

- per le famiglie, il disegno di legge prevede la riduzione del numero di aliquote da 7 a 4, elimina gran parte delle detrazioni, limita la detrazione per gli interessi sui mutui e quella delle imposte statali e locali. A fronte di queste minori detrazioni, aumenta la detrazione standard e il credito d'imposta per i figli, e aggiunge una detrazione per familiari a carico. Inoltre, viene eliminata l'imposta di successione dal 2025;

- per le imprese, le principali beneficiarie della riforma, l'aliquota della tassazione sui profitti scende al 20% dall'attuale 35%, mentre per le società semplici si applica un'aliquota massima del 25% sui redditi da capitale. Gli utili detenuti all'estero saranno tassati ad aliquote agevolate (7% per attività illiquide, 14% per attività liquide).

A livello settoriale, confermiamo Moderata Positività sui Tecnologici, con il settore che ha riportato una crescita media degli utili pari al 21,4% nel trimestre e una percentuale di sorprese positive pari all'89%. Relativamente ai semiconduttori, i nuovi dati di vendita a livello internazionale hanno archiviato il 3° trimestre con il miglior risultato di sempre: secondo quanto riportato da SIA (*Semiconductor Industry Association*) a fine settembre si è raggiunto il valore di 107,9 miliardi di dollari, con un incremento del 10,2% rispetto al trimestre precedente. Moderata Positività per il comparto Energia, guidato dal rialzo del petrolio, con il greggio tornato ai massimi di 21 mesi sopra ai 55 dollari, dopo aver toccato massimi relativi a 57,9 dollari. Neutralità sul Telefonico, frenato dai risultati deboli, con utili in media in flessione dell'1,4%. Neutralità sul Retail per il quale si avvicina l'importante stagione di acquisti natalizi; la National Retail Federation stima una crescita delle vendite su base annua del 3,6-4% a 678-682 mld di dollari. Moderata Positività sui Finanziari, con i grandi istituti che hanno riportato trimestrali superiori alle attese, sostenuti dalle attività di *wealth management*, dal miglioramento degli impieghi, dagli effetti di efficaci politiche di riduzione dei costi e da un miglioramento dei margini di interesse, che hanno bilanciato sia la debolezza delle attività di *trading* che i maggiori accantonamenti per eventuali future inadempienze sull'utilizzo delle carte di credito. Inoltre, il comparto beneficia delle prospettive di un nuovo rialzo dei tassi. Moderata positività per il Farmaceutico, sostenuto da alcune trimestrali sopra le attese, con conseguente miglioramento degli outlook per i prossimi mesi.

A livello settoriale

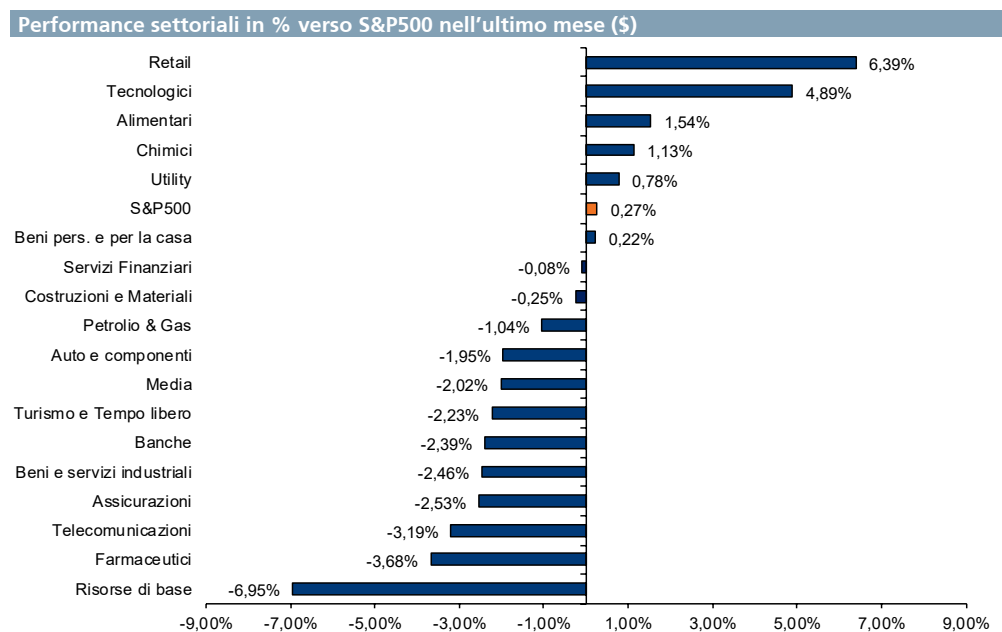
Multipli, crescite e PEG dei principali indici azionari									
	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
S&P100	1.136,20	19,63	19,44	17,73	16,10	0,19	9,28	9,68	10,11
S&P500	2.582,14	19,91	19,69	17,76	16,16	0,30	9,63	10,82	10,09
NASDAQ 100	6.308,61	22,04	23,09	20,49	18,35	7,92	10,81	12,72	12,26
NASDAQ Composite	6.790,71	26,89	26,03	22,24	19,31	-0,80	14,94	16,89	15,34
Dow Jones Industrial	23.430,33	19,00	18,97	17,32	15,77	-0,84	11,25	9,51	9,81

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	2.582,14	0,27	8,41	15,33
Banche	210,71	-2,39	10,39	8,30
Retail	250,46	6,39	6,80	16,22
Auto e componenti	154,80	-1,95	3,86	-4,27
Risorse di base	93,22	-6,95	5,63	7,24
Chimici	290,71	1,13	40,73	51,51
Costruzioni e Materiali	250,07	-0,25	5,53	10,42
Alimentari	191,00	1,54	-0,51	2,88
Petrolio & Gas (Energia)	116,22	-1,04	-0,67	-10,04
Servizi Finanziari	236,88	-0,08	15,79	19,39
Farmaceutici	245,42	-3,68	8,05	16,91
Beni e servizi industriali	227,91	-2,46	8,98	14,90
Assicurazioni	278,84	-2,53	9,40	10,94
Media	241,14	-2,02	-6,55	-2,51
Beni pers. e per la casa	209,56	0,22	-0,06	9,56
Tecnologici	255,55	4,89	15,99	36,40
Telecomunicazioni	162,50	-3,19	-3,93	-15,21
Turismo e Tempo libero	297,60	-2,23	0,71	15,05
Utility	213,43	0,78	8,71	16,04

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



Fonte: FactSet

Analisi settoriale

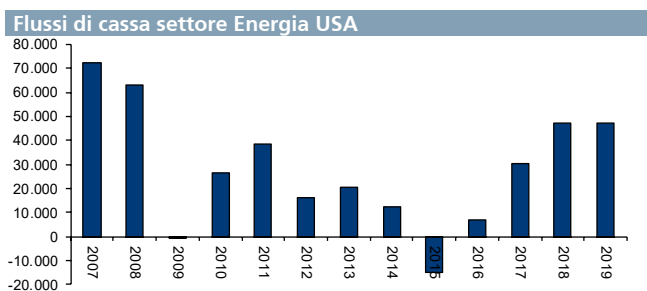
Riepilogo giudizi settori S&P500			
	6-12m	S&P500	6-12m
Auto	NEUTRALE		M. POSITIVO
Banche	M. POSITIVO		
Risorse di base	M. POSITIVO		
Chimici	M. POSITIVO		
Costruzioni e Materiali	M. POSITIVO		
Servizi finanziari	M. POSITIVO		
Alimentari	NEUTRALE		
Farmaceutici	M. POSITIVO		
Beni e servizi Industriali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

Fonte: Intesa Sanpaolo

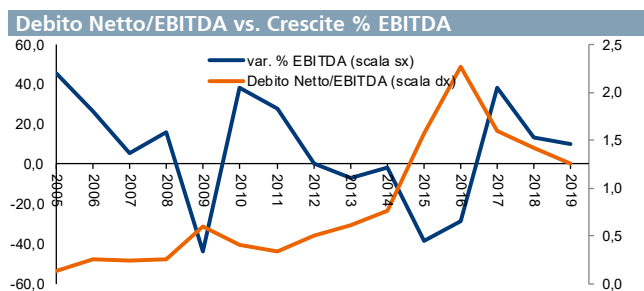
Settori Moderatamente Positivi

Energia. Confermiamo un giudizio Moderatamente Positivo sul comparto, nonostante maggiori prese di profitto di breve periodo. Il quadro positivo emerso dalle recenti trimestrali e le prospettive in termini di stime di crescita degli utili per i prossimi esercizi confermano la moderata positività. Riguardo al primo aspetto, i risultati del 3° trimestre hanno rilasciato un deciso incremento degli EPS, favoriti soprattutto da un effetto comparativo favorevole, la percentuale di sorprese si conferma elevata e pari al 71,8%; segnale che, nonostante il consenso si attendesse rialzi in scia agli aumenti del petrolio, i principali gruppi hanno sorpreso positivamente. Indicazioni incoraggianti sono arrivate anche dal fronte dei ricavi, cresciuti del 15,8%, ad un livello decisamente superiore rispetto alla media dell'intero mercato, a cui si sono aggiunti incrementi della produzione di idrocarburi. Relativamente ai fondamentali, il comparto è atteso archiviare l'attuale esercizio con decisi aumenti degli utili, giustificando il premio a cui quota in termini di P/E sia rispetto ai valori dell'S&P500 che alla media storica 2010-16. Variazioni ancora positive sono stimate in termini di EPS per il prossimo biennio, anche se a ritmi più contenuti ma ancora a doppia cifra; in questo caso, il premio sui multipli si riduce ampiamente rispetto all'S&P500 con i valori che tornano anche ad un livello inferiore alla media storica. Inoltre, il comparto potrà contare su un'interessante generazione di cassa; il FCF (Free Cash Flow) per il triennio 2017-19 è stimato in deciso aumento dopo la flessione registrata nel 2015 e il moderato rialzo dell'esercizio successivo. Tale situazione dovrebbe condurre a mantenere una politica di distribuzione dei dividendi e di acquisto di azioni proprie interessante, con il consenso che stima un *dividend yield* medio per il triennio 2017-19 pari al 3,02%, un livello superiore a quello del mercato. Effetti positivi si dovrebbero registrare anche in termini di contenimento della posizione debitoria, con il rapporto Debito Netto/EBITDA stimato in costante calo all'1,26x nel 2019 rispetto al 2,28x del 2016; tali valori restano comunque ancora superiori rispetto a quelli dello scorso decennio.

