



## Rapporto settimanale

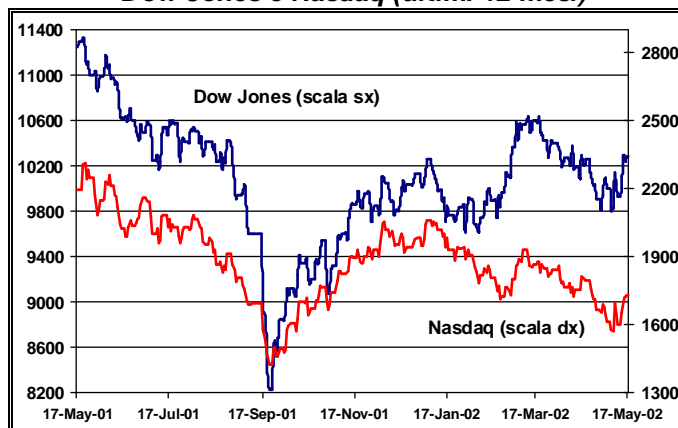
### 1. Lo scenario a livello internazionale

Settimana positiva per i mercati americani. Gli indici hanno beneficiato di un rally ad inizio settimana stimolato sia da dati macroeconomici, sia da dati positivi per il Q1 2002 di alcune società. La Wal-Mart ha comunicato Eps di \$ 0.37 contro attese di \$ 0.36 per azione, spingendo il settore retail, mentre la Applied Materials ha avuto un risultato in linea con il consensus, riportando un pò di ottimismo nel settore tecnologico. I dati della Hewlett Packard, che sono stati leggermente inferiori alle attese, sia come Eps, che come fatturato, evidenziano ancora i contrasti esistenti nei dati pubblicati in USA. La società ha confermato che non si attende un incremento degli investimenti da parte di aziende in nuove tecnologie fino al 2003, confermando la nostra visione che non ci sarà una ripresa consistente dell'economia fino al prossimo anno. I risultati della Dell evidenziano Eps di \$ 0.17 ad azione, superiori alle attese di \$ 0.16. La migliore performance di Dell è comunque dovuta ad un miglioramento dell'efficienza e del posizionamento della società, e non ad un miglioramento delle condizioni del mercato. In settimana abbiamo visto in un paio di occasioni volumi molto pesanti sul Nasdaq, con punte di oltre 2.6 mld di azioni trattate, mentre per il NYSE il volume massimo raggiunto è stato di appena oltre 1.4 mld di azioni. Visto l'andamento positivo del Nasdaq, questo potrebbe indicare che da una situazione di ipervenduto, alcuni fondi stanno effettuando ricoperture su titoli. I dati della settimana sono anch'essi stati contrastanti. Il dato delle vendite al dettaglio di aprile ha evidenziato una crescita dell'1.2%, contro attese di una crescita di 0.7%. Riteniamo che questo dato sia molto importante perché conferma che il consumer spending rimane robusto, e continuerà quindi a sostenere la crescita del Pil, fino a quando gli investimenti strutturali da parte delle società non riprenderanno. Il dato sui prezzi al consumo ha evidenziato la più grossa crescita su base mensile da quasi un anno, crescendo ad aprile dello 0.5%, contro attese di una crescita dello 0.4%. Il dato è stato molto influenzato dalla crescita dei prodotti petroliferi, ma se venisse confermata una crescita a questi livelli per almeno tre mesi consecutivi, questo potrebbe indurre la Fed ad intervenire prima di quando vorrebbe sui tassi per contrastare spinte inflazionistiche. Le richieste per nuovi sussidi per la settimana sono stati di 418,000 contro attese di 405,000, confermando che le aziende stanno ancora cercando di controllare i costi, e che quindi non si aspettano una ripresa dell'economia consistente nel breve termine.

Andamento positivo anche per gli indici in Europa. La Gran Bretagna ha avuto una crescita del Pil dello 0.1% nel Q1 2002, in linea con la crescita pressoché nulla del Q4 2001, ma la possibilità che l'inflazione possa aumentare fino al target del 2.5% potrebbe indurre la banca centrale inglese a intervenire sui tassi. Anche nella zona Euro una situazione in cui il prezzo del petrolio rimanga a livelli di oltre i \$ 27 porterebbe spinte inflazionistiche che potrebbero rallentare l'entità della ripresa economica. Il dato sulla produzione industriale di marzo della zona Euro ha comunque evidenziato una crescita dello 0.5% contro attese di crescita dello 0.2%, dando i primi timidi segnali di preparazione ad un recupero economico. I P/E relativi al 2002 si attestano a: 26.7x per Francoforte, 22.6x per Parigi e 23.9x per Londra.

