

SOLDI SETTE

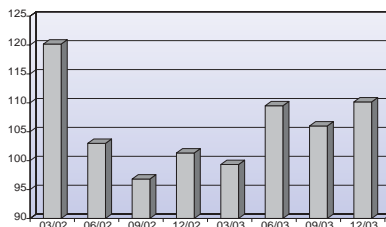
www.soldi.it

Settimanale anno XIII - Settimana dal 30.12.2003 al 05.01.2004

n. 576 - 30/12

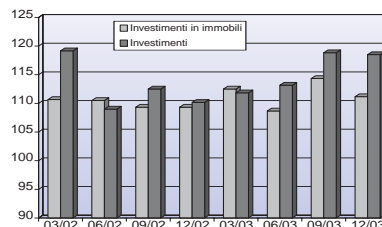
4,66 €; abbonamento anno 179,80 € - Reg. Trib. Milano n° 631 del 30.08.1991 / Stampa: Fontegrafica - Via Copernico 19 - 20092 Cinisello Balsamo (Milano)

L'INDICE SOLDI SETTE SULLA FIDUCIA DEI RISPARMIATORI...



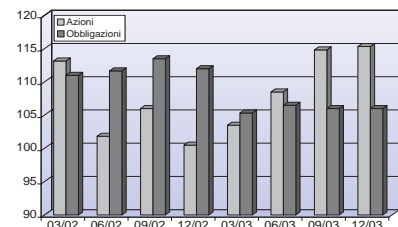
...punta verso il bello. I risparmiatori da noi intervistati vedono, infatti, con moderato ottimismo la loro situazione economica nei prossimi 12 mesi.

BENE GLI INVESTIMENTI, MA IL MATTONI BRILLA MENO



In ascesa le attese circa gli investimenti, anche se, nello specifico, pur restando un moderato ottimismo, c'è più freddezza nei confronti degli investimenti in immobili.

LE OBBLIGAZIONI NON SCIOLGONO L'ANIMA, MA LE AZIONI SÌ



Parmalat e Cirio han tolto fiducia nelle obbligazioni, e le Borse nel 2003 hanno corso tanto: morale oggi i risparmiatori si aspettano più soddisfazioni dalle azioni.

2004 CON GIOIA?

QUESTO, pare infatti il verdetto che risulta dall'ultima indagine che abbiamo compiuto per l'indice Soldi Sette della fiducia dei Risparmiatori che è salito a 110,2 da quota 106. Ricordiamo che l'Indice Soldi Sette della fiducia dei risparmiatori registra ogni tre mesi le vostre aspettative nei confronti degli investimenti e che varia tra un minimo di 0, che indicherebbe una situazione di assoluto pessimismo, a un valore massimo di 200 che indica una grande euforia nei confronti dei mercati. Un valore pari a 110,2 come quello attuale indica un moderato ottimismo e che il tempo sembrerebbe volgere al bello. Soprattutto rileviamo che siamo di fronte (vedi primo grafico) al suo maggior valore da giugno 2002 ad oggi e che siamo in un'ottica di graduale, ma costante crescita della fiducia, non intaccata dai recenti scandali Parmalat, Cirio e Argentina (abbiamo condotto l'indagine quando la bufera Parmalat era solo agli inizi), che hanno avuto un effetto solo sulla componente del nostro indice che descrive la fiducia dei risparmiatori nei confronti delle obbligazioni ferma a quota 106 (quindi anche qui

lieve ottimismo) su livelli stabilmente più bassi rispetto a quelli di un anno fa (sopra quota 110). Scendendo nei particolari se solo il 3% degli intervistati si attende un forte miglioramento della situazione economica della famiglia, il 49% mostra un certo ottimismo, a fronte di un 16,7% che vede il futuro in un'ottica di stabilità e un 33,3% di pessimisti. Tra gli altri risultati interessanti della nostra indagine ricordiamo il lieve calo dell'indice relativo agli investimenti in immobili (a quota 111,2 da 114,3), segno che c'è consapevolezza dei limiti raggiunti dal mercato immobiliare, ma soprattutto il permanere a buoni livelli (118,5) dell'indice relativo agli investimenti in generale dove, a fronte del moderato interesse per le obbligazioni c'è una rinata fiducia nelle Borse con l'indice relativo alle azioni a quota 115,3, quindi ai massimi storici, dalla sua nascita: se il 56,7% degli intervistati vede il futuro in un'ottica di stabilità, il 36,3% è ottimista e solo un risicato 7% non ha fiducia nel futuro.

