

Lusso: la domanda si sta normalizzando

La domanda dei beni di lusso a livello globale si sta normalizzando, poiché il mercato asiatico non cresce più a doppia cifra come gli anni scorsi e si avvicina a essere un mercato maturo. I costi fissi elevati impongono ai produttori politiche mirate di efficientamento per mantenere i margini, non avendo più grandi spazi di manovra per l'adeguamento dei listini prezzi. In tale contesto, sono da preferire le aziende del Lusso che hanno potenziato la struttura di *e-commerce*, che presenta costi inferiori ed elevati tassi di crescita; inoltre, per i grandi marchi sarà indispensabile individuare le collezioni giuste da proporre. Nonostante ciò, le stime di crescita del comparto per l'anno in corso sono state riviste al rialzo, sostenute da una migliorata percezione del quadro macroeconomico internazionale e, soprattutto, dai segnali più incoraggianti rispetto alle precedenti stime provenienti dai dati cinesi. Da monitorare il rafforzamento dell'euro.

Secondo le stime di consenso, a livello europeo il settore continua a mostrare crescita di margini e fatturato superiori al benchmark di riferimento per il triennio 2017-19 preso in esame, con picchi a doppia cifra per l'esercizio in corso e meno elevati per il successivo biennio. Le crescite sono sostenute da una domanda in aumento, seppur in modo disomogeneo e a ritmi inferiori rispetto a quelli registrati nel periodo 2010-14, soprattutto a causa della normalizzazione del mercato asiatico, che pur resta un importante sbocco di riferimento. La domanda globale è più che altro sostenuta dal miglioramento congiunturale e da un recupero della fiducia dei consumatori in molte aree geografiche, oltre a un incremento del flusso turistico dall'Asia verso l'Europa. In termini di P/E e altri multipli, il settore quota a premio come di consueto.

Per fronteggiare i costi operativi fissi elevati, i principali gruppi del settore Lusso hanno potenziato negli ultimi anni il canale delle vendite *online*: tale scelta strategica consente di intercettare una massa maggiore di clientela, soprattutto per quanto riguarda le fasce più giovani, oltre a efficientare la struttura dei costi.

In termini di remunerazione degli azionisti, il comparto presenta un *dividend yield* mediamente inferiore all'indice di riferimento, con un valore per il triennio 2017-19 che si attesta in media al 2,26%, rispetto al 3,31% dell'Euro Stoxx.

In merito alla posizione debitoria, il comparto del Lusso presenta un *ratio* Debito netto/EBITDA contenuto e decisamente inferiore rispetto all'indice di riferimento, evidenziando posizioni finanziarie bilanciate e non esposte per i gruppi del settore.

Relativamente ai rischi, evidenziamo: 1) la normalizzazione della domanda asiatica, che non cresce più a doppia cifra come negli anni scorsi; 2) la componente valutaria; 3) minori margini per adeguamenti al rialzo del listino prezzi.

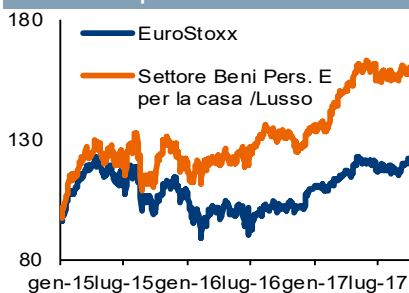
Pur monitorando attentamente il comparto in attesa di verificare la tenuta dei margini (in un contesto di crescita a ritmi più contenuti per il biennio 2018-19) e gli effetti della componente valutaria, confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo.

Scheda Settore

Dati Settore	
Volume (mln di pezzi)	5,08
Valore (euro)	833,33
Capitalizzazione (mld di euro)	315,71
Max-Min a 12 mesi (euro)	848,5-647,1
Rendimento dividend 2017E (%)	2,04
P/E 2017E Settore Beni Pers./Lusso	23,61
P/E 2017E Euro Stoxx	15,70

Fonte: Bloomberg, FactSet

Settore Beni personali/Lusso vs. Euro Stoxx



Fonte: Bloomberg

10 ottobre 2017

13:11 CET

Data e ora di produzione

10 ottobre 2017

13:20 CET

Data e ora di prima diffusione

Azioni

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori
privati e PMI

Laura Carozza
Analista Finanziario

Piero Toia
Analista Finanziario

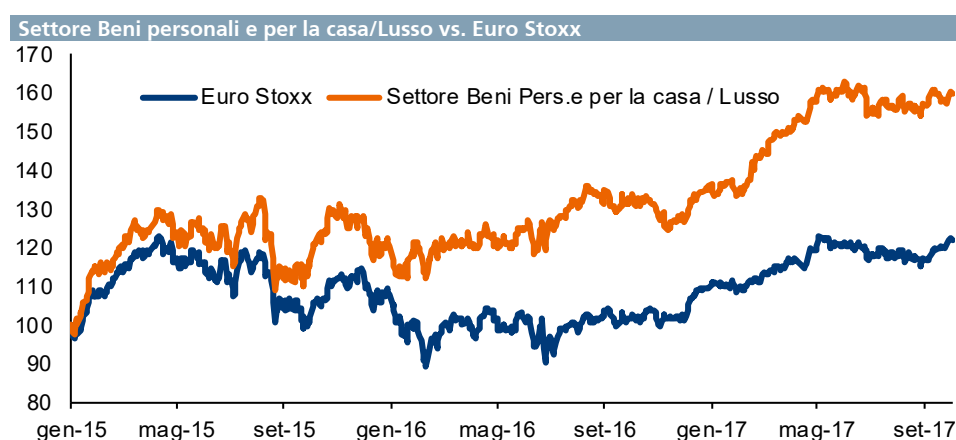
Performance %

Absoluta	Relativa Euro Stoxx	
1m	1,91m	-2,4
3m	3,13m	-0,3
12m	21,412m	1,3
YTD	18,2YTD	6,7