Indicazioni positive dai risultati trimestrali per il comparto Energia, con prospettive ancora interessanti per i prossimi esercizi



Nota: valori in mln di dollari. Fonte: Factset

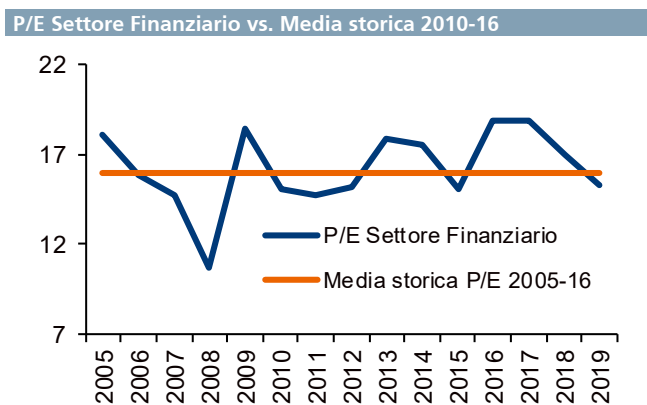


Fonte: Factset

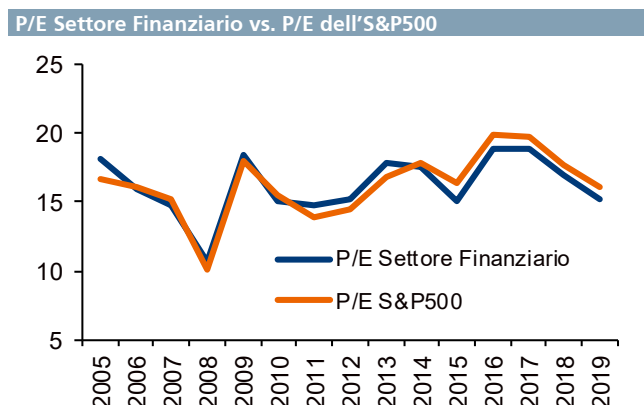
Un sostegno al comparto dovrebbe arrivare anche da ulteriori crescite del petrolio; le nostre stime vertono infatti su un prezzo medio del WTI per il 2017 pari a 50,3 dollari, che sale a 52 dollari nel 2018, per poi superare anche la soglia di 60 dollari nel corso del 2020. I rincari attesi andrebbero quindi a riflettersi positivamente sui fondamentali del settore, giustificando le attuali stime di consenso in termini di utili.

Finanziari. Manteniamo la Moderata Positività sui Finanziari, in considerazione degli impatti positivi derivanti da una politica monetaria più restrittiva in termini di tassi, a cui si aggiungono gli effetti di un'eventuale deregolamentazione del settore proposta dall'Amministrazione Trump. In tal modo ci si attende un miglioramento dei margini di interesse, oltre a un incremento dei ricavi sia da attività da trading che legati a un possibile aumento degli impieghi, per via di minori vincoli normativi in termini di bilancio. A tal proposito, il consenso stima una crescita media degli EPS per triennio 2017-19 pari al 12,4%, un livello superiore a quanto indicato per l'indice S&P500. Analogamente, i ricavi attesi risultano in aumento del 6,4% rispetto al 5,1% stimato dal consenso per il benchmark statunitense. Nonostante i rialzi che hanno caratterizzato fino ad ora il comparto, i multipli di P/E si confermano in moderato sconto rispetto a quelli dell'S&P500 e solo a premio in riferimento alla media storica 2010-16. Tale situazione la si riscontra anche in termini di P/BV.

Rialzo dei tassi di mercato e deregolamentazione del settore rappresentano i driver per i Finanziari



Fonte: Factset



Fonte: Factset

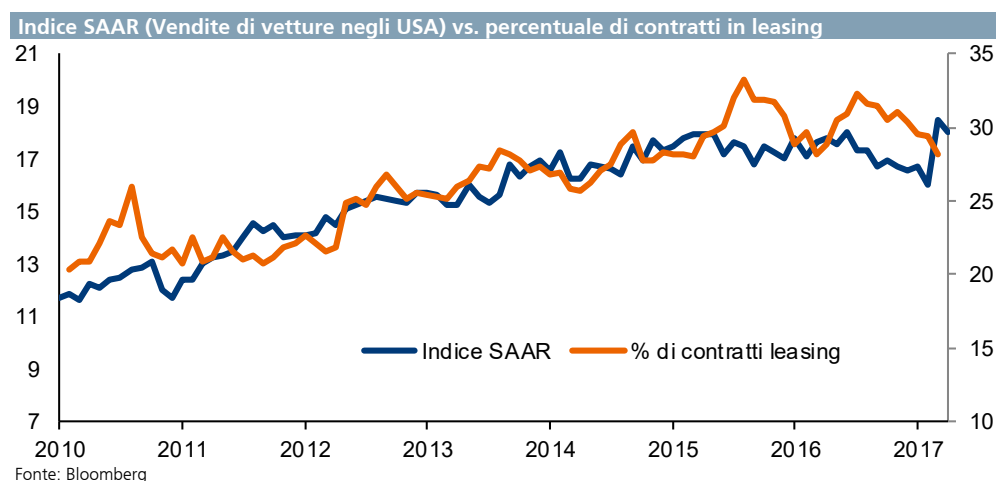
Indiscrezioni di stampa (Wall Street Journal) riporterebbero che un gruppo di senatori *bipartisan* avrebbe raggiunto un'intesa sul tema di una maggiore deregolamentazione del settore: tale bozza dovrebbe prevedere l'innalzamento della soglia di 250 mld di dollari di asset detenuti da un'istituzione finanziaria per essere oggetto di controlli diretti da parte della Fed (attualmente il livello risulta pari a 50 mld di dollari). Inoltre, l'accordo implicherebbe anche la fine della vigilanza da parte della Banca centrale per gli istituti con meno di 100 mld di dollari di attività, compresa l'esenzione dall'obbligo di sottoporsi agli stress test e a requisiti più stringenti in termini patrimoniali. L'eventuale approvazione di tali norme potrebbe condurre a una minore

pressione sul fronte dei requisiti di bilancio, oltre a un aumento degli impieghi (dato il minore vincolo patrimoniale) e anche a un possibile incremento delle attività di consolidamento del settore; al momento, molte istituzioni di minori dimensioni sono state infatti frenate nelle operazioni di M&A dal rischio di poter superare il limite di 50 mld di dollari e quindi essere oggetto di controlli più stringenti da parte delle Autorità Centrali.

Settori Neutrali

Auto. Ribadiamo la Neutralità sul settore, le cui stime di crescita in termini di utili si confermano deboli per i prossimi esercizi, mentre nel 2017 i principali gruppi potrebbero mostrare una maggiore tenuta grazie al sostegno derivante dalle vendite, attestatesi su livelli storici. Negli ultimi mesi dell'anno, l'indice SAAR (indice destagionalizzato relativo alle vendite di vetture nel mercato USA) potrebbe infatti beneficiare ancora degli effetti delle sostituzioni di auto danneggiate dai recenti uragani e mostrare ulteriori variazioni positive. Riguardo alle prospettive di più lungo periodo, il consenso stima una flessione degli EPS sia nel 2018 che nel 2019, seppur con variazioni a singola cifra: sulle prospettive del settore potrebbero pesare sia la maturità del mercato domestico, sia gli investimenti per il lancio di nuovi modelli soprattutto nel segmento delle vetture a trazione elettrica. Il comparto quota tradizionalmente a multipli di P/E a sconto, anche se tali valori risultano in decisa crescita negli ultimi mesi, segnalando una maggiore sopravvalutazione.

Mercato dell'auto USA ormai saturo: potrebbero frenare le prospettive del settore nei prossimi esercizi



Inoltre, il mercato dell'auto statunitense potrebbe mostrarsi ormai saturo, dopo aver registrato nuovi massimi storici nel 2017, che ha rappresentato il nono anno consecutivo di crescita. Infine, le prospettive meno favorevoli in termini di condizioni finanziarie, con i tassi di mercato visti in risalita, potrebbero mettere ulteriore pressione sulle vendite di vetture: come evidenziato dal grafico sopra riportato, la percentuale di contratti in leasing sta registrando una costante decrescita nel corso degli ultimi mesi rispetto ai valori massimi di inizio anno.

Multipli e crescite dei settori statunitensi									
Settore	Valore	P/E (x)				Var. EPS %			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
S&P500	2.582,14	19,83	19,69	17,76	16,16	0,30	9,63	10,82	10,09
Banche	210,71	15,30	14,38	12,89	11,63	-1,64	9,61	11,60	10,81
Retail	250,46	23,50	25,83	23,52	21,08	4,47	1,89	9,82	11,60
Auto e componenti	154,80	8,87	8,29	8,97	9,00	-5,62	-1,50	-7,60	-0,37
Risorse di base	93,22	31,89	16,60	12,88	13,77	-46,26	High	28,89	-6,48
Chimici	290,71	20,45	23,23	19,09	16,68	-3,57	24,75	21,69	14,50
Costruzioni e Materiali	250,07	26,91	26,15	20,93	18,35	12,00	12,72	24,91	16,16
Alimentari	191,00	22,74	21,31	19,85	18,50	5,33	7,12	7,33	7,53
Petrolio & Gas (Energia)	116,22	126,31	34,71	26,00	20,96	-75,80	High	33,48	24,09
Servizi Finanziari	236,88	19,00	18,91	17,06	15,31	6,10	14,95	10,86	11,37
Farmaceutici	245,42	16,55	16,66	15,69	14,34	6,89	6,75	6,20	9,40
Beni e servizi industriali	227,91	20,81	21,15	19,47	17,37	0,84	5,91	8,62	12,10
Assicurazioni	278,84	17,63	18,73	14,96	13,93	-8,18	-0,74	25,17	7,38
Media	241,14	18,25	15,85	14,75	13,66	6,36	4,90	7,43	7,99
Beni pers. e per la casa	209,56	22,30	20,95	19,20	17,52	4,88	3,56	9,15	10,36
Tecnologici	255,55	19,04	20,20	18,13	16,72	2,92	15,58	11,44	8,44
Telecomunicazioni	162,50	14,11	11,97	11,86	11,73	-7,38	1,16	0,88	1,15
Turismo e Tempo libero	297,60	23,33	23,96	21,12	18,63	3,74	8,68	13,47	13,35
Utility	213,43	17,94	19,12	18,21	17,32	9,32	2,46	5,00	5,13

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

Italia

Nei primi nove mesi dell'anno le società che fanno parte del FTSE MIB hanno mostrato un saldo degli utili migliore rispetto all'esercizio precedente; un risultato che, se confermato, farebbe dell'intero 2017 un anno di crescita a doppia cifra. Il quarto trimestre dell'anno rappresenta tuttavia un'incognita. Dal 2011 ad oggi il saldo tra utili e perdite negli ultimi tre mesi è sempre stato negativo a causa delle drastiche svalutazioni sui crediti deteriorati messe in atto dalle banche, il settore da sempre più rappresentativo sul listino domestico (26,7% il peso sull'indice). La fine d'anno è notoriamente il periodo in cui si fa pulizia di bilancio. Lo scorso esercizio lo ha fatto il comparto Bancario ma anche il settore Petrolifero, che ha dovuto fare i conti con il crollo dei prezzi del greggio. Nella seconda parte dell'anno il petrolio ha recuperato e attualmente quota poco sopra i 60 dollari al barile (valore riferito al Brent), pertanto è ragionevole attendersi un quarto trimestre in utile per l'Oil&Gas. Non c'è la stessa certezza per le banche. Seppure i maggiori istituti di credito italiani siano reduci da un buon terzo trimestre, una nuova tornata di svalutazioni per fine anno non è da escludere. Le nuove linee guida della BCE in tema di crediti deteriorati prevedono criteri più rigidi per gli accantonamenti sui flussi di nuovi crediti deteriorati. In questo contesto alcune banche potrebbero decidere di classificare anticipatamente come deteriorate le esposizioni più difficili per evitare che la loro gestione sia più onerosa quando le nuove regole entreranno in vigore.