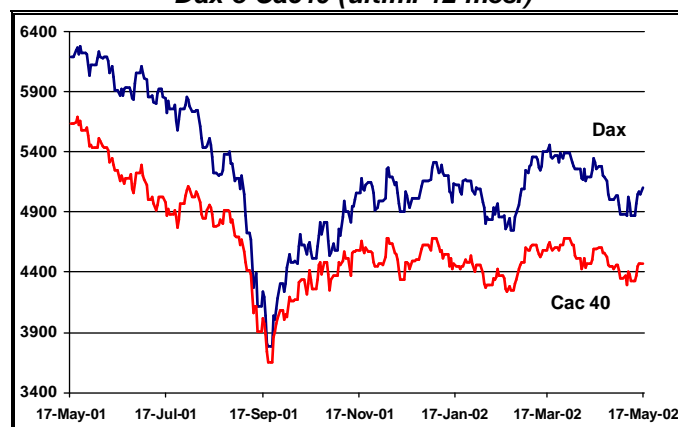
Anche gli indici italiani hanno seguito l'andamento delle altre borse europee. Tuttavia i dati economici indicano una contrazione della produzione industriale per il mese di marzo dello 0.7%, contro attese di un dato invariato rispetto a febbraio. Il dato del Pil del Q1 2002 ha mostrato una crescita dello 0.2%, un tasso molto basso, considerando che le stime per il Pil del 2002 sono per una crescita di circa l'1.5%. Il P/E per il Mibtel relativo al 2002 si attesta a 19.0x.

Dow Jones e Nasdaq (ultimi 12 mesi)



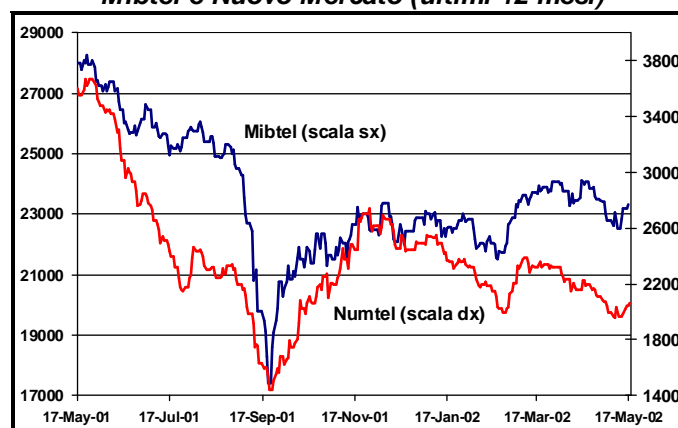
Fonte: Bloomberg

Dax e Cac40 (ultimi 12 mesi)



Fonte: Bloomberg

Mibtel e Nuovo Mercato (ultimi 12 mesi)



Fonte: Bloomberg

Variazioni maggiori indici mondiali (ultima settimana)					
Indice	Last Price	Var %	Indice	Last Price	Var %
Mib 30	31,667	2.84%	Dow Jones	10,283	3.26%
Dax	5,039	3.22%	S&P 500	1,099	4.02%
Cac 40	4,443	2.61%	Nasdaq Comp.	1,729	7.76%
FTSE 100	5,215	0.91%	Nikkei	11,847	2.74%