Fonte: Bloomberg

Performance del settore

Il comparto europeo del Lusso si conferma in prossimità dei massimi storici registrati lo scorso giugno, mostrando un andamento sostanzialmente laterale negli ultimi mesi. Da inizio anno, l'indice settoriale sovraperforma il benchmark europeo di riferimento (Euro Stoxx), registrando una variazione positiva a doppia cifra e pari al 18,2%. Il principale impulso al rialzo è circoscritto soprattutto nella prima parte dell'anno, mentre a partire da giugno/luglio, il settore presenta un rialzo più contenuto, perdendo forza relativa soprattutto nell'ultimo mese. Sull'andamento recente sembra aver pesato anche la componente valutaria, conseguente al rafforzamento dell'euro nei confronti delle principali valute; contro dollaro, la valuta unica ha registrato infatti un nuovo massimo da inizio 2015, mentre nei confronti dello yuan l'apprezzamento si è spinto fino ai livelli registrati a settembre 2014.



Fonte: Bloomberg

Performance Settore Beni personali e per la casa/Lusso ed Euro Stoxx					
	Valore	Var. % 1 mese	Var. % 3 mesi	Var. % 6 mesi	Var. % inizio anno
Euro Stoxx	390,69	4,3	3,4	5,2	11,5
Settore Lusso europeo	833,33	1,9	3,1	6,8	18,2

Fonte: Bloomberg

Normalizzazione della domanda dei beni di lusso in Asia

Il comparto dei beni di Lusso evidenzia a livello globale segnali di recupero della domanda, seppur in modo disomogeneo e con ritmi ben lontani da quelli registrati nel periodo 2010-14. I dati incoraggianti sul fronte della crescita economica internazionale, un aumento della fiducia dei consumatori in molte aree geografiche e un incremento del flusso turistico dall'Asia verso l'Europa rappresentano i principali driver di sostegno al settore. La domanda proveniente dalla Cina, sia per quanto riguarda il mercato nazionale che extra-nazionale, costituisce poi un importante punto di riferimento per la crescita del comparto.

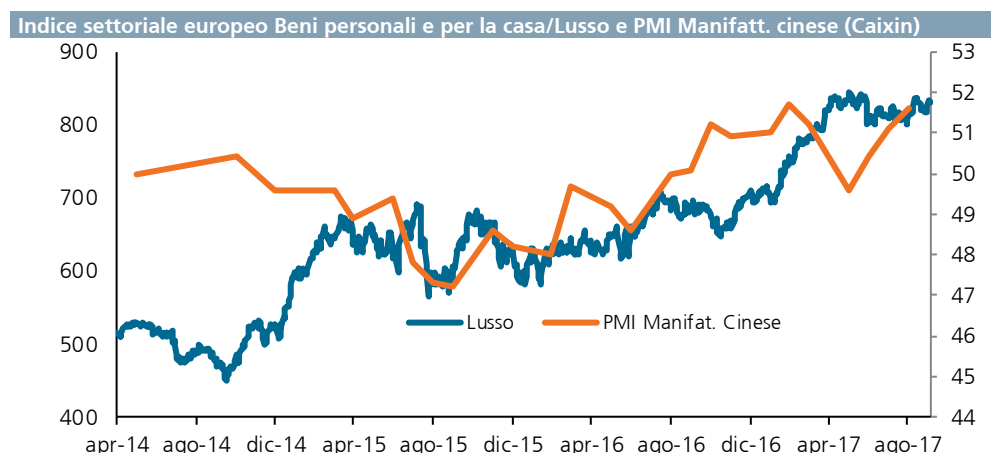
Le principali società di ricerca (Altagamma e Bain & Co.) hanno rivisto al rialzo rispetto alle precedenti rilevazioni le stime a livello internazionale per il 2017, per il quale si attendono una ripresa del mercato del Lusso grazie al ritorno del flusso turistico in Europa e alla ripresa dei consumi in mercati-chiave come quello cinese. In particolare, Altagamma stima una crescita media a livello globale pari al 3-4% a cambi costanti, con un aumento di un punto percentuale rispetto alle stime elaborate lo scorso anno. A livello geografico, un contributo significativo dovrebbe arrivare dal mercato europeo (+4% rispetto al +3% della precedente rilevazione) e dall'Asia, dove il ritmo di crescita è atteso ora al 5% (precedente 4%). Per quanto riguarda invece i segmenti

produttivi, gioielli e orologi sono visti in aumento del 2% (dal precedente -1%) e la pelletteria del 5% (+3%), mentre dovrebbero risultare stabili le vendite dell'abbigliamento (+3%). Bain & Co. si attende una crescita del mercato del Lusso tra il 2 e il 4% a cambi costanti per l'intero 2017; anche in questo caso, l'andamento dovrebbe essere trainato dall'Europa, dove la crescita risulta stimata tra il 7 e il 9%, a cui si aggiunge il contributo positivo della Cina (+6-8%). Di contro, il mercato americano dovrebbe contribuire in modo negativo, con una variazione attesa tra il -2% e lo 0%.