Sulla scia di questi risultati intrisi di ottimismo **vi auguriamo un 2004 felice e pieno di serenità.**

ALL'INTERNO

Gli Usa galoppiano di gran carriera spinti dalla ripresa economica. È vera gloria? Si tratta di una ripresa sostenibile e duratura nel futuro? Secondo noi lo scenario attuale è diverso rispetto a quello degli anni Novanta, sia per l'emergere di una nuova potenza economica, la Cina, sia perché la ripresa Usa ha basi fragili (sono preoccupanti in particolare i deficit gemelli dei conti pubblici e della bilancia con l'estero). Vi diciamo perché, nonostante il ritorno dell'euforia, manteniamo una visione prudente del 2004.

pp. 2-3

Dopo un dicembre segnato dalle vicende di Parmalat (ma nel 2003 ci sono state anche Cirio, Ahold e altre ancora) puntiamo i riflettori sull'importanza del rischio come elemento di valutazione delle società e vediamo insieme come capirlo e valutarlo.

pp. 4-5

Cronaca di un 2003 in cui le Borse si sono riprese, ma l'euro forte ha frenato la crescita delle società più esposte fuori dall'Europa e ridotto per l'investitore italiano i grassi guadagni dei titoli Usa.

p. 6

Fine anno: è tempo di tirar le somme con una carrellata su alcuni titoli della nostra selezione.

pp 8-16

UNA RIPRESA FRAGILE

Dopo tre anni di crisi, l'economia mondiale sembra ripartire guidata dagli Stati Uniti. Tuttavia i mercati e gli investitori non sono affatto euforici e si interrogano sulle basi della ripresa. Anche noi condividiamo questo scetticismo e consigliamo la massima prudenza.

Gli Usa alla ricerca di capitali

- Gli Stati Uniti sembrano aver ritrovato il ruolo di locomotiva dell'economia mondiale, ma potrebbero non essere all'altezza delle loro ambizioni. Ecco i tre i principali motivi.
- *L'elevato indebitamento delle famiglie.* Approfittando di tassi d'interesse ai minimi storici gli americani si sono indebitati più che nel passato. Gli acquisti di beni durevoli (auto, elettrodomestici) sono aumentati vertiginosamente, mentre, contemporaneamente, la tendenza al risparmio è calata: se un decennio fa le famiglie americane risparmiavano circa il 10% del loro reddito disponibile, oggi tale percentuale è scesa a solo il 3,4%; un livello del tutto insufficiente ad assicurare il finanziamento dello Stato e delle imprese private.
- *I conti statali in rosso.* Il finanziamento della guerra contro il terrorismo e la riduzione delle imposte per favorire il rilancio economico hanno pesato molto sulle finanze Usa. Da un attivo di bilancio (le entrate statali che superano le uscite) di circa 213 miliardi di dollari del 2000 si è passati a un deficit pubblico (le uscite statali che superano le entrate) di oltre 500 miliardi di dollari nel 2003 (vedi grafico 1).
- *Un deficit commerciale molto elevato.* Negli Usa i consumi vivaci continuano a sostenere le importazioni, mentre, malgrado il calo del dollaro dall'inizio del 2003, le esportazioni restano fiacche.

Il deficit commerciale americano (le importazioni che superano le esportazioni) ha raggiunto così livelli record, avvicinandosi ai 500 miliardi di dollari: a questo ritmo sono necessari quasi 1,5 miliardi di capitali esteri al giorno per riuscire a colmarlo. Gli Usa hanno sempre più bisogno di capitali esteri per finanziare il deficit pubblico, le spese dei consumatori e gli investimenti delle imprese.