A livello macro la situazione sta via via migliorando e questo rappresenta un sostegno fondamentale per il percorso di recupero dell'azionario domestico (+15,3% da inizio anno dell'indice FTSE MIB). Le nostre stime indicano una crescita del PIL italiano dell'1,4% nel 2017; rispetto allo scenario di metà anno siamo più positivi sull'evoluzione dei consumi mentre siamo meno ottimisti sulle esportazioni per via del cambio forte. Ritemiamo che vi siano rilevanti margini di recupero per gli investimenti.

La congiuntura economica in miglioramento e la progressione degli utili societari hanno contribuito a ridurre da inizio anno il premio al rischio azionario sul mercato domestico. Ha inciso anche la maggiore serenità politica dell'Eurozona dopo le elezioni che hanno eliminato rischi di derive antieuropeiste e, per ora, non sembra pesare l'avvicinarsi della scadenza elettorale 2018 in Italia. Nel 2017 il differenziale di premio al rischio tra Italia e i principali indici europei si è quasi annullato: Italia 6,4% ed Euro Stoxx 6,1%. Il premio al rischio in Italia rimane tuttavia ancora molto distante dal 4,3% di dieci anni fa.

Osservando la tabella sottostante si nota come il 2017 rimanga caratterizzato da un forte incremento degli EPS, intorno al 53-55%, giustificato in gran parte dal recupero del settore Bancario e dall'Energia, al netto dei quali la crescita risulta più contenuta e pari rispettivamente a 20,6% e 22,4%. Per quanto riguarda il FTSE MIB e il FTSE All Share, nell'ultimo mese si nota una leggera revisione al ribasso sugli utili attesi per il 2017 a favore del 2018, frutto di un aggiustamento del consenso dovuto alla pubblicazione dei risultati del 3° trimestre. Sulla base degli utili attesi 2018-19, i due indici risultano i più attraenti tra i benchmark analizzati, con un PEG rispettivamente pari a 0,89x e 0,91x.

Azionario domestico sostenuto da utili in crescita, miglioramento dello scenario macroeconomico e maggiore serenità a livello politico europeo

Il confronto sui multipli degli altri mercati rende gli indici azionari domestici ancora attraenti

Multipli, crescite e PEG dei principali indici italiani										
	Valore	P/E 2016	P/E 2017E	P/E 2018E	P/E 2019E	Var. % EPS 2016	Var. % EPS 2017E	Var. % EPS 2018E	Var. % EPS 2019E	PEG (P/E 17 su var. % EPS 2018-19E)
FTSE MIB	22.189,25	18,48	15,66	12,94	11,45	-6,18	55,44	21,02	14,17	0,89
FTSE All Share	24.488,36	19,77	16,27	13,36	11,80	-5,04	53,57	21,77	14,15	0,91
FTSE Mid Cap	42.119,49	18,78	18,79	17,22	15,51	3,02	15,45	9,10	10,16	1,95
FTSE Star	36.598,47	19,50	20,58	17,44	15,07	8,07	19,93	17,07	13,30	1,36
Euro Stoxx	388,14	16,71	15,79	14,39	13,15	2,60	24,20	9,72	9,57	1,64
S&P 500	2.582,14	19,91	19,69	17,76	16,16	0,30	9,63	10,82	10,09	1,88

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

In conclusione riteniamo che la borsa italiana abbia ancora spazio per apprezzarsi, ma sono fondamentali la tenuta delle altre borse e il permanere di un contesto economico favorevole. Il sistema bancario si è ristrutturato ma rimangono le incertezze sulla regolamentazione che, come detto prima, potrebbero pesare sui bilanci di fine stagione.

Inoltre le valutazioni attuali del mercato azionario non scontano la possibilità di manovre fiscali espansive a livello europeo, che potrebbero liberare risorse utili ad incrementare i profitti.

Rendimento dividendi						
%	Valore	Dividend Yield				
		2015	2016	2017E	2018E	2019E
FTSE MIB	22.189,25	4,01	3,63	3,47	3,78	4,17
FTSE All Share	24.488,36	3,83	3,38	3,34	3,64	4,02
FTSE Mid Cap	42.119,49	2,76	2,74	2,54	2,74	3,00
FTSE Star	36.598,47	2,59	2,34	2,20	2,35	2,50
Euro Stoxx	388,14	3,61	3,27	3,10	3,32	3,58
S&P 500	2.582,14	2,30	1,96	1,92	2,02	2,16

Fonte: FactSet

Riteniamo che le società che offrono dividendi elevati possano rimanere uno dei temi d'investimento favoriti anche nel 2018. I rendimenti attraenti sono apprezzabili nell'attuale scenario politico domestico soggetto ad incertezze pre-elettorali e alla luce della politica monetaria BCE attesa ancora accomodante nel 2018.

Performance del mercato italiano

Nel corso dell'ultimo mese il mercato azionario italiano ha stornato dai massimi annuali raggiunti a fine novembre, ma senza significativi scostamenti rispetto all'andamento degli altri indici europei. Solo il tedesco Dax ha registrato una performance mensile leggermente positiva, mentre tutti gli altri indici hanno chiuso sotto la parità. Da inizio anno il mercato domestico ha beneficiato del forte recupero del comparto Auto e di alcuni titoli Industriali e Finanziari rimanendo il migliore in ambito europeo.

Prosegue la sovraperformance da inizio anno

Performance principali indici internazionali				
	Valore	Var. % 1 mese	Var. % 6 mesi	Var. % inizio anno
Stoxx 600	386,39	-0,96	-1,31	6,91
Euro Stoxx	388,14	-0,71	0,57	10,81
Euro Stoxx 50	3.561,41	-1,21	-0,71	8,23
CAC 40	5.340,45	-0,59	0,30	9,83
DAX	13.058,66	0,52	3,32	13,74
IBEX	10.025,50	-1,93	-7,47	7,20
FTSE 100	7.389,46	-1,78	-1,09	3,45
FTSE All Share	24.488,36	-0,94	3,02	16,97
FTSE MIB	22.189,25	-0,71	2,88	15,36
S&P 500	2.582,14	0,27	8,41	15,33
NASDAQ Comp.	6.790,72	2,44	11,62	26,15
Dow Jones Indus.	23.430,33	0,44	12,62	18,56
Nikkei 225	22.261,76	3,75	13,63	16,47

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.

Da inizio anno e nell'ultimo mese la migliore performance spetta a STMicroelectronics, che beneficia dei buoni risultati conseguiti nei primi 9 mesi dell'anno e delle interessanti prospettive di crescita del settore Tecnologico. Seguono come migliori da inizio anno Ferrari e FCA. La prima ha superato le stime di consenso con i recenti risultati trimestrali e continua a mantenere alti gli obiettivi di crescita di medio termine sia in termini di vetture prodotte sia di marginalità. La seconda beneficia di ipotesi su operazioni straordinarie relative a società controllate o in merito

al consolidamento del settore. Da inizio anno si evidenzia anche il buon recupero di alcuni titoli bancari, come UBI Banca e FinecoBank. Nell'ultimo mese Italgas ha sovraperformato l'indice FTSE MIB grazie a risultati in forte crescita nei primi 9 mesi, che offrono una buona visibilità dell'attività nel medio termine. La società porta avanti le azioni finalizzate all'ottimizzazione della propria struttura finanziaria e partecipa al consolidamento del settore della distribuzione del gas attraverso l'acquisizione di piccoli e medi distributori.

Migliori del FTSE Mib nell'ultimo mese (€)			Migliori del FTSE Mib da inizio anno (€)		
Titolo	Prezzo	Var. %	Titolo	Prezzo	Var. %
STMicroelectronics	20,57	21,86	STMicroelectronics	20,57	90,46
Italgas	5,35	10,77	Fiat Chrysler Automobiles	14,99	73,71
FinecoBank	7,995	9,22	Ferrari	93,95	69,89
Tenaris	12,1	7,94	Unione di Banche Italiane	3,88	55,85
CNH Industrial	10,91	6,96	FinecoBank	7,995	50,00
Luxtistica Group	48,59	6,67	Italgas	5,35	43,12
A2A	1,528	5,38	Recordati	38,28	42,20
Fiat Chrysler Automobiles	14,99	5,34	Moncler	23,3	40,96
Banca Generali	29,05	4,50	Davide Campari-Milano	6,505	40,04
Mediobanca	9,515	4,27	CNH Industrial	10,91	32,00

Fonte: FactSet

Fonte: FactSet

Da inizio anno le performance peggiori rimangono quelle di Saipem e Tenaris, entrambe patiscono la mancata ripresa degli investimenti in esplorazione e produzione da parte delle compagnie petrolifere. Segue Leonardo che, pur avendo pubblicato risultati trimestrali in linea con le attese per le divisioni aeronautica, elettronica, difesa e sistemi di sicurezza, ha mostrato qualche criticità nel comparto degli elicotteri. Tali difficoltà hanno costretto l'AD Profumo a rivedere al ribasso le *guidance* di fine anno sia sul fatturato che sui margini. Nel corso dell'ultimo mese le prese di profitto oltre a Leonardo hanno riguardato Brembo e Banco BPM. Quest'ultima risente della debolezza del settore legata alla politica restrittiva sul trattamento dei NPL da parte delle autorità europee, che penalizza in particolare gli istituti domestici.

Peggiori del FTSE MIB nell'ultimo mese (€)			Peggiori del FTSE MIB da inizio anno (€)		
Titolo	Prezzo	Var. %	Titolo	Prezzo	Var. %
Leonardo	10,03	-32,95	Saipem	3,456	-35,40
Brembo	12,75	-12,61	Tenaris	12,1	-28,70
Banco BPM	2,75	-12,47	Mediaset	3,066	-25,40
YOOX Net APorter	28,82	-11,87	Leonardo	10,03	-24,81
Telecom Italia	0,683	-11,13	Telecom Italia	0,683	-18,40
Azimut Holding	15,97	-6,50	BPER Banca	4,188	-17,23
Moncler	23,3	-5,97	Eni	13,76	-11,05
UnipolSai Assicurazioni	1,9	-4,14	UnipolSai Assicurazioni	1,9	-6,40
Unione di Banche Italiane	3,88	-3,63	Luxtistica Group	48,59	-4,91
Recordati	38,28	-3,60	Salvatore Ferragamo	21,44	-4,41

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 dato sulla produzione industriale di settembre mostra un calo congiunturale dell'1,3% su agosto allontanando nuovamente l'indice dai livelli ante crisi, anche se tutti gli indicatori lasciano pensare che si tratti solo di una pausa temporanea. In termini mensili si tratta del risultato peggiore dallo scorso gennaio, che arriva però dopo ben quattro dati consecutivi in crescita. A livello di confronto annuale il progresso rimane apprezzabile con un +2,4% rispetto al settembre del 2016. Il quadro di sintesi rimane quindi ancora moderatamente positivo, sostenuto anche dagli indici di fiducia, che ad ottobre hanno raggiunto il massimo da dieci anni. In questa ultima parte dell'anno un rischio che condiziona l'andamento del settore è rappresentato dal livello di apprezzamento del cambio euro/dollaro, che rende le società europee meno competitive sul fronte internazionale e penalizza l'effetto confronto a/a.