Stime Altagama		
Var. %	Stime ottobre 2016	Stime maggio 2017
Europa	3,0	4,0
Nord America	3,0	2,0
America Latina	3,0	1,0
Giappone	-1,0	0,0
Asia	4,0	5,0
Medio Oriente	2,0	1,0
Resto del Mondo	3,0	1,0
Crescita Globale	2,0-3,0	3,0-4,0

Fonte: Altagama

Anche se inferiore rispetto agli anni passati, un contributo ancora importante dovrebbe provenire dal mercato cinese, il cui peso in termini di ricavi dei principali gruppi del Lusso europei risulta ancora significativo. Nonostante non siano più attese crescite a doppia cifra, i recenti segnali di rafforzamento del ciclo economico del Paese asiatico hanno influito positivamente sulle quotazioni del comparto: se infatti analizziamo l'andamento dell'indice settoriale europeo e le rilevazioni dell'indagine di fiducia PMI manifatturiero cinese, diffusa dalla società di ricerche Caixin (grafico sottostante), rileviamo come i due indicatori abbiano mostrato negli ultimi anni un movimento sostanzialmente simile; la tendenza si è accentuata negli ultimi mesi, in concomitanza con il raggiungimento del massimo storico del PMI lo scorso fine febbraio.

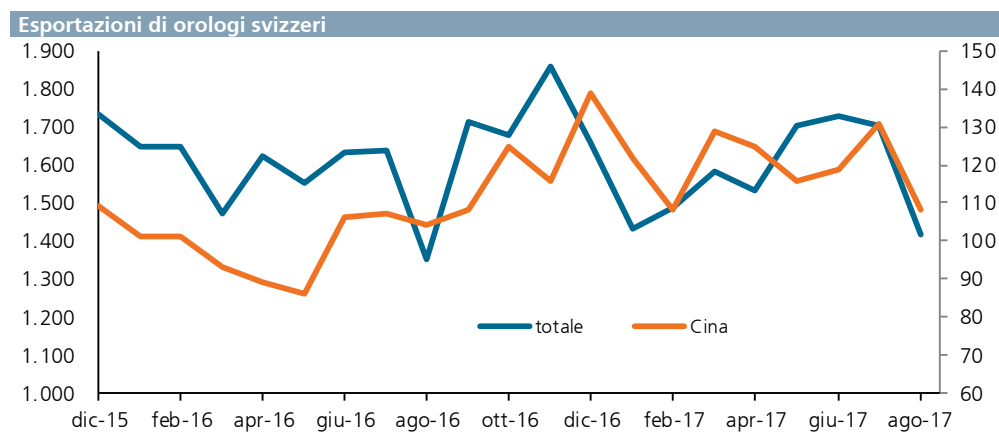


Nota: valori dell'indice Euro Stoxx Lusso scala a sx e valori PMI manifatturiero scala a dx (rilevazione mensile). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg.

Una conferma di tale comportamento è evidenziata anche dal calcolo della correlazione tra i due indicatori che, a partire dagli ultimi mesi del 2016, si è progressivamente intensificata, a dimostrazione che una crescita della domanda proveniente dalla Cina e dai consumatori cinesi, che acquistano prodotti di lusso nei loro viaggi, costituisce ancora un importante driver di sostegno ai risultati dei gruppi europei del comparto. Circa l'11% del turismo internazionale è rappresentato da viaggiatori cinesi, la cui spesa per beni di lusso arriva fino al 30% del totale. Sulla base di dati rilasciati dall'Organizzazione per il turismo internazionale (UNWTO), nel corso dell'intero 2016 i cittadini cinesi hanno speso nei loro viaggi circa 261 mld di dollari, seguiti da statunitensi con 122 mld di dollari e tedeschi con 81 mld di dollari. In quest'ottica, attese di miglioramenti sul fronte

dei dati macroeconomici cinesi dovrebbero riflettersi positivamente sulle prospettive del comparto. A tal proposito, il PIL nel 2° trimestre è salito nuovamente oltre le attese, con una variazione tendenziale del 6,9%; il Governo cinese conferma comunque una stima di crescita per l'intero anno pari al 6,5%. Indicazioni positive sul fronte del contributo dei consumatori cinesi all'intero business del Lusso arrivano anche da uno studio realizzato da Contactlab, che evidenzia come nel 2016 le vendite dei beni di lusso in Cina siano cresciute del 10% a/a. La performance positiva è stata registrata soprattutto nella seconda parte dell'anno; nel 3° trimestre le vendite nel Paese sono aumentate del 5% a/a, per salire poi a +25%a/a nel corso degli ultimi tre mesi dell'esercizio, quando lo shopping all'estero da parte dei consumatori cinesi è cresciuto del 15%. Numeri che portano a stimare anche per il 2017 una variazione delle vendite a doppia cifra, grazie agli acquisti di beni di lusso nel territorio nazionale, mentre non sembrano essere sostenibili per il biennio 2018-2019, in cui il consenso stima crescita più contenute.