Gli scenari possibili

La dipendenza americana dai capitali esteri è arrivata oggi a livelli mai raggiunti, e se continueranno su questa strada gli Stati Uniti rischiano di essere costretti o a far scendere ancora il dollaro per rendere meno caro il rimborso di questi capitali oppure a rialzare i tassi per attirare più investitori stranieri. Due possibilità che avrebbero senza dubbio un impatto negativo sulla ripresa economica mondiale. Se gli Stati Uniti adottassero infatti la politica del dollaro debole ciò potrebbe allontanare in fretta gli investitori dagli Usa rendendo più difficile il finanziamento dell'economia americana. A questo punto un crollo del dollaro diventerebbe probabile. Se, invece, i tassi d'interesse venissero rivisti al rialzo le famiglie americane, che già dedicano una parte crescente dei loro redditi (vedi grafico 2) al rimborso dei debiti, faticherebbero a onorare i loro impegni e entrerebbero in crisi. Certo si tratta di due scenari estremi e secondo noi non probabili, ma resta il fatto che certi rischi e certi disequilibri ci invitano ad adottare la massima prudenza sull'avvenire dell'economia mondiale e ci lasciano scettici sull'attuale ripresa americana.

La disoccupazione: il tallone d'Achille degli Usa

- Un altro problema incombe sugli Usa: il tasso di disoccupazione che non accenna a calare. Se infatti in passato negli Usa le riprese economiche sono sempre state accompagnate dalla creazione massiccia di posti di lavoro, l'attuale ripresa crea in media solo circa 100.000 nuovi posti di lavoro al mese.

DEFICIT PUBBLICO AMERICANO
(in miliardi di dollari)

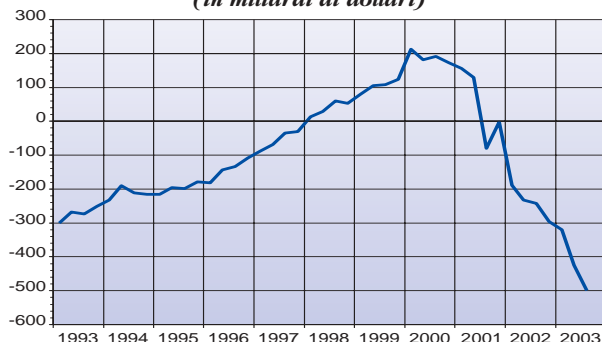


Fig.1: Le finanze pubbliche americane, risanate nell'era di Clinton, sono sprofondate in rosso negli ultimi anni e dovrebbero rimanerci sino al 2011.

COSTO DEL DEBITO PER LE FAMIGLIE AMERICANE
(in % al reddito disponibile)

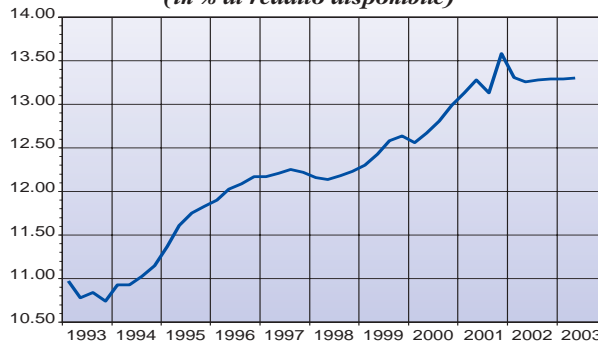


Fig.2: L'indebitamento delle famiglie americane è aumentato fortemente e, malgrado i bassi tassi d'interesse, il suo rimborso incide sempre di più sul loro reddito.

©ALTROCONSUMO EDIZIONI FINANZIARIE S.R.L.

Sono riservati tutti i diritti di riproduzione, adattamento e traduzione. Ogni utilizzazione a fini commerciali è proibita. Grafici: Thomson Financial Datastream - Abbonamento annuale a Soldi Sette: 179,80 €. Abbonamento annuale a Soldi Sette + Fondi Comuni: 227,80 €.