Settore Industriale						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Ansaldo STS	Neutrale	11,61	2.322	25,52	23,68	1,50

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Ansaldo STS ha archiviato i primi nove mesi dell'anno con ricavi e utili in crescita. Nei primi 9 mesi del 2017 i ricavi del Gruppo italiano sono cresciuti del 4,9% a 945 milioni di euro e l'EBIT è migliorato del 9,8% a 84,5 milioni, anche se il valore di confronto del 2016 (77 milioni) risentiva di accantonamenti legati a un arbitrato in Libia e dei costi relativi all'uscita di alcuni manager. Il risultato netto è salito del 34,5% a 61,6 milioni. Nel periodo gli ordini acquisiti sono scesi dell'8,1% a 915,5 milioni, con il portafoglio ordini a 6,4 miliardi (-0,9%). La posizione finanziaria netta a fine settembre era positiva per 295,7 milioni, in discesa rispetto ai 338 milioni di fine dicembre. Occorre tuttavia precisare che tali risultati non includono alcun impatto derivante dalla recente richiesta di risarcimento danni e chiusura del contratto effettuata dalla società che gestisce i servizi di trasporto pubblico locale a Stoccolma. Quest'ultima ha richiesto ad Ansaldo STS il pagamento di 47 mln di euro.

Risultati in crescita ma portafoglio ordini in calo. Flottante esiguo

Per quanto riguarda il contenzioso in corso tra gli azionisti di Ansaldo STS per la corretta definizione del prezzo d'OPA obbligatoria, attraverso la quale Hitachi nel 2016 è diventato azionista con il 50,77%, la Corte di Giustizia europea si è pronunciata nei giorni scorsi in favore dell'operato di Consob che, nel febbraio 2016, aveva deciso di alzare il prezzo d'OPA lanciata da Hitachi su Ansaldo STS individuando una collusione con Finmeccanica nella cessione del pacchetto di controllo di Ansaldo STS finalizzata a comprimere il prezzo dell'OPA obbligatoria. Il Fondo americano Elliott, che detiene complessivamente circa il 31,8% del Gruppo italiano, si è detto soddisfatto della sentenza. In considerazione dell'esiguo flottante (17,4%) e dei risultati conseguiti confermiamo la nostra visione Neutrale sul titolo.

Settore Industriale						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Prismian	Neutrale	28,45	6.166	18,13	15,47	1,67

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Prismian ha archiviato i primi nove mesi dell'anno con ricavi in calo ma margini e utili in crescita e ha confermato gli obiettivi sull'EBITDA 2017. I ricavi del produttore di cavi leader a livello

Risultati misti nei primi 9 mesi. C'è attesa sul fronte M&A

internazionale sono scesi dell'1,1% a 5,86 miliardi di euro; l'EBITDA rettificato è cresciuto del 3,3% a 545 milioni e l'EBIT rettificato si è attestato a 438 milioni (+3,8%). In riferimento all'andamento dei singoli settori, i margini risultano in miglioramento nella divisione dei progetti energetici, dove però i ricavi sono scesi del 6,7%, e anche nella divisione telecomunicazioni, dove invece i ricavi sono saliti del 5,9%. L'utile netto è migliorato del 4,3% a 196 milioni. Il comparto energetico risulta penalizzato dalla mancata ripresa degli investimenti da parte delle società petrolifere. Per quanto riguarda l'evoluzione della gestione, il Gruppo ha confermato la *guidance* 2017, che prevede un EBITDA rettificato nel range di 710-750 milioni, rispetto ai 711 milioni registrati nel 2016. Tale previsione, oltre a basarsi sul corrente perimetro di business della società, tiene conto del portafoglio ordini in essere. L'AD Valerio Battista, in occasione della presentazione dei risultati, ha dichiarato di attendersi per il 2018 un mercato decisamente migliore rispetto a quest'anno. Al 30 settembre 2017, l'indebitamento finanziario netto del Gruppo era pari a 1,052 miliardi da 1,017 miliardi dello stesso periodo 2016, includendo anche 100 milioni di piano di *buy-back*. L'AD non ha dato alcuna indicazione per quanto riguarda possibili operazioni di acquisizione. Da tempo il mercato ipotizza l'acquisizione di General Cable negli USA; operazione che Prysmian aveva già considerato un paio di anni fa per poi desistere. In attesa di maggiore visibilità sul fronte della crescita confermiamo il giudizio Neutrale sul titolo.

Bancario

Il settore continua a risentire delle nuove linee guida BCE sui crediti deteriorati e in particolare sul temuto addendum (proposta aggiuntiva) per il quale l'Autorità di vigilanza ha lanciato una consultazione pubblica che si concluderà a dicembre. Da parte degli istituti domestici è emerso nel corso delle ultime trimestrali l'impegno ad accelerare nel piano di pulizia dei loro portafogli crediti, attraverso un ampio mix di azioni, che va dalle cessioni tout-court dei crediti *non-performing* alle cartolarizzazioni, dall'aumento delle rettifiche al recupero dei NPL tramite una gestione proattiva interna o affidata a un operatore esterno. Il tema promette quindi di tenere banco nel dibattito europeo sul sistema bancario in un quadro che non facilita la costruzione di alleanze fra gruppi di paesi con interessi differenti. La speranza è che la Vigilanza europea ammorbidisca i termini delle svalutazioni automatiche così come sono formulati, recependo le osservazioni avanzate dai paesi maggiormente coinvolti come l'Italia.

Settore Bancario						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
UBI Banca	Moderatamente Positivo	3,88	4.440	25,01	12,23	2,63

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

UBI banca ha chiuso i primi nove mesi dell'anno con un utile di 86,2 milioni di euro, a fronte della perdita di 754 milioni realizzata nello stesso periodo del 2016. Al netto delle componenti non ricorrenti i profitti si sono attestati a 167,3 milioni di euro, frutto di un utile di 190,1 milioni realizzato da UBI e di una perdita di 22,9 milioni delle tre *good bank* (le tre banche acquisite nei mesi scorsi: Banca Marche, Banca Etruria e CariChieti). Nei primi 9 mesi i proventi operativi sono stati di 2,6 miliardi (+1,2% annuo a parità di perimetro), con margine di interesse a 1,15 miliardi (1,03 lo *stand alone* contro 1,13 nel 2016) e commissioni nette a 1,15 miliardi (1,06 e 988 milioni). Gli oneri operativi sono stati pari a 1,79 miliardi (1,52 lo *stand alone* e 1,55 lo scorso anno), con un rapporto Cost/Income al 68,9%. Il coefficiente di solidità patrimoniale CET1 *fully loaded* si è attestato all'11,54%. Il management ha dichiarato che i risultati conseguiti nei nove mesi confermano la fattibilità del piano industriale al 2020. Alla luce di quanto esposto ribadiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul titolo.

Risultati in linea con le attese

Cemento e Costruzioni

Manteniamo una visione positiva sul settore del Cemento e dei materiali da costruzione, in quanto le società domestiche quotate che fanno parte del settore operano prevalentemente all'estero e quindi riflettono in gran parte le aspettative per un mercato resiliente negli Stati Uniti e in miglioramento nell'UE. Per quanto riguarda il mercato domestico, il centro di ricerca Cresme stima che nel 2018 riparta un nuovo ciclo di crescita degli investimenti pubblici e privati spinti dalle programmazioni definite nell'ultimo biennio per le quali sono state attivate ingenti risorse. Queste ultime, secondo il Cresme, ammonterebbero a circa 149 mld di euro per opere pubbliche in un ciclo di crescita che dovrebbe durare almeno fino al 2022.

Settore Cemento e Costruzioni						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Buzzi Unicem	Da Neutrale a Moderatamente Positivo	23,45	4.411	17,75	15,00	0,86

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Buzzi Unicem nei primi nove mesi del 2017 ha registrato ricavi per 2,13 mld di euro, in crescita del 6,7% rispetto allo stesso periodo del 2016 (+4,5% a cambi e perimetro costanti). Le vendite di cemento nel periodo sono aumentate del 4,1% arrivando a 20,3 milioni di tonnellate, e quelle di calcestruzzo preconfezionato sono salite del 4,8% a 9,2 milioni di metri cubi. L'indebitamento netto al 30 settembre 2017 era pari a 915,2 milioni di euro, in calo di 26,4 milioni rispetto al 30 settembre 2016. Per quanto riguarda la sanzione comminata dall'Antitrust nel mese di agosto a Buzzi e ad altre imprese del settore per il presunto cartello sul prezzo del cemento, il Tar del Lazio ha deciso il rigetto dell'istanza cautelare della sospensione del pagamento della sanzione da 59,7 mln di euro (l'udienza di discussione del merito è fissata al 6 giugno 2018). Ciò comporta l'iscrizione in bilancio dell'intera sanzione in attesa dell'esito del giudizio; notizia che ha scatenato prese di beneficio sul titolo. Nel medio periodo crediamo che la società possa beneficiare della razionalizzazione della capacità produttiva in atto sul mercato italiano e dell'ambiente favorevole per gli investimenti in infrastrutture negli Stati Uniti. Buzzi Unicem presenta un'esposizione geografica abbastanza equilibrata, con gli USA che dovrebbero rappresentare il 58-60% circa dell'EBITDA di gruppo nel prossimo biennio. Dopo le recenti prese di beneficio il titolo attualmente tratta a sconto sul multiplo EV/EBITDA 2017 del 12% rispetto alla media delle società del settore maggiormente confrontabili; modifichiamo pertanto il giudizio da Neutrale a Moderatamente Positivo.

Tecnologico

Le ultime trimestrali confermano il buon momento del comparto Tecnologico, in particolare sul mercato USA e su quello giapponese, dove nella maggior parte dei casi gli utili registrati sono stati migliori delle attese. Inoltre l'outlook, rilasciato dai diversi gruppi operativi, è ancora improntato al miglioramento dei risultati nei prossimi trimestri, soprattutto per i semiconduttori, i cui utili sono stimati dal consenso ancora in crescita a doppia cifra. Alcuni titoli tuttavia, a nostro avviso, rispecchiano già nei prezzi attuali i margini di crescita attesi nei prossimi mesi.

Settore Tecnologico						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
STMicronics	Neutrale	20,57	18.735	26,82	20,61	1,01

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Ricavi in crescita nei primi 9 mesi; la società è ben posizionata per beneficiare del consolidamento sul mercato domestico.