Se si analizzano i dati relativi alle esportazioni di orologi svizzeri, utilizzati come *proxy* per comprendere l'andamento dei consumi dei beni di lusso, si nota un tendenziale miglioramento da inizio anno, nonostante il deciso calo registrato ad agosto, che però è da circoscrivere come stagionale. Anche il dato cinese si conferma, eccezion fatta per agosto, sui livelli tra i più elevati degli ultimi anni, al di sotto solamente del picco registrato a fine 2016.

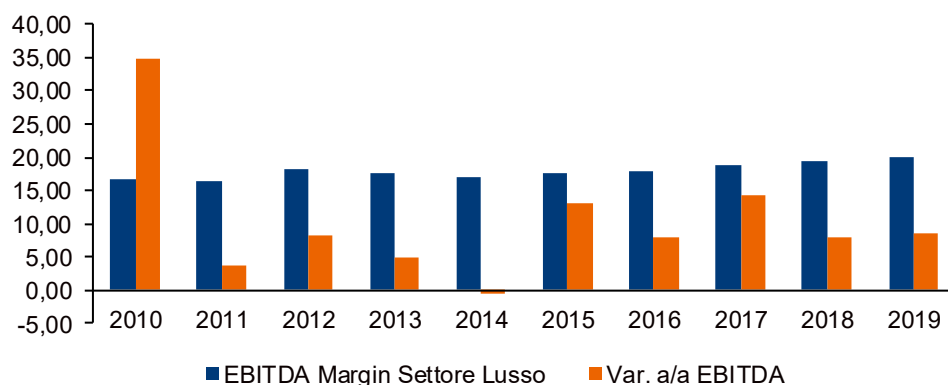


Nota: valori in mln di franchi svizzeri; importi totali scala a sx e importi in Cina scala dx. Fonte: Federazione dell'Industria orologiaia svizzera

I costi operativi elevati incidono sulla crescita dei margini

Se da un lato il settore registra segnali di miglioramento sul fronte della domanda, sostenuta dal rafforzamento della congiuntura, dall'altro molti gruppi registrano ancora pressioni in termini di margini. La strategia degli scorsi anni, improntata sull'espansione attraverso l'apertura di nuovi punti di vendita, ha condotto a un appesantimento della struttura dei costi fissi. Ad ogni modo, analizzando le stime di consenso relative all'EBITDA margin (ovvero l'incidenza dell'EBITDA sul fatturato) è atteso un miglioramento per il triennio 2017-19, nonostante il peso rilevante della componente costi operativi.

EBITDA margin vs. variazione annua EBITDA Settore Lusso



Nota: valori percentuali. Fonte: FactSet

Per fronteggiare i costi operativi fissi elevati, i principali gruppi del settore hanno potenziato negli ultimi anni il canale di vendite online; tale scelta strategica consente di intercettare una massa maggiore di clientela, soprattutto per quanto riguarda le fasce più giovani, oltre a efficientare la struttura dei costi. Secondo i dati rilasciati da ContactLab e Bain & Co./Altagamma, nel 2015 la percentuale di vendite tramite il canale online rappresentava il 7% del totale, ma circa il 25% erano vendite effettuate in negozio legate a ricerche online. Tali percentuali sono stimate attestarsi rispettivamente all'11% e al 34% nel 2020, a dimostrazione che l'apporto del web nelle scelte di consumo di beni di lusso risulta in crescita, anche se rappresenta ancora una quota minoritaria degli acquisti complessivi. Le strategie messe in campo dai principali operatori del settore tendono a rispondere alla sempre più crescente tendenza all'utilizzo di internet: la società di ricerche eMarketer ha rivisto al rialzo le stime sull'utenza internet a livello internazionale per il periodo 2016-2021, come conseguenza degli incrementi previsti soprattutto in Cina, negli altri Paesi dell'area Asia-Pacifico e in Europa. Quest'anno, circa il 47% della popolazione mondiale utilizzerà almeno una volta internet; la soglia del 50% verrà però superata, secondo eMarketer, solo a partire dal 2019, quando saranno 3,82 mld le persone che accederanno alla rete su scala globale. La tendenza per i prossimi anni sarà quindi quella di una costante crescita: situazione che rappresenterà una grande opportunità per chi volesse utilizzare il canale web come strumento di vendita.