Per abbonarsi è sufficiente inviare una lettera a: Altroconsumo Edizioni Finanziarie s.r.l. - Gestione abbonamenti - C.P. 10609 - 20110 Milano. Non esce il mese di agosto. Non diamo consigli personali sugli investimenti. Tel. uff. abbonamenti: 02/69 61 520 da lunedì a venerdì dalle ore 9,00 alle 13,00 e dalle ore 14,00 alle 17,00. Direttore responsabile: Vincenzo Somma.

Stampa: Fontegrafica - Via Copernico, 19 - 20092 Cinisello Balsamo (Milano).

Soldi Sette è disponibile anche su Internet all'indirizzo: www.soldi.it

Senza una netta crescita dell'occupazione, le spese delle famiglie, che rappresentano ben i 2/3 della crescita americana, finiranno per ristagnare, mettendo a rischio la ripresa Usa. Per questo motivo, la Fed (la Banca centrale americana) continua a mantenere stabili i propri tassi d'interesse, malgrado la forte crescita statunitense nel terzo trimestre.

- Due le cause principali dell'elevata disoccupazione. Innanzitutto *la spettacolare crescita della produttività americana*. I grossi investimenti realizzati alla fine degli anni '90 per migliorare gli impianti produttivi hanno dato buoni frutti permettendo alle imprese di far fronte alla crescita della domanda senza dover assumere altro personale. Se da una parte l'aumento della produttività americana (+9,4% nel terzo trimestre) ha permesso di migliorare i bilanci delle società, dall'altra rischia di avere, a breve termine, conseguenze nefaste sull'economia, limitando la creazione di posti di lavoro.
- Un altro elemento che non favorisce affatto l'assorbimento della disoccupazione è *la minore industrializzazione delle economie occidentali*. Per ridurre i costi in modo da poter far fronte alla accresciuta concorrenza le imprese tendono a spostare sempre di più la produzione in Paesi in via di sviluppo, dove la manodopera è meno cara. All'inizio ciò ha riguardato soprattutto il settore manifatturiero. Oggi tuttavia la manodopera sempre più qualificata disponibile in Asia e nei Paesi dell'Est, lo sviluppo del lavoro a distanza nonché il miglioramento delle reti di telecomunicazione, hanno fatto sì che questo fenomeno si estendesse anche ad altri settori. Così, per salvaguardare la propria competitività, non solo i settori industriali, ma anche quelli dei servizi, riducono sempre di più il personale nei Paesi industrializzati e si rafforzano in quelli emergenti. Certo i guadagni di produttività vengono accompagnati nel tempo dalla creazione di ricchezza e di nuovi posti di lavoro in altri settori dell'economia. A breve termine, però, c'è il rischio che la lentezza con cui viene creata nuova occupazione metta in dubbio l'attuale ripresa.

Una minaccia dagli occhi a mandorla

Il Paese che beneficia più di tutti dell'ondata di spostamento della produzione verso i mercati emergenti è la Cina, diventata ormai la sesta economia mondiale. Al momento della sua adesione al WTO – l'Organizzazione mondiale del commercio – taluni prevedevano un debutto difficile per quest'economia dominata da grosse imprese statali. La sua capacità d'integrazione è stata invece notevole. Il Paese è diventato infatti il principale destinatario al mondo degli investimenti esteri diretti e anche il suo mercato interno si sta sviluppando in modo spettacolare grazie all'emergere di una classe media che sta entrando sempre più nell'ottica occidentale dei consumi.

Il peso della Cina negli scambi internazionali

- La Cina inoltre è diventata una grande esportatrice di manufatti nel mondo intero e dispone di un attivo commerciale molto elevato nei confronti sia dell'Europa sia degli Usa. Forte di una manodopera consistente e a basso costo, la Cina oggi spiazza la concorrenza sui mercati dei prodotti manifatturieri spingendo al ribasso i prezzi, mentre ha un impatto

crescente sui mercati delle materie prime. Il forte aumento della domanda cinese ha, ad esempio, importanti conseguenze sul mercato del petrolio, tanto che secondo alcuni osservatori l'arrivo della Cina sarebbe all'origine di un prezzo del petrolio ancora vicino ai 30 dollari al barile.