Il titolo nelle ultime settimane è stato caratterizzato da una forte volatilità: dopo una reazione estremamente positiva sui risultati del 3° trimestre sono seguite le prese di beneficio. A fine ottobre STM ha annunciato di avere archiviato il 3° trimestre 2017 con ricavi per 2,14 miliardi di dollari, in rialzo del 18,9% su base annua. L'utile netto è triplicato a 236 milioni di dollari, dai 71 milioni dello stesso periodo del 2016. La società ha rivisto al rialzo le stime di crescita del fatturato per fine anno, da +14% indicato a maggio a +18%. Se la previsione verrà confermata, STM nel 2017 vanterà una crescita a doppia cifra per la prima volta dal 2010. Nel 3° trimestre il margine sull'EBITDA si è portato al 39,5% contro il 39% indicato in precedenza. I vertici del Gruppo hanno indicato per fine anno un margine EBITDA al 39,9%. Il mercato scommette sul successo del nuovo iPhone, al quale STM fornisce elementi importanti per la fotocamera. Inoltre l'azienda è ben posizionata anche per la fornitura delle auto elettriche, il cui business è previsto in miglioramento negli anni venturi. Tutte notizie positive che tuttavia portano a quotare la società su multipli decisamente superiori alle società confrontabili che in media evidenziano sul 2018 un P/E di 18,5x rispetto al 20,6x di STM; manteniamo pertanto un giudizio Neutrale sul titolo.

Settori Neutrali

Utility

Confermiamo la visione Neutrale sul comparto, che mostra maggiore sensibilità al rialzo dei tassi di mercato considerati gli elevati livelli di indebitamento che caratterizzano le società del settore. I risultati dei primi 9 mesi hanno mostrato un andamento più favorevole per le attività di servizio pubblico locale, per le quali si nota un aumento dei margini nelle attività liberalizzate (rifiuti e approvvigionamento di energia) e la possibilità di effettuare operazioni di fusione e acquisizione. Riteniamo infatti che il consolidamento del settore rappresenti un passaggio importante per la crescita a lungo termine. Il settore mantiene un interessante *dividend yield*.

Settore Utility						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Atlantia	Moderatamente Positivo	27,01	22.304	19,38	18,10	3,93

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Atlantia ha chiuso i primi nove mesi dell'anno con una crescita dell'utile del 6% a 860 milioni di euro, un aumento dell'EBITDA del 7% (+4% su base omogenea) a 2,82 miliardi e i ricavi operativi sono passati da 4,13 miliardi del 2016 ai 4,53 miliardi del 2017. Nei primi 9 mesi il traffico autostradale si è mostrato in crescita sia sulla rete italiana (+2,3%, che diventa +2,9% escludendo l'effetto anno bisestile) sia su quella estera (+4,7% in Cile, +1,8% in Brasile e +6,2% in Polonia). Il traffico passeggeri di Aeroporti di Roma è risultato sostanzialmente in linea con l'anno precedente, mentre il traffico dell'aeroporto di Nizza è aumentato del 6,4%. Il debito netto a fine settembre era pari a 9,3 miliardi, in calo di 2,34 miliardi rispetto a fine 2016. Gli oneri finanziari connessi all'OPAS su Abertis sono stati pari a 13 milioni di euro sui nove mesi. Il CdA ha deliberato di attribuire agli azionisti un acconto sui dividendi per l'esercizio 2017 pari a 0,57 euro per azione. Le previsioni societarie per l'esercizio 2017 indicano un miglioramento della redditività del Gruppo grazie alla positiva evoluzione attesa sul traffico sia in Italia che all'estero.

Sul fronte dell'offerta per acquisire la società spagnola Abertis, ricordiamo che Atlantia è in attesa della decisione dell'autorità iberica CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) in merito alla legittimità della contro-OPA su Abertis presentata da Hochtief il 18 ottobre 2017, che ha interrotto il periodo di accettazione per aderire all'offerta lanciata dal Gruppo italiano. Se e quando la CNMV autorizzerà l'offerta concorrente, le due offerte coesisteranno sul mercato e Atlantia valuterà un eventuale aumento del prezzo offerto. Considerando l'evoluzione positiva

Aumenta la volatilità sui titoli della società di microchip dopo i risultati trimestrali superiori alle attese

Nove mesi in crescita per il Gruppo

C'è attesa per l'evoluzione dell'OPAS su Abertis

dei risultati fin qui ottenuti e in attesa di conoscere l'evoluzione sul fronte delle acquisizioni, confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul titolo.

Settore Utility						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Iren	Moderatamente Positivo	2,478	3.162	13,84	13,28	2,87

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Iren ha chiuso i primi 9 mesi 2017 con ricavi in crescita del 17,3% a/a a 2,6 miliardi di euro, un EBITDA in progresso dell'11,3% a 622,2 milioni e un miglioramento del 42,3% dell'utile netto a 179,5 milioni. La posizione finanziaria netta si è attestata a 2,4 mld, in miglioramento rispetto al dato di fine anno. La società inoltre ha presentato il nuovo piano industriale 2017-22, che indica tra cinque anni un EBITDA di 950 milioni (+170 milioni sui dati 2016), con il 70% di tale risultato già conseguito nel 2020 e derivante, a regime, da attività regolate o quasi. Le sinergie vengono stimate in 80 milioni (che si sommano ai 50 milioni già ottenuti tra 2015 e 2016) e l'utile netto è atteso salire del 50% a circa 260 milioni. Il management ha precisato che la *dividend policy* verrà ulteriormente incrementata con una crescita annuale del dividendo per azione dall'attuale 8% al 10%, ipotizzando una cedola superiore a 10 centesimi nel 2022. Nel piano si conferma inoltre il ruolo di polo aggregatore di Iren all'interno dei territori di riferimento. Infine, gli investimenti cumulati sono stimati in 2,5 miliardi (+15%) e il debito netto a fine 2022 è visto in riduzione di circa 300 milioni, a 2,16 miliardi. La società ha conseguito buoni risultati e offre un'elevata visibilità sui futuri esercizi grazie alla focalizzazione sul business regolamentato; inoltre mantiene un interessante *dividend yield*. Confermiamo quindi la visione Moderatamente Positiva sul titolo.

Positivi risultati nei primi 9 mesi 2017. Piano industriale al 2022

Assicurativo e Risparmio Gestito

Nell'era dei tassi d'interesse negativi le compagnie assicurative sono alla ricerca di rendimenti più remunerativi, perciò guardano ad investimenti alternativi e all'offerta di servizi nel welfare, per intercettare nuovi ricavi. Secondo la presidente dell'ANIA, Maria Bianca Farina, il comparto Assicurativo domestico è solido con un indice di solvibilità al 230% circa e raccoglie il 15,5% del risparmio finanziario delle famiglie italiane, pari a circa 650 miliardi di euro a giugno scorso. A fronte di un 2017 che si confermerà in flessione per il segmento Vita (Farina stima un calo del 4% della raccolta premi), restano sfide importanti e significative per incrementare i ricavi, quali per esempio le polizze per protezione sanitaria, che in Italia hanno scarsa diffusione.

Settore Assicurativo e Risparmio Gestito						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Banca Mediolanum	Neutrale	6,97	5.159	13,98	13,86	5,70

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

Banca Mediolanum nei primi nove mesi ha registrato un utile netto di 279,8 milioni di euro, in calo dell'8% sullo stesso periodo dell'anno scorso, risentendo dei contributi straordinari destinati al salvataggio delle banche, che hanno quasi neutralizzato l'impatto della plusvalenza dalla vendita di Banca Esperia. Le masse gestite e amministrare del Gruppo sono arrivate a 73.604 milioni, in aumento del 7% da fine anno escludendo i 9 miliardi di masse di Esperia. Il mese di ottobre si è infatti concluso con una raccolta netta di 403 milioni, che ha portato il totale da inizio anno a 4 miliardi, metà dei quali legata ai prodotti PIR (Piani individuali di risparmio). Per fine anno la raccolta dovrebbe attestarsi a 4,5 miliardi, secondo quanto dichiarato dall'AD Doris, che stima un contributo dai PIR di circa 2,5 miliardi. Il *core Tier 1 ratio* di Banca Mediolanum a fine settembre era pari a 21,8%, confermandosi il più alto tra i principali gruppi bancari italiani. Il CdA di Mediolanum ha deciso di distribuire un acconto di dividendo di 0,20 euro per azione. I

Risultati sui 9 mesi in linea con le stime

risultati sono stati nel complesso in linea con le attese e al momento non vediamo spunti particolari sul titolo per modificare il giudizio Neutrale.

Lusso

Confermiamo la visione Neutrale sul settore in considerazione anche dei negativi risultati trimestrali che in generale hanno evidenziato un 3° trimestre più debole rispetto ai precedenti. Per l'intero anno 2017 le stime di Altagamma indicano una crescita globale dei consumi di beni di lusso per la persona del 5% a/a e la stessa percentuale d'incremento è attesa anche nel 2018, con un contributo sia dagli acquisti locali di Europei, Americani e Asiatici sia dagli acquisti in viaggio dei consumatori cinesi. L'indice domestico continua a mostrare un andamento più debole rispetto a quello settoriale europeo, condizionato da singole storie di ristrutturazione e da operazioni straordinarie di fusione e acquisizione.

Settore Lusso						
Titolo	Giudizio	Prezzo (€)	Capitaliz. (€ mln)	P/E 2017E	P/E 2018E	Net Div. Yield 2017 (%)
Salvatore Ferragamo	Neutrale	21,44	3.619	25,37	22,30	1,99

Nota: E= expected, atteso. Fonte: FactSet

L'andamento del titolo ha risentito dei risultati sui 9 mesi più deboli delle attese e della scarsa visibilità fornita dal management a medio termine. Ferragamo ha chiuso i primi 9 mesi dell'anno con un fatturato di 995,2 mln di euro, in calo dell'1% a/a, e con un EBITDA in flessione del 25% a 161,7 mln a causa di oneri non ricorrenti e svalutazioni di magazzino. L'utile netto è diminuito del 28,3% a 79 milioni di euro. Al netto di ciò tuttavia il margine lordo è stato comunque più debole delle attese di consenso. Anche le indicazioni del management rimangono prudenti sul 4° trimestre, ancora condizionato da una coda di sconti e svalutazioni di magazzino. L'AD Poletto non ha dato indicazioni prospettiche su vendite e margini ma ha avvertito che il 2018 sarà un altro anno di duro lavoro come il 2017. Il manager, giunto alla guida del Gruppo del lusso nell'estate del 2016, ha annunciato lo scorso febbraio un piano di rilancio che resta valido nella sostanza ma sta mostrando tempi di realizzazione più lunghi del previsto. Il titolo tratta a 22,3 x il P/E 2018 contro le 20 volte dei competitor. Confermiamo la nostra visione Neutrale sul titolo.