L'impatto della componente valutaria

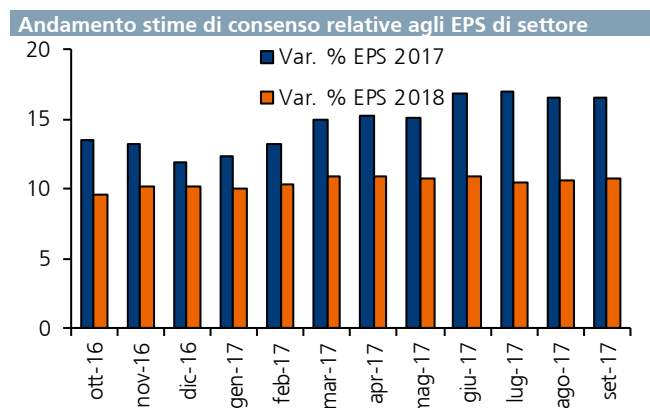
Il tema legato a un eccessivo apprezzamento dell'euro risulta fondamentale per il comparto europeo del Lusso, dal momento che importanti gruppi del settore presentano esposizioni più e meno elevate in mercati chiave a livello internazionale, oltre al fatto che la forza della moneta unica potrebbe frenare i flussi turistici in Europa e quindi l'eventuale incremento della spesa per beni di lusso. Analizzando l'esposizione geografica in termini di fatturato dei gruppi appartenenti all'indice Stoxx600, emerge che oltre il 35% dei ricavi risulta generato in Asia e Americhe. Entrando poi nel dettaglio dei singoli settori (vedi tabella alla pagina successiva), il comparto dei Consumi Discrezionali, a cui appartiene il Lusso, presenta un'esposizione media in termini di volume d'affari al mercato asiatico pari al 13%; a ciò si aggiunge il 20% nei confronti del mercato americano, mentre circa il 64% del fatturato è rivolto all'area dell'Europa, Medio Oriente e Africa (EMEA). Le nostre stime per il prossimo periodo vertono per un cambio euro dollaro a 1,18 a 6 mesi, e a 1,20 a 12 mesi.

Peso dei mercati esteri in termini di fatturato per i principali settori dello Stoxx600				
Settore	Numero società appartenenti all'indice	Peso % medio ricavi in Asia	Peso % medio ricavi in Americhe	Peso % medio ricavi in EMEA
Farmaceutico	44	12	37	49
Materiali	53	23	25	50
Tecnologico	37	22	23	51
Industriale	119	14	27	56
Energia	23	16	23	60
Consumi Discrezionali	90	13	20	64
Finanziari	111	10	16	72
Utility	28	7	19	73
Telefonici	21	11	14	75
Immobiliare	26	11	9	80

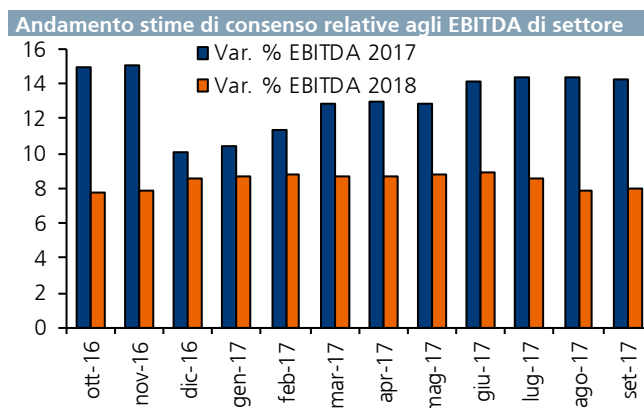
Fonte: Bloomberg

Valutazioni sui fondamentali

Analizzando i fondamentali, il settore continua a mostrare crescite di margini e fatturato superiori al benchmark di riferimento per il triennio 2017-19, con picchi a doppia cifra per l'esercizio in corso e meno elevati per il successivo biennio. Le crescite sono sostenute da una domanda in aumento, seppur in modo disomogeneo e a ritmi decisamente inferiori a quelli registrati nel periodo 2010-14, soprattutto a causa della normalizzazione del mercato asiatico, che non cresce più a doppia cifra in termini di PIL come gli anni scorsi e si avvicina a essere un mercato maturo, pur restando uno sbocco di riferimento importante. La domanda globale è più che altro sostenuta dal miglioramento congiunturale e da un recupero della fiducia dei consumatori in molte aree geografiche, oltre a un incremento del flusso turistico dall'Asia verso l'Europa. In termini di P/E e altri multipli, il settore quota a premio come di consueto.



Fonte: FactSet



Fonte: FactSet

Come si evince dai grafici sopra riportati, le stime di consenso evidenziano un miglioramento in termini di EPS e EBITDA 2017 a partire soprattutto dal secondo trimestre, in concomitanza con il miglioramento congiunturale globale che ha condotto a rivedere al rialzo le attese di crescita del PIL per il 2017 sia dell'Eurozona che della Cina. Di contro, per il 2018 il consenso stima crescite più contenute.

Multipli e crescite dei settori europei										
Settore	Valore	Media P/E 2010-16	P/E (x)				Var. EPS %			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	390,69	15,03	16,71	15,70	14,44	13,22	2,25	25,52	8,68	9,38
Auto	573,37	10,49	9,24	8,44	7,98	7,65	41,41	28,35	5,68	4,29
Banche	137,82	17,60	15,51	12,48	11,29	9,96	-31,27	High	10,55	13,37
Risorse di base	231,52	-24,26	17,39	12,29	12,58	11,51	High	42,88	-2,29	9,27
Chimici	1.110,51	15,85	17,63	17,23	16,33	15,18	4,28	9,61	5,46	7,58
Costruzioni e Materiali	458,69	17,14	18,36	17,65	15,77	14,23	16,41	13,24	11,88	10,87
Servizi finanziari	423,06	15,27	17,81	17,87	16,30	16,59	3,27	39,60	9,61	10,44
Alimentari	607,85	20,05	24,27	23,31	20,80	18,77	-9,36	18,79	12,05	10,80
Farmaceutici	900,96	15,67	18,66	19,11	17,91	16,24	8,11	3,05	6,67	10,27
Beni e servizi Industriali	820,70	18,06	19,69	19,53	17,32	15,58	9,27	14,12	12,72	11,22
Assicurazioni	271,71	10,11	10,09	11,45	10,77	10,25	5,71	1,25	6,31	5,03
Media	229,24	17,53	19,70	18,21	16,34	15,06	-1,11	8,33	11,40	8,55
Petrolio & Gas (Energia)	305,44	11,82	17,88	14,53	14,23	13,28	-16,65	37,76	2,06	7,15
Beni pers. e per la casa/Lusso	833,33	21,35	24,74	23,61	21,36	19,33	8,48	16,33	10,52	10,52
Real Estate	234,21	18,00	19,81	19,13	18,00	17,11	15,91	6,45	6,31	5,18
Retail	477,72	17,02	18,26	20,04	18,04	16,42	22,46	6,98	11,06	9,85
Tecnologici	498,14	23,51	23,00	22,81	20,03	17,65	0,13	14,55	13,89	13,49
Telecom	332,55	15,08	20,70	16,26	14,13	12,69	-3,69	25,60	15,07	11,33
Turismo e Tempo libero	230,60	23,40	16,06	14,37	13,01	11,94	-0,36	5,81	10,48	8,95
Utility	284,40	11,85	13,75	14,73	14,01	13,06	-8,56	10,44	5,14	7,28