Fonte: Bloomberg

## 2. La strategia di investimento

Nell'ultima settimana l'indice Mibtel ha fatto registrare un rialzo del 2.58%, da considerare come una correzione tecnica dopo le rilevanti flessioni dei corsi dell'ultimo mese, piuttosto che un'inversione di tendenza del mercato. Infatti, i dati macroeconomici provenienti dagli Usa, pur positivi, appaiono piuttosto deboli per condurre ad una visione più ottimistica sulla ripresa economica. Inoltre, i risultati del primo trimestre in Italia hanno confermato le difficoltà dei settori ciclici come asset management, media e tecnologici. Continuiamo a ritenere opportuno stare lontano da tali settori, in mancanza di una buona visibilità degli utili, anche se si possono riscontrare al loro interno delle buone opportunità d'investimento, alle quotazioni attuali. Infatti, fra i telefonici siamo positivi su Tim poiché presenta un'elevata solidità patrimoniale, un buon dividendo payout (importante in periodi di bassi rendimenti) e potrà beneficiare di agevolazioni fiscali derivanti dall'acquisizione di BLU. I risultati trimestrali hanno confermato i nostri timori sul settore bancario, su cui consigliamo di stare ancora sottopeso, i cui proventi sono stati penalizzati dal calo degli spread dei tassi e dalla flessione delle commissioni, seguita al calo delle masse gestite e della preferenza degli investitori verso prodotti non azionari. All'interno del settore, raccomandiamo di aumentare l'esposizione su Unicredit, che ha confermato anche nella prima parte dell'anno la leadership dal punto di vista reddituale e d'efficienza e con prospettive di crescita ancora elevate ed IntesaBci, che presenta ancora il maggiore upside all'interno del comparto. Sui titoli su cui siamo positivi, segnaliamo Bipop Carire, fra i migliori del MIB30, dopo la presentazione di risultati trimestrali migliori delle attese e soprattutto per le prospettive di crescita della nuova Consumer Bank (che dovrebbe essere denominata Fineco S.p.A.) che nascerà con l'integrazione con Banca di Roma. Si tratta, tuttavia, di un'opzione d'investimento di lungo termine, considerata la correlazione coi mercati finanziari, e con superiore propensione al rischio. Nel settore assicurativo consigliamo di posizionarsi sui titoli i cui proventi sono meno dipendenti dai profitti da trading e più dall'attività caratteristica come Milano Assicurazioni ed Alleanza, mentre siamo prudenti su Generali, troppo dipendente dall'andamento dei mercati finanziari.

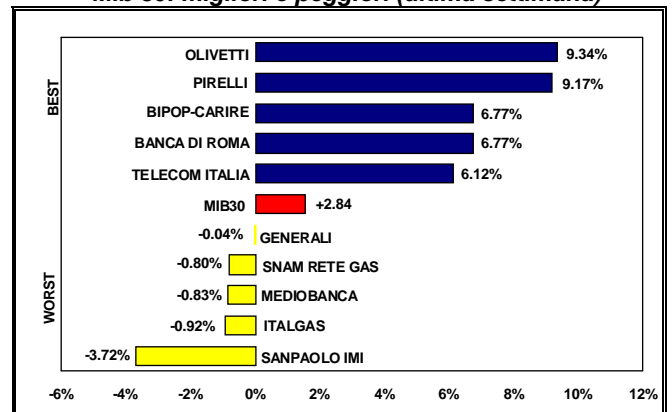
Questa settimana segnaliamo:

**AUTOSTRAD TORINO-MILANO:** il titolo è particolarmente difensivo e beneficerà del piano d'investimenti pubblici previsto dal Governo per aumentare il livello delle infrastrutture. Il titolo è sottovalutato trattando a dei multipli di EV/Ebitda 2002 di 5x rispetto ad una media di 8.5x. La scissione del gruppo con la creazione di Sias e la conseguente focalizzazione per area geografica delle due società permetterà al gruppo di cogliere le opportunità offerte dai prossimi investimenti pubblici. Il nostro giudizio operativo sul titolo è BUY.

**BUZZI UNICEM:** il gruppo beneficia dell'espansione del settore italiano del cemento e calcestruzzo. In particolare nel 2002, la società potrà risentire positivamente dell'interesse del Governo per le opere pubbliche, con un investimento previsto di € 126 mld in 10 anni. La società ha migliorato la propria diversificazione geografica, grazie all'acquisizione di Dyckerhoff, limitando la propria dipendenza dal mercato italiano e statunitense. Nel primo trimestre 2002 il fatturato del gruppo è cresciuto del 10.8%. La società è molto sottovalutata sui fondamentali rispetto ai competitors. Infatti il titolo tratta ad un multiplo di P/CF di 4x rispetto ad una media di 5.3x, ed un multiplo di EV/Ebitda di 3.75x rispetto ad una media di settore di 6.1x. La nostra raccomandazione è BUY con un target price di € 14.