Risultati sotto le attese e outlook debole

Selezione Titoli

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

Selezione di titoli in ottica di medio periodo	
Favorevoli	Motivazione
Atlantia	La società ha chiuso positivamente i primi 9 mesi con dati in crescita su traffico, ricavi e margini. Per l'intero anno è atteso un incremento della redditività e un miglioramento dei principali indicatori gestionali. Il Gruppo mantiene interessanti prospettive di sviluppo nel medio termine. L'obiettivo strategico è quello di crescere sul fronte internazionale, rafforzando l'EBITDA realizzato dal business estero e aumentandone l'incidenza sul totale dall'attuale 25%. In tale ottica Atlantia ha lanciato un'offerta di acquisto sulla società spagnola Abertis. Il titolo offre un interessante <i>dividend yield</i> .
BMW	BMW ha superato la soglia record di 2 mln di vetture vendute nei primi dieci mesi dell'anno, che rappresenta l'obiettivo indicato dal Gruppo per l'intero esercizio. In forte incremento anche la gamma dei nuovi veicoli elettrificati (+63,7%) con 78.096 consegne, confermando la tendenza a rispondere alle mutate esigenze dei consumatori e ai piani di molti Governi per ridurre le emissioni inquinanti. I volumi di vendita sostengono ancora i risultati di bilancio, nonostante il moderato calo (-1,8%) dell'utile nel 3° trimestre – sul quale pesano ancora gli elevati investimenti per lo sviluppo di nuove tecnologie e il lancio di ulteriori modelli – e la sostanziale stabilità (+0,3%) dei ricavi: BMW stima infatti di archiviare l'intero esercizio 2017 con una crescita solida delle principali voci di bilancio e con un'incidenza dell'utile operativo sul fatturato compresa tra l'8% e il 10%.
Banco BPM	Banco BPM ha conseguito risultati nei primi 9 mesi del 2017 superiori alle attese e ha definito il riassetto del comparto bancassicurativo, che vede Cattolica subentrare a Unipol e all'altro partner, Aviva, che, secondo il management, avrà un impatto positivo di 11 punti base sull'indice di solidità patrimoniale CET1 <i>fully phased</i> . Sul fronte dei crediti problematici, il management sta proseguendo con la dismissione dei portafogli di NPL (<i>non-performing loans</i>) e ritiene possibile centrare con un anno di anticipo l'impegno assunto con la BCE in termini di riduzione del rischio di credito. Secondo le stime di consenso, il CET1 nello scenario più favorevole potrebbe raggiungere il 13%. Il titolo quota a sconto sui multipli di settore.
ENI	I risultati dei primi 9 mesi 2017 sono stati positivi considerando il contesto di riferimento in cui opera il Gruppo. La società infatti grazie al deciso recupero del prezzo del petrolio rispetto allo scorso anno è tornata in utile, confermando il dividendo. I risultati conseguiti certificano anche l'aumento della produzione e la svolta per la chimica, con il recupero di Versalis. Secondo il management, la società nel 2017 dovrebbe raggiungere una produzione di 1,81 milioni di barili al giorno, livello decisamente sostenuto per il Gruppo. I prezzi correnti del Brent dovrebbero favorire l'effetto confronto a/a anche nella seconda parte dell'anno. La società offre inoltre un interessante <i>dividend yield</i> .
Mediobanca	Mediobanca ha chiuso l'esercizio 2016-17 con risultati positivi. Anche i risultati del 1° trimestre 2017-18 hanno mostrato un deciso progresso sia dei ricavi (in tutte le componenti ma in particolare sulle commissioni) che del risultato netto. Il piano industriale al 2019 dell'istituto punta a un miglioramento della solidità patrimoniale, con un CET1 ratio del 14%, e a un risultato operativo di 1 miliardo di euro. Il piano prevede una progressiva dismissione delle partecipazioni non più strategiche e una maggiore focalizzazione sull'attività bancaria. Infatti, sono state create diverse divisioni operative e una finanziaria in cui raggruppare le partecipazioni. Nel prossimo biennio la società stima un <i>pay-out ratio</i> del 40% e un ROTE al 10%.
Daimler	Con il piano di ristrutturazione verranno create tre grandi divisioni, indipendenti tra loro a livello legale ma controllate da un'unica holding: Mercedes-Benz Cars & Vans (auto e furgoni leggeri), Daimler Trucks & Buses (camion e bus) e il business dei servizi finanziari. Il progetto consentirà una maggiore flessibilità operativa oltre a dare visibilità a livello dei singoli brand, lasciando inalterate le sinergie tra le varie divisioni e creando maggior valore per gli azionisti. Proseguono gli investimenti in tecnologia per sviluppare e commercializzare auto a trazione alternativa, rispondendo alle mutate esigenze dei consumatori e a nuove stringenti regolamentazioni di vari Governi, come quello cinese. Nonostante i deboli risultati del 3° trimestre, condizionati dai maggiori costi per il richiamo di auto con eccessive emissioni, Daimler ha confermato l'outlook per il 2017 con una crescita significativa dell'EBIT, grazie soprattutto al contributo positivo di Auto e Trucks.
Salini-Impregilo	La società è uno dei maggiori operatori nel settore delle costruzioni di grandi infrastrutture, con un elevato portafoglio ordini, che vanta una buona diversificazione geografica e quindi un miglioramento complessivo del profilo di rischio. A seguito dell'acquisizione di Lane, gli Stati Uniti sono diventati il più grande mercato per il Gruppo e le prospettive di crescita delle infrastrutture statunitensi sono molto promettenti. Dopo la pubblicazione dei risultati sui primi 9 mesi Salini ha confermato gli obiettivi definiti per l'intero anno: crescita del fatturato del 10%, margine EBIT sopra il 5%, riduzione del debito rispetto a fine dicembre 2016. Inoltre la società ha messo a punto alcune operazioni di rifinanziamento del debito che hanno portato l'agenzia di rating Fitch a incrementare il rating a BB+ con Outlook Stabile.

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

Ennesimo record per l'S&P500 a 2.601, poco sopra la prima barriera tecnica rappresentata dal precedente massimo posto a 2.597 che ne ha fermato per il momento la corsa. Stazionamenti sopra tali livelli favorirebbero allunghi verso 2.624 per poi puntare alla parte alta del canale costruito sui minimi di febbraio 2016 individuabile in area 2.684. Solo il superamento di questa barriera fornirebbe ulteriore forza all'indice con target a 2.710 e 2.884, proiezioni di Fibonacci rispettivamente al 138% e 150%.

Sul fronte opposto, l'eventuale perdita del primo supporto posto a 2.557 condurrebbe in area 2.544 e successivamente a 2.520 per poi interessare i livelli posti a 2.508 e 2.488-2.474. La perdita di quest'area condurrebbe a testare 2.446, il cui cedimento riporterebbe l'indice verso 2.428 e in seguito a 2.417, livello di maggior valenza che, se violato, aprirebbe spazi di discesa verso 2.407-2.404. Il cedimento di quest'area riproporrebbe il test posto a 2.386 e in seguito a 2.370, per poi andare a interessare il supporto a 2.352,7. Ulteriori livelli sono individuabili in area 2.332-2.328 e 2.322-2.316, minimi di marzo, il cui cedimento deteriorerebbe la grafica di breve, con primi obiettivi a 2.257. Solo la perdita di quest'ultimo condurrebbe ai supporti posti a 2.233 e a 2.187, con successivi target a 2.100 e 2.083-2.074.

Prime resistenze a 2.597 e successive a 2.624 e a 2.684

Primi supporti in area 2.557-2.544 e a 2.520. Successivi di rilievo in area 2.488-2.474 e 2.417



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Stoxx 600

Lo Stoxx600 ritraccia moderatamente dopo aver segnato nuovi massimi di periodo in area 398, superando di poco quelli dello scorso maggio, immediatamente a ridosso delle resistenze di forte valenza poste in area 399-400. L'eventuale superamento di tale zona condurrebbe verso successivi obiettivi a 404,5 e la violazione di quest'area favorirebbe allunghi verso i massimi di luglio 2015 a 409-410 per poi allungare verso l'area 412-415, massimi storici di aprile 2015.

Sul fronte opposto, i primi supporti sono individuabili in area 379,9, il cui cedimento aprirebbe spazi di discesa verso 376. Solo la perdita di questa zona riproporrebbe il test a 371, per poi interessare il supporto collocato a 366, minimo di agosto. L'eventuale cedimento di tale livello riproporrebbe la zona a 360-358 e successivamente a 353-352. Ulteriori obiettivi sono individuabili in area 339-336 e 333-332, la cui perdita condurrebbe l'indice verso 329-327 e 318. Quotazioni sotto 315-312, confermate dalla violazione al ribasso di 308, riproporrebbero i test rappresentati dal doppio minimo di ottobre 2014 e febbraio 2016, in area 302.

Prima barriera di rilievo a 398 e 399-400 con successivi a 404,5 e 409-410

Primi supporti in area 379,9 e 376. Livelli a 371 e di forte valenza a 366. Successivi supporti rilevanti a 339-336



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

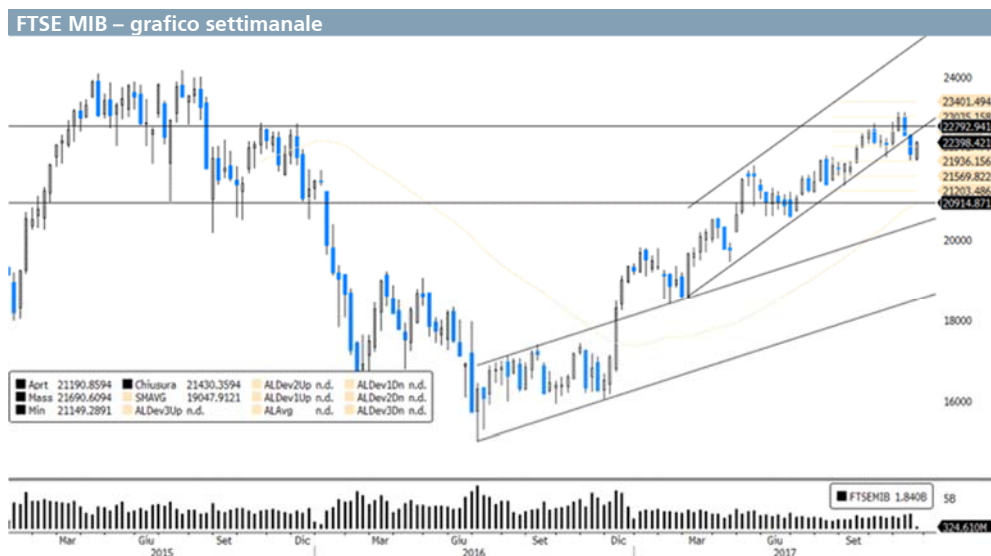
FTSE MIB

L'indice ritraccia moderatamente dopo aver registrato nuovi massimi relativi in area 23.127-23.133 dopo aver violato quelli di maggio 2015. L'eventuale superamento di tale soglia favorirebbe nuovi allunghi verso 23.495. Stazionamenti sopra tali livelli imprimerebbero ulteriore forza verso 23.992 e, successivamente, verso 24.081-24.157, massimi del 2015, registrati nel luglio. La violazione di tali barriere imprimerebbe ulteriore forza alla grafica di breve con obiettivi verso i massimi relativi del 2009 posti a 24.558. Sopra tali livelli la grafica di medio periodo tornerebbe interessante con primi obiettivi a 25.585 e successivi a 26.464. L'eventuale violazione di tale area favorirebbe ulteriori allunghi a 28.323 e 28.743.