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

Il consenso stima inoltre una crescita degli utili a doppia cifra per il triennio 2017-19, pari al 12,5%, un livello di poco inferiore rispetto a quanto atteso per l'Euro Stoxx: quest'ultimo risulta però sostenuto nell'esercizio in corso dal deciso recupero in termini di utili dei comparti Bancario, Finanziario, Energia e Alimentari, che vantano crescite particolarmente elevate grazie anche all'effetto confronto molto favorevole, considerato il deciso calo registrato nel 2016. Depurando la media dal settore bancario, il Lusso presenta valutazioni migliori rispetto al benchmark europeo, anche se i multipli si confermano elevati rispetto all'Euro Stoxx e lievemente superiori alla media storica 2010-16. In tale contesto, il comparto potrebbe manifestare maggiore volatilità ed eventuali crescite degli utili inferiori alle attese potrebbero generare ritracciamenti.

Crescita degli utili operativi e multipli EV/EBITDA dei settori europei										
Settore	Valore	Media EV/EBITDA 2010-16	EV/EBITDA (x)				Var. EBITDA %			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	390,69	7,88	9,28	9,04	8,63	8,19	3,80	9,23	4,38	5,75
Auto	573,37	7,83	7,64	6,91	6,58	6,28	13,23	10,29	4,99	4,83
Risorse di base	231,52	7,28	8,12	6,85	6,76	6,54	10,03	20,77	1,21	3,54
Chimici	1.110,51	8,64	9,78	9,40	9,06	8,65	2,70	10,54	3,75	4,80
Costruzioni e Materiali	458,69	8,04	8,89	9,07	8,53	8,05	7,37	7,37	6,32	5,99
Alimentari	607,85	12,02	14,64	14,49	13,43	12,50	3,17	17,58	7,87	7,51
Farmaceutici	900,96	10,07	11,75	11,77	11,03	10,21	5,61	3,57	6,69	7,99
Beni e servizi Industriali	820,70	9,35	10,61	11,34	10,48	9,67	8,14	7,72	8,31	8,45
Media	229,24	9,16	10,81	11,30	10,48	9,92	0,75	5,14	7,91	5,63
Petrolio & Gas (Energia)	305,44	4,98	7,32	5,91	5,49	5,18	-11,49	24,62	8,03	6,57
Beni pers. e per la casa/Lusso	833,33	11,81	14,23	13,76	12,75	11,74	8,07	14,23	7,96	8,62
Real Estate	234,21	22,43	25,80	26,16	24,23	23,09	8,57	7,97	6,50	4,96
Retail	477,72	8,21	9,51	9,48	8,96	8,36	14,05	6,30	5,77	7,24
Tecnologici	498,14	10,94	13,11	13,59	12,28	11,26	10,74	10,92	10,68	9,06
Telecom	332,55	6,05	7,05	6,61	6,45	6,24	14,67	5,67	2,50	3,22
Turismo e Tempo libero	230,60	6,74	7,05	6,74	6,41	6,01	12,45	5,79	5,44	6,96
Utility	284,40	6,48	6,73	7,27	7,01	6,75	-8,83	-0,38	3,74	3,88

Nota: 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

Relativamente all'EBITDA, le crescite per il comparto europeo del Lusso si confermano a doppia cifra per l'esercizio 2017 con aumenti superiori al benchmark, mentre per il prossimo biennio 2018-19 il consenso stima incrementi a singola cifra (seppur nella parte alta), mediamente al di sopra degli altri settori e del benchmark di riferimento. La crescita dei margini più contenuta dipende sia da una domanda di beni di lusso inferiore a quella del periodo 2010-14, sia da una strategia, perseguita negli anni scorsi dai produttori, improntata sull'espansione attraverso l'apertura di nuovi punti di vendita, che ha condotto ad appesantire la struttura dei costi fissi. Per mantenere i margini, gli elevati costi fissi impongono oggi politiche di efficientamento mirate, non rimanendo più grandi spazi di manovra per l'adeguamento dei listini prezzi. I multipli di EBITDA si confermano a premio rispetto all'indice di riferimento, a fronte di crescite maggiori in termini di marginalità.