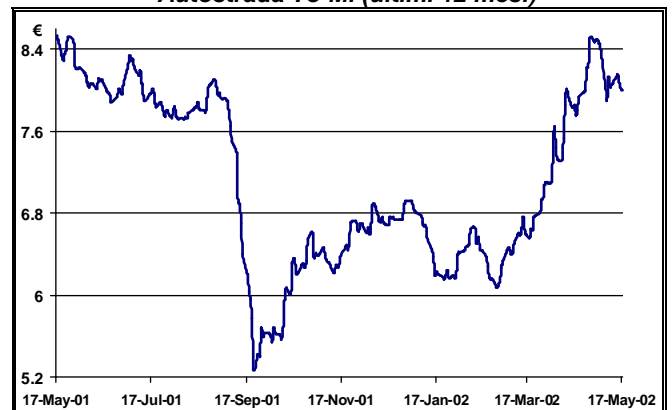
**UNICREDITO:** nel primo trimestre il gruppo Unicredit ha fatto registrare una tenuta dei risultati economici, nonostante delle condizioni di mercato sfavorevoli ed i costi inerenti al progetto S3. La maggiore diversificazione delle fonti di ricavo permette al gruppo di ridurre in modo sostanziale la propria dipendenza dall'andamento dei mercati finanziari. Gli investimenti effettuati nell'Est Europa stanno cominciando a dare dei frutti rilevanti, come mostra la crescita sostenuta del margine d'interesse nell'area (+17%). Siamo positivi su Unicredit, migliore titolo bancario italiano, e confermiamo la nostra raccomandazione LONG TERM BUY con un target price di € 5.6.