Di contro, i primi test si trovano a 21.946-21.932 e il successivo a 21.901. Solo la violazione al ribasso di tale soglia condurrebbe l'indice dapprima verso 21.581 e successivamente a 21.335-21.329. L'eventuale perdita di questi livelli riproporrebbe i supporti a 21.149 e a 21.078, per poi interessare il livello di forte valenza posto a 20.537. Il cedimento di quest'area condurrebbe l'indice a intercettare il gap rialzista apertosi lo scorso aprile tra 20.177 e 19.931-19.925, con successivi target a 19.442. Sotto questi livelli i successivi test si trovano a 19.350-19.336 e a 19.028 per poi intercettare l'area 18.535-18.424, livelli di forte valenza.

Resistenze rilevanti a 23.127-23.133 e successive a 23.495 e 23.992

Supporti in area 21.946-21932 e 21.901. Ulteriori livelli a 21.581 e in area 21.335-21.329. Supporti rilevanti a 20.537 e 20.177 e 19.931-19.925



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Cambio EUR/USD

Il cambio euro/dollaro resta sotto la barriera di forte valenza posta in area 1,186-1,188 e torna a scambiare in area 1,17, con i primi supporti ricercabili a 1,163 e successivamente in area 1,155, la cui perdita riproporrebbe l'area 1,135-1,13 in prima battuta e 1,11 successivamente. La violazione al ribasso di quest'ultima, confermata dal cedimento di 1,09, riproporrebbe l'area supportiva posta a 1,053-1,052, e l'eventuale perdita di 1,049 riaprirebbe spazio a un'ulteriore discesa verso 1,045 per poi scendere verso 1,034. Stazionamenti sotto questi livelli riproporrebbero dapprima i supporti posti in area 1,02 e successivamente a 1-0,992.

Di contro l'eventuale superamento dell'area 1,186-1,188 favorirebbe allunghi dapprima verso 1,198 e successivamente a 1,209, massimi relativi di inizio settembre. L'eventuale superamento di tale livello condurrebbe verso la barriera posta a 1,222 con successivi obiettivi a 1,25-1,257, anche se solo la violazione di 1,268 e 1,277 fornirebbe ulteriore forza all'euro con primi obiettivi in area 1,288-1,290. In seguito, l'eventuale violazione di quest'ultima, confermata dal

Supporti a 1,163 e 1,155. Successivi test in zona 1,135-1,13 e a 1,11

Barriere rilevanti a 1,186-1,188 e successive a 1,198 e 1,209

superamento di 1,30, favorirebbe allunghi verso 1,316-1,323 in prima battuta e successivamente sull'area chiave di lungo periodo posta a 1,342-1,345.

Euro/dollaro – grafico settimanale



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Titoli Euro Stoxx50 e FTSE MIB

Performance e multipli dei titoli dell'Eurostoxx50 (€)									
	Paese	Valore	Market Cap. (€ mln)	Var. 1M (%)	Var. 6M (%)	Var. YTD (%)	P/E 2017E	Var. % EPS 2017E	Net Div Yield 2017E (%)
Euro Stoxx	Area euro	388,14	5.970.306	-0,71	0,57	10,81	15,79	24,20	3,27
Alimentari	Area euro	612,10	346.520	-3,58	-0,74	9,87	23,31	19,57	2,47
Unilever	Paesi Bassi	48,29	82.796	1,04	-1,93	23,44	21,81	17,40	2,97
Danone	Francia	69,11	46.353	-1,68	4,95	14,80	20,14	10,83	2,62
Pernod Ricard	Francia	127,95	33.961	0,00	7,34	24,28	22,93	7,17	1,57
Heineken	Paesi Bassi	84,04	48.407	-2,53	-2,56	17,93	21,63	5,82	1,68
Assicurazioni	Area euro	273,68	268.405	-0,87	8,20	11,01	12,70	-8,07	4,72
Allianz	Germania	196,50	87.659	-0,25	15,72	25,16	12,24	6,63	4,07
ING	Paesi Bassi	15,16	58.906	-4,35	0,46	13,39	11,42	8,62	4,58
AXA	Francia	24,97	60.590	-1,98	4,96	4,11	10,03	6,47	4,99
Assicurazioni Generali	Italia	15,24	23.802	-1,68	0,73	7,93	10,62	4,04	5,57
Muenchener Rueck	Germania	190,10	29.471	0,93	10,30	5,82	40,81	-71,09	4,66
Auto e componenti	Area euro	586,59	270.891	2,26	7,19	12,52	8,64	28,00	3,16
Daimler	Germania	69,46	74.311	1,61	2,31	-1,78	7,58	12,10	5,03
Volkswagen	Germania	165,40	83.313	16,85	18,65	24,03	6,99	125,28	2,15
Renault	Francia	86,79	25.666	3,94	0,50	2,70	5,58	23,80	4,01
BMW	Germania	85,18	55.290	-1,30	-1,16	-4,02	7,72	6,00	4,35
Peugeot	Francia	18,57	16.798	-8,12	0,05	19,81	8,11	18,60	3,09
Banche	Area euro	130,59	545.988	-3,43	-3,12	10,98	12,01	High	3,93
Banco Santander	Spagna	5,50	88.717	-1,82	-4,17	12,72	11,97	6,86	3,76
BNP Paribas	Francia	62,85	78.464	-7,64	-4,29	3,80	10,10	3,63	4,80
Banco Bilbao Vizcaya	Cile	7,12	47.469	-2,72	-3,98	10,99	11,08	28,51	3,59
Société Générale	Francia	43,05	34.768	-11,47	-13,94	-7,92	9,97	-2,09	4,97
Deutsche Bank	Germania	16,35	33.792	13,54	-4,33	6,20	14,63	-6,47	0,70
Commerzbank	Germania	12,37	15.492	6,50	29,57	70,71	41,80	34,52	0,00
Beni personali e per la casa	Area euro	831,16	314.882	1,05	0,35	17,85	23,58	16,01	2,05
Philips	Paesi Bassi	33,05	31.097	-6,65	4,51	13,97	22,48	-2,10	2,43
LVMH	Francia	249,25	126.368	4,88	8,80	37,40	25,57	22,52	1,85
L'Oreal	Francia	186,70	104.530	0,62	-0,21	7,67	27,92	4,07	1,89
Adidas	Germania	184,75	38.653	-1,34	7,10	23,04	27,70	33,68	1,34
Retail	Area euro	480,89	114.682	0,22	-8,07	0,93	19,93	8,24	2,70
Carrefour	Francia	16,52	12.794	-7,58	-27,76	-27,85	14,38	-19,14	3,73
Inditex	Spagna	29,50	91.941	-4,81	-17,91	-9,03	26,60	9,26	2,51
Chimici	Area euro	1.121,91	357.756	-0,06	3,88	12,32	17,54	8,82	2,62
Bayer	Germania	108,65	89.848	-7,88	-7,10	9,60	15,82	-6,15	2,52
BASF	Germania	92,56	85.014	2,33	7,95	4,81	15,25	28,01	3,40
Air Liquide	Francia	106,15	45.455	1,14	5,38	10,52	22,24	4,44	2,40
Akzo Nobel	Paesi Bassi	77,70	19.572	0,08	3,15	30,83	18,94	-0,94	2,89

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	388,14	5.970.306	-0,71	0,57	10,81	15,79	24,20	3,27
Costruzioni e Materiali	Area euro	466,32	190.591	1,46	3,42	14,44	18,03	12,77	2,65
Saint Gobain	Francia	48,57	26.976	-3,95	-3,70	9,74	16,53	17,62	2,67
Bouygues	Francia	43,09	15.513	6,41	14,48	26,57	18,30	10,15	3,71
Acciona	Spagna	69,16	3.960	2,25	-15,12	-1,10	15,53	-28,40	4,35
Petrolio & Gas	Area euro	307,75	208.593	1,05	-4,86	-5,02	14,31	41,88	4,70
Total	Francia	46,48	117.424	1,13	-3,97	-4,60	13,30	8,40	5,14
ENI	Italia	13,76	50.006	-0,65	-8,51	-11,05	24,97	High	5,84
Repsol	Spagna	15,01	22.919	-1,86	1,11	11,81	10,31	12,40	5,34
Farmaceutici	Area euro	840,52	339.097	-6,16	-9,67	2,76	18,13	1,46	2,36
Sanofi-Aventis	Francia	75,75	95.682	-9,62	-14,29	-1,50	13,41	1,71	4,00
Merck	Germania	90,24	39.234	-3,93	-16,25	-8,99	14,54	0,30	1,40
Beni e servizi Industriali	Area euro	814,65	707.132	0,29	4,32	15,60	19,82	12,53	2,48
Siemens	Germania	114,85	97.623	-0,91	-10,38	-1,67	15,89	4,38	3,22
Schneider Electric	Francia	71,20	42.482	-2,79	3,94	7,70	18,18	13,78	3,05
Alstom	Francia	34,22	7.591	-2,78	10,87	30,74	20,16	32,83	1,18
Deutsche Post	Germania	39,19	47.563	2,54	24,16	25,47	17,23	5,84	2,86
ThyssenKrupp	Germania	22,26	13.858	-4,65	-3,59	-1,68	21,52	75,97	0,88
Vallourec	Francia	4,26	1.922	-8,03	-28,26	-34,98	NS	High	0,00
Thales	Francia	88,00	18.630	-5,17	-10,08	-4,48	18,45	12,57	2,11
Risorse di base	Area euro	244,55	76.137	1,12	8,17	6,84	11,64	59,34	2,44
ArcelorMittal (Ex Usinor)	Francia	23,96	24.485	-4,83	19,17	13,84	7,29	87,75	0,84
Stora Enso	Finlandia	13,44	10.610	6,84	19,89	31,64	15,84	43,83	3,00
Acerinox	Spagna	11,28	3.114	-9,07	-6,78	-10,51	15,31	155,63	4,07
Media	Area euro	227,70	145.510	-0,23	-2,77	3,42	18,28	7,06	3,32
Vivendi	Francia	22,86	29.590	9,82	20,70	26,61	29,26	30,10	1,99
Reed Elsevier	Paesi Bassi	19,48	19.807	4,59	6,48	21,83	21,20	5,84	2,31
Lagardere	Francia	27,05	3.547	-4,08	-2,56	2,48	14,38	1,44	4,85
Mediaset	Italia	3,07	3.622	-0,13	-15,49	-25,40	28,48	High	1,59
Turismo e tempo libero	Area euro	237,63	78.572	3,89	2,34	13,50	14,05	12,89	1,58
Accor	Francia	41,77	12.063	0,44	0,98	17,89	42,65	-44,38	1,42
Sodexo	Francia	106,35	16.041	1,97	-10,74	-2,61	19,27	18,66	2,54
Air France	Francia	11,43	4.899	-11,94	22,90	120,91	4,96	25,40	0,20
Deutsche Lufthansa	Germania	28,81	13.577	12,01	76,80	134,80	6,47	16,94	2,50