Crescita dei fatturati e multipli EV/Sales dei settori europei										
Settore	Valore	Media EV/Sales 2010- 16	EV/Sales (x)				Var. Sales %			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Euro Stoxx	390,69	1,21	1,43	1,47	1,42	1,39	-0,96	4,45	3,35	3,86
Auto	573,37	0,91	0,94	0,90	0,86	0,84	2,40	6,69	4,76	2,65
Banche	137,82	ND	ND	ND	ND	ND	-1,81	1,71	3,00	3,57
Risorse di base	231,52	0,78	1,01	0,87	0,86	0,85	-8,41	10,40	0,68	1,04
Chimici	1.110,51	1,51	1,88	1,86	1,81	1,76	-5,28	8,54	2,80	2,98
Costruzioni e Materiali	458,69	0,95	1,04	1,07	1,05	1,01	1,57	5,42	2,33	3,68
Servizi finanziari	423,06	0,86	0,47	0,50	0,48	ND	4,55	5,13	3,70	3,78
Alimentari	607,85	2,70	3,68	3,55	3,40	3,26	0,98	11,63	4,37	4,36
Farmaceutici	900,96	2,68	2,99	2,71	2,58	2,43	4,32	2,10	5,16	5,95
Beni e servizi Industriali	820,70	1,09	1,38	1,51	1,44	1,38	-0,51	4,57	4,54	4,21
Assicurazioni	271,71	ND	1,36	1,97	1,92	1,94	0,00	0,85	2,74	3,34
Media	229,24	2,14	2,30	2,54	2,41	2,33	5,35	4,62	5,06	3,71
Petrolio & Gas (Energia)	305,44	0,82	1,05	1,00	0,97	0,92	-0,83	5,45	2,63	9,40
Beni pers. e per la casa/Lusso	833,33	2,05	2,55	2,59	2,47	2,35	3,19	11,40	4,94	5,34
Real Estate	234,21	16,27	20,69	22,29	21,26	20,37	7,46	-2,72	4,16	3,80
Retail	477,72	0,51	0,61	0,65	0,64	0,61	14,30	4,09	2,94	3,89
Tecnologici	498,14	1,83	2,61	2,83	2,69	2,56	19,08	5,53	5,14	5,24
Telecom	332,55	1,95	2,19	2,12	2,11	2,07	5,13	2,20	0,72	1,76
Turismo e Tempo libero	230,60	0,67	0,89	0,88	0,86	0,83	3,12	1,22	3,27	3,45
Utility	284,40	1,08	1,08	1,23	1,20	1,17	-23,31	0,91	2,11	2,52

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

Sul fronte dei ricavi, per l'esercizio in corso le stime di consenso indicano crescite a doppia cifra, ben più elevate rispetto a quelle dell'indice di riferimento. Relativamente al biennio 2018-19 la crescita è stimata invece a singola cifra, sia per la maggior difficoltà rispetto al passato di rivedere al rialzo il listino prezzi, sia per la domanda più "normalizzata" proveniente dalla Cina. Anche in questo caso i multipli di fatturato si confermano a premio rispetto al benchmark di riferimento.

Dividend Yield stimati sui settori europei					
Settore	Dividend Yield				
	2016	2017E	2018E	2019E	Media 2017-19E
Euro Stoxx	3,27	3,08	3,29	3,56	3,31
Auto	3,14	3,20	3,48	3,73	3,47
Banche	4,38	3,74	4,08	4,65	4,16
Risorse di base	2,18	2,55	3,08	3,47	3,03
Chimici	2,69	2,63	2,80	2,96	2,80
Costruzioni e Materiali	2,78	2,69	2,92	3,13	2,91
Servizi finanziari	3,11	2,84	3,06	3,70	3,20
Alimentari	2,63	2,48	2,59	2,72	2,60
Farmaceutici	2,23	2,20	2,32	2,48	2,33
Beni e servizi Industriali	2,60	2,47	2,67	2,89	2,68
Assicurazioni	5,05	4,74	5,00	5,23	4,99
Media	3,16	3,32	3,57	3,76	3,55
Petrolio & Gas	4,79	4,72	4,90	4,95	4,86
Beni pers. e per la casa/Lusso	2,03	2,04	2,26	2,48	2,26
Real Estate	4,14	4,17	4,42	4,67	4,42
Retail	2,95	2,70	2,95	3,21	2,95
Tecnologici	1,55	1,46	1,58	1,74	1,59
Telecom	4,61	3,84	4,08	4,34	4,09
Turismo e Tempo libero	1,88	1,60	1,76	1,99	1,79
Utility	5,21	4,82	4,95	5,32	5,03

Fonte: FactSet

In termini di remunerazione agli azionisti, il comparto del Lusso presenta un *dividend yield* mediamente inferiore all'indice di riferimento, con un valore per il triennio considerato 2017-19 che si attesta in media al 2,26%, rispetto al 3,31% dell'Euro Stoxx.