### Mib 30: migliori e peggiori (ultima settimana)



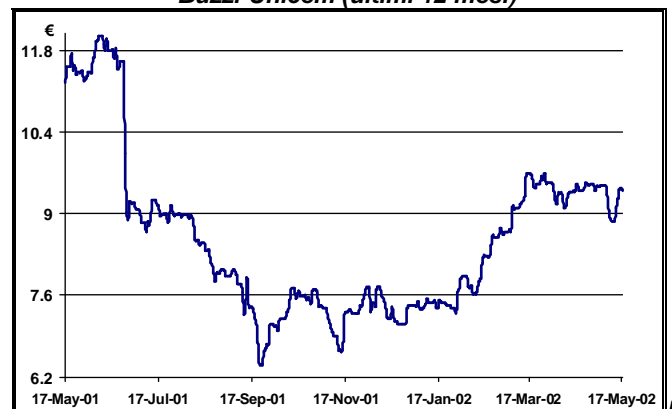
Fonte: Bloomberg

### Autostrada To-Mi (ultimi 12 mesi)



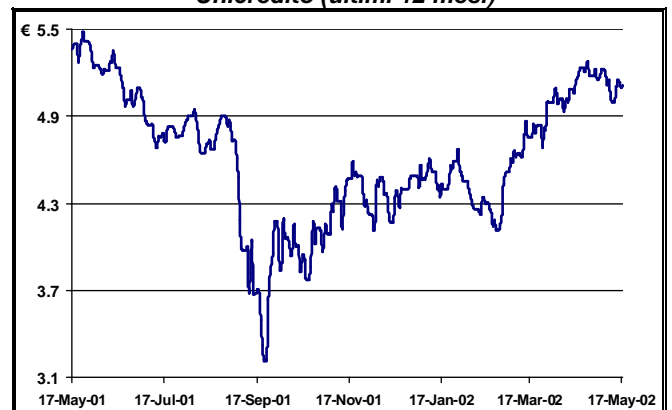
Fonte: Bloomberg

### Buzzi-Unicem (ultimi 12 mesi)



Fonte: Bloomberg

### Unicredit (ultimi 12 mesi)



Fonte: Bloomberg

### 3. Company News

#### ACEA: risultati del Q1 e JV con Electrabel

I risultati del Q1 2002 di Acea hanno evidenziato una crescita del 34% del fatturato, grazie al contributo della rete dell'Enel, consolidata a partire dal 1 luglio 2001. I risultati hanno risentito di una posta compensativa (che prevede di contabilizzare i costi sul periodo di produzione e non su quello di vendita), che avrebbe portato la crescita rispetto allo stesso periodo del 2001 del 41%. L'Ebitda è stato in linea con il risultato evidenziato nel Q1 2001, in seguito agli effetti della posta compensativa, mentre maggiori ammortamenti in seguito all'entrata in area consolidamento della rete dell'Enel hanno fatto abbassare l'Ebit del 27.5%. La società ha inoltre annunciato la formazione di una partnership con la belga Electrabel. La JV è partecipata al 60% Acea e al 40% da Electrabel, ed ha l'obiettivo di potenziare l'attività di vendita di energia elettrica e gas, avviare l'attività di trading di energia elettrica in vista dell'avvio della borsa elettrica, e sviluppare l'attività di produzione di energia elettrica, sia tramite acquisizioni, che tramite lo sfruttamento di siti Greenfield. È intenzione delle società di incrementare la capacità al 2005 a 11,500 Mw e al 2007 fino a 24,000 Mw. Riteniamo questa JV molto importante per la municipalizzata, in quanto le permette di poter avere un ruolo tra i player del mercato energetico italiano. **In attesa di maggiori dati operativi sull'impatto sui conti, confermiamo quindi la nostra raccomandazione da HOLD**

#### AUTOSTRADA: primo trimestre ancora in crescita

Continua anche nel Q1 il trend positivo per il Gruppo Autostrade. I ricavi, infatti, sono cresciuti del 6.4%, l'Ebitda margin è passato dal 55.9% del Q1 2001 al 60.2% e il Ros si è attestato al 39.9%, contro il 36.1% dello stesso periodo del 2001. La crescita dei margini è conseguenza del continuo miglioramento dell'efficienza perseguita soprattutto con l'automazione dei caselli autostradali. A tale riguardo nel Q1 2002 dai sistemi di pagamento automatizzati è derivato il 63.8% dei ricavi, contro il 59.4% del Q1 2001. L'utile netto, infine, è cresciuto del 16.8%, nonostante un accantonamento di € 60 m dovuto alle perdite della partecipata Blu, la cui vendita appare ancora lontana. L'accantonamento nel Q1 2001 era stato di € 33 m. Dal breakdown del fatturato emerge come anche nell'ultimo trimestre la crescita degli altri ricavi sia stata superiore a quella del core business (10.8% contro 5.9%) evidenziando l'ottima strategia di diversificazione del gruppo. Gli altri ricavi includono le entrate derivanti dalle aree di servizio, la vendita di capacità trasmissiva e i lavori per infrastrutture svolti per società non appartenenti al Gruppo Autostrade. I risultati presentati dalla società sono risultati in linea con le nostre aspettative. A causa del notevole apprezzamento degli ultimi mesi e dell'upside limitato (7.2%), **confermiamo la nostra raccomandazione HOLD**.

#### BULGARI: Negativi i risultati del primo trimestre

Si riducono i ricavi del gruppo Bulgari nel 1Q02. La riduzione del 5% rispetto al primo trimestre 2001 è da imputare soprattutto alla forte flessione delle vendite di orologi (-29%), mentre continuano a crescere sia il settore gioielleria (+17%), sia quello profumi (+13%). Suddividendo il fatturato per aree geografiche, constatiamo un forte calo in Italia (-16%), dovuto alla minore affluenza di turisti e alle elevate performance dell'anno passato. Scende anche il fatturato derivante dal mercato U.S.A. (-13%), mentre l'Europa (esclusa l'Italia) mostra una crescita del 18%, trainata da Francia, Germania, e Regno Unito. Il momento difficile del mercato del lusso giustifica anche la riduzione del risultato operativo (-40%) e dell'utile netto (-60%). In attesa di una ripresa del settore **manteniamo il nostro giudizio di HOLD**.

#### ENEL: risultati del Q1 2002 e cambio al vertice

Il fatturato del Q1 2001 ha evidenziato un risultato in linea con quello dello stesso periodo dell'anno precedente, se consideriamo lo stesso perimetro di consolidamento che include Infostrada e Viesgo, mentre esclude Elettrogen e Valgen. La produzione di energia è in calo dello 0.9% a parità di perimetro di consolidamento, influenzato da un trimestre negativo per la produzione idroelettrica, e compensata dalla