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

Performance e multipli dei titoli 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	388,14	5.970.306	-0,71	0,57	10,81	15,79	24,20	3,27
Servizi finanziari	Area euro	419,99	81.528	0,10	2,40	18,60	17,83	38,95	2,84
Deutsche Boerse	Germania	94,11	18.163	1,38	5,36	23,15	20,49	8,74	2,59
Unibail-Rodamco	Francia	217,15	21.681	4,95	-5,50	-4,23	11,98	-24,99	4,99
Tecnologici	Area euro	508,78	356.502	1,46	6,87	24,29	22,94	16,42	1,44
Nokia	Finlandia	4,28	24.993	-17,05	-23,09	-6,71	14,68	33,95	4,37
SAP	Germania	97,00	119.165	1,87	3,08	17,14	23,54	6,73	1,34
ASML Holding	Paesi Bassi	154,55	66.683	4,07	28,31	44,91	34,56	30,21	0,85
STMicroelectronics	Svizzera	20,58	18.735	21,93	40,20	90,95	26,94	High	1,01
Infineon Technologies	Germania	24,48	27.809	8,95	27,08	48,24	28,79	15,61	0,99
Telecom	Area euro	314,44	239.342	-4,37	-13,90	-5,78	15,83	21,10	4,10
Telefónica	Spagna	8,58	44.533	-3,24	-13,75	-2,76	11,88	71,84	4,70
France Telecom	Francia	14,14	37.613	3,59	-7,52	-2,04	14,38	8,58	4,59
Deutsche Telekom	Germania	15,00	71.422	-2,63	-15,73	-8,28	17,15	-1,71	4,44
Telecom Italia	Italia	0,68	13.756	-11,13	-22,56	-18,40	8,79	-4,39	0,06
Utility	Area euro	288,75	362.131	-1,21	5,03	18,09	15,24	8,38	4,73
E.On	Germania	9,77	21.500	-2,71	32,09	45,79	15,53	36,71	3,07
Iberdrola	Spagna	6,46	40.811	-3,58	-6,85	3,63	15,35	1,09	5,00
RWE	Germania	19,99	12.095	-6,83	17,77	69,15	10,24	55,52	7,51
Enel	Italia	5,23	53.121	0,87	11,55	24,76	14,64	37,27	4,37
Electricité de France	Francia	10,04	28.989	-9,96	8,72	11,86	19,47	-67,54	3,21

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

Performance e multipli dei titoli del FTSE MIB (€)									
Titolo	Settore	Valore	Market Cap. (mln €)	Var. % 1M	Var. % 6M	Var. % YTD	P/E 2017E	Var. % EPS 2017E	Net Div Yield 2017E (%)
A2A	Elettricità	1,528	4.787	5,38	3,24	24,23	13,53	11,48	3,80
Assicurazioni Generali	Assicurazioni	15,24	23.802	-1,68	0,73	7,93	10,62	4,04	5,57
Atlantia	Trasporti	27,01	22.304	-1,03	8,26	21,34	19,38	4,70	3,93
Azimut Holding	Asset Management	15,97	2.288	-6,50	-16,87	0,69	12,22	17,09	6,65
Banca Generali	Banche	29,05	3.395	4,50	2,29	28,20	16,29	31,18	4,47
Banca Mediolanum	Banche	6,97	5.159	-1,41	-5,75	2,05	13,98	-6,64	5,70
Banco BPM	Banche	2,752	4.170	-12,47	-1,22	20,07	31,41	High	0,92
Banca Popolare Emilia R.	Banche	4,188	2.016	-1,55	-10,63	-17,23	14,12	High	1,70
Brembo	Componenti Auto	12,75	4.258	-12,61	-10,34	10,87	15,10	16,78	1,70
Buzzi Unicem	Materiali e finiture	23,45	4.411	0,64	1,08	4,18	17,75	83,93	0,86
CNH Industrial	Industriali	10,91	19.261	6,96	8,67	32,00	27,76	21,35	1,13
Davide Campari	Industriali	6,505	7.556	0,70	6,64	40,04	31,35	22,06	0,89
Enel	Elettricità	5,225	53.121	0,87	11,55	24,76	14,64	37,27	4,37
ENI	Petrolio & Gas	13,76	50.006	-0,65	-8,51	-11,05	24,97	High	5,84
EXOR	Servizi Finanziari	53,55	12.906	2,98	1,71	30,67	9,40	93,51	0,69
Ferrari	Auto	93,95	23.060	-3,59	26,11	69,89	34,09	27,22	0,81
FCA	Auto	14,99	29.174	5,34	54,86	73,71	6,77	52,29	0,05
FincoBank	Banche	7,995	4.859	9,22	18,71	50,00	22,54	7,27	3,52
Intesa Sanpaolo	Banche	2,768	46.332	-3,49	-1,14	14,10	14,48	17,26	7,33
Italgas	Gas	5,35	4.329	10,77	14,07	43,12	15,75	22,79	3,89
Leonardo Finmeccanica	Difesa	10,03	5.799	-32,95	-34,32	-24,81	12,85	-26,16	1,39
Luxottica	Abbigliamento & Accessori	48,59	23.566	6,67	-10,52	-4,91	25,75	3,67	1,96
Mediaset	Media	3,066	3.622	-0,13	-15,49	-25,40	28,48	High	1,59
Mediobanca	Banche	9,515	8.385	4,27	5,43	22,70	11,19	24,80	3,89
Moncler	Abbigliamento	23,3	5.935	-5,97	7,03	40,96	24,49	16,94	0,97
Poste Italiane	Assicurazioni	6,105	7.974	-1,69	-4,08	-3,17	9,46	36,96	6,64
Prysmian	Industriali	28,45	6.166	-2,57	16,41	16,60	18,13	16,65	1,67
Recordati	Farmaceutico	38,28	8.005	-3,60	6,78	42,20	27,49	20,67	2,17
Saipem	Servizi petroliferi	3,456	3.494	3,54	-11,52	-35,40	20,41	High	0,06
Salvatore Ferragamo	Abbigliamento	21,44	3.619	-3,51	-24,85	-4,41	25,37	-27,37	1,99
Snam Rete Gas	Gas	4,26	14.913	0,0	-1,80	8,84	15,91	10,83	5,15
STMicroelectronics	Semiconduttori	20,57	18.735	21,86	40,22	90,46	26,82	High	1,01
Telecom Italia	Telecom	0,683	13.756	-11,13	-22,56	-18,40	8,79	-4,39	0,06
Tenaris	Acciaio	12,1	14.284	7,94	-16,15	-28,70	45,26	High	3,03
Terna	Elettricità	5,08	10.211	0,40	1,30	16,73	14,90	8,22	4,34
UniCredit	Banche	16,68	37.147	-3,14	-0,71	21,76	14,40	High	1,72
UBI Banca	Banche	3,88	4.440	-3,63	9,73	55,85	25,01	High	2,63
Unipol Gruppo Finanziario	Assicurazioni	3,778	2.711	-3,43	-5,93	10,34	NS	Neg.	4,90
UnipolSAI	Assicurazioni	1,900	5.376	-4,14	-11,96	-6,40	10,78	-0,62	6,35
Yoox Net-a-Porter	Abbigliamento	28,82	3.864	-11,87	12,80	6,98	NS	-29,44	0,00

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

Glossario

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

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 19.10.2017.

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili attraverso la pagina web di cui sopra. I conflitti di interesse pubblicati sul sito internet sono aggiornati almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Retail Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo sono riportati nella prima pagina del documento, dichiarano che:

- (a) le opinioni espresse sulle Società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Altre indicazioni

1. Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento
3. Gli analisti citati nel documento sono soci AIAF.
4. Gli analisti citati nel documento non ricevono bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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

Note metodologiche

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

Settori e aree geografiche USA/Europa/Italia e cenni sui Paesi emergenti

L'universo di riferimento è quello dei settori dell'Eurostoxx 600 e dell'S&P500.

La selezione dei settori viene realizzata sulla base dell'analisi dei fondamentali e della forza relativa dei singoli comparti rispetto al benchmark.

I suggerimenti di acquisto si riferiscono a un investimento realizzato con un orizzonte temporale di 6-12 mesi.

Dati societari e stime di consenso

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

Definizioni e storia delle raccomandazioni

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

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

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

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

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

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

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

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

Analisi tecnica

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

Storia delle raccomandazioni (12 mesi)		
Emittente	Raccomandazione	Data di assegnazione/conferma del giudizio
Ansaldo STS	Neutrale	22/11/2017
Ansaldo STS	Neutrale	28/04/2017
Atlantia	Moderatamente Positiva	22/11/2017
Atlantia	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Atlantia	Moderatamente Positiva	28/04/2017
Atlantia	Moderatamente Positiva	30/03/2017
Banca Mediolanum	Neutrale	22/11/2017
Banca Mediolanum	Neutrale	14/06/2017
Banca Mediolanum	Neutrale	24/02/2017
Banca Mediolanum	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Banco BPM	Moderatamente Positiva	21/09/2017
Banco BPM	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Banco BPM	Moderatamente Positiva	31/01/2017
BMW	Moderatamente Positiva	26/07/2017
BMW	Moderatamente Positiva	23/12/2016
Buzzi Unicem	Moderatamente Positiva	22/11/2017
Buzzi Unicem	Neutrale	14/06/2017
Buzzi Unicem	Neutrale	24/02/2017
Buzzi Unicem	Neutrale	30/11/2016
Daimler	Moderatamente Positiva	28/02/2017
ENI	Moderatamente Positiva	21/09/2017
ENI	Moderatamente Positiva	18/05/2017
ENI	Moderatamente Positiva	30/03/2017
ENI	Moderatamente Positiva	23/01/2017
ENI	Moderatamente Positiva	21/12/2016
IREN	Moderatamente Positiva	22/11/2017
IREN	Moderatamente Positiva	28/04/2017
Mediobanca	Moderatamente Positiva	21/09/2017
Mediobanca	Moderatamente Positiva	18/05/2017
Mediobanca	Moderatamente Positiva	24/02/2017
Mediobanca	Moderatamente Positiva	30/11/2016
Prysmian	Neutrale	22/11/2017
Prysmian	Neutrale	14/06/2017
Prysmian	Neutrale	30/03/2017
Prysmian	Neutrale	30/11/2016
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	14/06/2017
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	24/02/2017
Salini Impregilo	Moderatamente Positiva	21/12/2016
Salvatore Ferragamo	Neutrale	22/11/2017
Salvatore Ferragamo	Neutrale	14/06/2017
Salvatore Ferragamo	Neutrale	24/02/2017
Salvatore Ferragamo	Neutrale	30/11/2016
STMicroelectronics	Neutrale	22/11/2017
STMicroelectronics	Neutrale	14/06/2017
STMicroelectronics	Moderatamente Positiva	31/01/2017
Unione Banche Italiane (UBI Banca)	Moderatamente Positiva	22/11/2017
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

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi

Fulvia Risso

Cecilia Barazzetta

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi, Maria Giovanna Cerini