Debito netto/EBITDA dei settori europei						
Settore	Debito Netto/EBITDA					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Media 2010-16
Euro Stoxx	1,55	1,54	1,40	1,22	2,22	1,55
Auto	-0,49	-0,59	-0,52	-0,57	2,91	-0,37
Risorse di base	2,19	1,59	1,14	0,90	1,43	1,97
Chimici	1,56	1,63	1,38	1,18	1,65	1,34
Costruzioni e Materiali	2,37	2,14	1,79	1,45	2,40	2,67
Alimentari	2,49	4,07	3,75	3,23	4,13	2,46
Farmaceutici	1,63	1,55	1,39	1,14	1,60	1,33
Beni e servizi Industriali	1,26	1,26	1,15	0,90	1,94	1,14
Media	1,40	1,82	1,68	1,35	1,96	1,61
Petrolio & Gas	1,44	1,42	0,90	0,81	1,16	1,04
Beni pers. e per la casa/Lusso	0,49	0,57	0,69	0,50	0,75	0,37
Real Estate	10,67	10,50	10,10	9,67	15,10	9,97
Retail	0,84	0,74	0,66	0,52	1,37	0,97
Tecnologici	-0,20	-0,16	-0,12	-0,36	0,06	-0,46
Telecom	2,99	2,82	2,65	2,47	3,19	2,54
Turismo e Tempo libero	0,75	0,71	0,60	0,40	1,10	1,08
Utility	2,54	2,60	2,76	2,63	2,81	2,65

Fonte: FactSet

In merito alla posizione debitoria, il settore presenta un *ratio* Debito netto/EBITDA contenuto e decisamente inferiore rispetto all'indice di riferimento, evidenziando posizioni finanziarie bilanciate e non esposte per i gruppi del comparto.

Analisi tecnica

I livelli di questa sezione sono aggiornati alla data odierna.

Settore Lusso – grafico mensile



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Settore Lusso – grafico settimanale



Fonte: Bloomberg e rielaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Tecnicamente il settore è impostato in un trend di medio periodo rialzista, anche se nel breve ha perso forza relativa rispetto al benchmark europeo registrando un ritracciamento contenuto, per poi sviluppare una fase laterale che incontra una prima barriera a 837 punti. L'eventuale superamento di quest'ultima favorirebbe allunghi verso i precedenti massimi storici registrati lo scorso giugno a 848. Solo la violazione dei massimi imprimerebbe ulteriore forza al trend con target a 913, resistenza dinamica posta sulla parte alta del canale di medio periodo costruito sui minimi di novembre 2016 e successivi obiettivi dati dalle proiezioni di Fibonacci rispettivamente al 138% e 150% che si trovano a 926 e 950.

Sul fronte opposto, l'eventuale cedimento dell'area supportiva che ha intercettato il ritracciamento estivo posta a 798-794 indebolirebbe la grafica di breve dando il via a una correzione più importante, con obiettivi a 766 e successivi in area 748-738; la perdita di quest'area toglierebbe forza al movimento impulsivo partito a fine 2016. Un'ulteriore zona supportiva è rilevabile in area 710-690, con successivi obiettivi in zona 657-647.

Conclusioni

Secondo le stime di consenso, il settore europeo del Lusso mantiene prospettive di crescita degli utili a doppia cifra per l'esercizio in corso, ma più contenute per il biennio 2018-2019. In termini di P/E il settore quota, come di consueto, a premio rispetto all'Euro Stoxx, essendo un settore ad alta crescita; rispetto alla media storica 2010-16, il premio si riduce a moderato per il biennio in corso e si riporta in linea sul 2019. La domanda dei beni di lusso si sta normalizzando, poiché il mercato asiatico non cresce più a doppia cifra come gli anni scorsi e si avvicina ad essere un mercato maturo. I costi fissi elevati impongono alle imprese politiche mirate di efficientamento per mantenere i margini, non avendo più grandi spazi di manovra per l'adeguamento dei listini prezzi. In tale contesto, sono da preferire le aziende del Lusso che hanno attivato un potenziamento della struttura di *e-commerce*, che presenta costi inferiori ed elevati tassi in crescita; inoltre, per i grandi marchi del Lusso sarà indispensabile individuare le collezioni giuste da proporre.

Alla luce delle considerazioni di cui sopra e monitorando attentamente il comparto in attesa di verificare la tenuta dei margini, in un contesto di crescita a ritmi più contenuti per il biennio 2018-19, e gli effetti della componente valutaria, confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo.

Principali rischi

Relativamente ai rischi segnaliamo: 1) la normalizzazione della domanda asiatica, che non cresce più a doppia cifra come negli anni scorsi; 2) la componente valutaria; 3) i minori margini per adeguamenti al rialzo dei listini prezzi.

In termini di mercato evidenziamo che il ripido apprezzamento delle quotazioni del settore e degli indici di riferimento nell'ultimo biennio potrebbe condurre a un aumento della volatilità e a ritracciamenti del trend rialzista di lungo periodo.

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.

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.

La pubblicazione 'Focus' viene redatta senza una cadenza predefinita per analizzare temi di particolare interesse e che possono variare a seconda delle circostanze. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 29.09.2017.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet di Banca IMI (<http://www.bancaimi.prodottiequotazioni.com/Studi-e-Ricerche>) e di Intesa Sanpaolo (www.intesasanpaolo.com) nella sezione Risparmio-Mercati.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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/script/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp

Note Metodologiche

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

Dati societari e stime di consenso

I commenti sui dati societari vengono elaborati sulla base di notizie e dati societari disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. 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.	
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-Datastream. 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.

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