produzione termoelettrica. L'Ebitda risulta essere in calo dell'1.7% a parità di perimetro di consolidamento sui dati pro-forma, a cui hanno contribuito positivamente le attività di Wind, che hanno registrato un Ebitda di € 157 m nel Q1 2002, contro una perdita del Q1 2001 di 62 m. La società sta cercando di migliorare l'efficienza delle centrali per migliorare i margini, che cominciano a subire il calo delle tariffe elettriche applicate. L'Ebit è risultato in calo del 14.9% sui dati pro-forma del Q1 2001, principalmente a causa dei maggiori ammortamenti delle attività telefoniche per lo sviluppo della rete. Il risultato netto di competenza del gruppo è stato in calo del 26.2% rispetto al Q1 2001, principalmente dovuto alle minori perdite di Wind allocate ai terzi. Riguardo a Wind, esiste ancora la possibilità che France Telecom eserciti la propria put, portando l'Enel a pagare circa € 3.7 mld per rilevare la quota del 26.6% di Wind in mano alla società francese. Enel ha deciso di rimandare la quotazione di Wind fino al momento in cui saranno chiare le intenzioni del partner francese. L'A.d. Franco Tatò e il Presidente Chicco Testa sono usciti dal gruppo, e al loro posto sono stati eletti rispettivamente Paolo Scaroni e Paolo Gnudi. Il cambio al vertice dovrebbe portare nuova flessibilità alla società, che è costretta a cedere capacità di produzione in Italia, e che si trova a sviluppare la rete 3G con ancora molti dubbi sulla redditività. Riteniamo che il nuovo vertice dovrà concentrarsi sull'espansione all'estero per evitare che in seguito alla liberalizzazione in Italia Enel rimanga un operatore di nicchia nel panorama Europeo. **Confermiamo la nostra raccomandazione di BUY**

#### INTESABCI: risultati in calo ma meno delle attese

Dopo due trimestri consecutivi di perdite sostenute, il gruppo IntesaBci ha fatto registrare nuovamente un risultato netto positivo nel primo trimestre del 2002, anche se inferiore a quello dello stesso periodo del 2001 (-23%), ma superiore alle nostre attese per il periodo. Il gruppo era stato fra i più colpiti dalla crisi economica, e dall'ingente esposizione verso multinazionali in crisi. Il margine d'interesse è in calo del 6.8% (anche se, al netto di componenti non ricorrenti, la flessione sarebbe del 1%), risentendo della contrazione dello spread che riguarda l'intero sistema, e della ristrutturazione dell'attivo in corso. Valutiamo positivamente la diminuzione dei costi operativi, che conferma il processo di ristrutturazione in atto, in quanto riteniamo che i margini di miglioramenti dei proventi nel 2002 siano limitati, e sia necessario un miglioramento dell'efficienza. Siamo positivi sulle prospettive di crescita del gruppo e **confermiamo la nostra raccomandazione ACCUMULATE**.

#### UNICREDITO: risultati soddisfacenti nel primo trimestre

Il gruppo Unicredito Italiano ha fatto registrare nel primo trimestre 2002 risultati soddisfacenti, considerate le difficili condizioni di mercato. Il margine d'interesse è cresciuto del 7%, grazie ad una dinamica degli impieghi in Italia (+8%) e in Est Europa (+17%), nonostante la contrazione dello spread (dal 5.18% del primo trimestre 2001 al 4.89% media primo trimestre 2002). Tale risultato ha controbilanciato la flessione delle commissioni nette (-4.4%), ed in particolare di quelle derivanti dalla gestione del risparmio (-7.1%). Pertanto, il margine d'intermediazione risulta essere in crescita del 3.4%, grazie ad una buona diversificazione dei ricavi che caratterizza il gruppo. Il potenziamento della divisione Wholesale Banking ha determinato un incremento dei costi del personale (+7%), superiore alle nostre aspettative di crescita del 2%. In ogni caso, il livello d'efficienza del gruppo si mantiene in linea con i livelli del 2001, con un cost/income al 51%, rispetto ad una media settoriale del 60%. L'utile netto è in leggera flessione (-3.1%), a causa di minori proventi straordinari al netto dei quali, vi sarebbe stata una crescita del 3.7%. Siamo positivi sul gruppo Unicredito, che si conferma come il più redditizio del panorama bancario (ROE 18%), e **confermiamo la nostra raccomandazione di L.T. BUY**.

#### Risultati 1Q02:

Il calendario degli annunci di maggior rilievo è presentato nella tabella riportata sotto:

Lun 20	Mar 21		Mer 22	Gio 23	Ven 24
British Airways Genemedix	Adelphia Comm. Home Depot. BankGesellschaft PSI AG	Marks & Spencer EMI Group Honeywell	Perrier Deutsche Telecom Nvidia Bayerische Hypo Vereinsbank	London Stock Exch. Ciena Corp	Bristol & West