Lo stesso vale per le importazioni di metalli per il settore della costruzione; e anche per l'oro, che attrae fortemente i cinesi, ora che possono finalmente acquistarlo e venderlo. Se il prezzo del metallo giallo ha superato per la prima volta dal 1996 i 400 dollari all'oncia la domanda cinese vi ha certamente contribuito. Le importazioni di derrate alimentari assumono ugualmente un'importanza capitale per questo Paese. Il miglioramento della qualità della vita delle popolazioni e l'emigrazione verso le città a scapito delle campagne aumentano infatti i bisogni alimentari cinesi. In particolare i mercati dei cereali rischiano di essere rapidamente messi sotto pressione da questa nuova fonte di domanda. Alla luce di tutto ciò, taluni accusano la Cina di provocare dei disequilibri nell'economia mondiale: la crescita della domanda cinese spingerebbe al rialzo i prezzi delle materie prime facendo lievitare i costi di produzione del mondo intero. Gli aumenti dei prezzi di beni come il petrolio, rischiano di avere un impatto diretto sulla crescita economica sia in Europa sia negli Usa.

- La presenza cinese si fa sentire anche in campo finanziario. La Banca centrale cinese non esita infatti ad accumulare grandi riserve in dollari, che sono passate dai 212 miliardi di dollari di fine 2001 a 401 miliardi di dollari nell'ottobre 2003. La Cina è diventata così il secondo acquirente mondiale di debito americano, alle spalle del Giappone. Le autorità monetarie di Pechino acquistano infatti buoni del Tesoro americano, finanziando la ripresa Usa. Una situazione che rischia di non essere sostenibile a lungo termine.

Conclusioni

Ancora una volta la locomotiva Usa tira l'economia mondiale, ma le basi molto fragili di questa ripresa, i consistenti cambiamenti nella struttura dell'economia globale con l'emergere della Cina – nuovo gigante dell'economia – sono elementi da tenere in considerazione. Anche se ci aspettiamo che il 2004 sia un anno migliore del 2003, con una crescita appena sotto il 2% in Europa e del 3,4% negli Stati Uniti (grafico 3), non è affatto scontato che la ripresa sia durevole e ciò ci induce alla massima cautela.

CRESITA ECONOMICA NELLA ZONA EURO E NEGLI USA (in % su base annua; stime Eurostat 2003 e 2004)

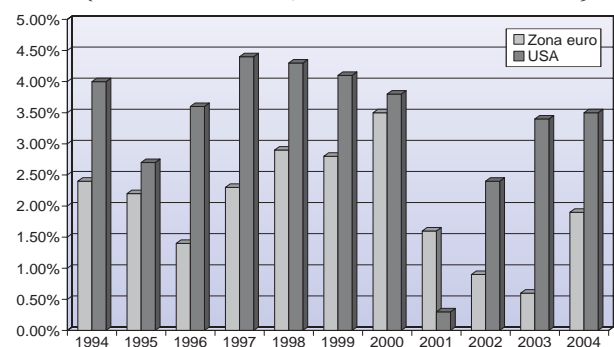


Fig. 3: Crescita demografica, produttività e consumi delle famiglie continuano a differenziare la crescita americana da quella europea.

IL RITORNO DEL RISCHIO

Il calo delle Borse degli ultimi anni ha fatto riprendere coscienza agli investitori della rischiosità che caratterizza i mercati borsistici. Prima di investire in un'azione è quindi buona regola tenere conto, oltre che della valutazione (cara, corretta, conveniente), anche del livello di rischio.

Mercati più volatili

Dopo l'euforia legata al "rinnovamento" delle economie dei vari Paesi europei in vista dell'adesione all'Uem (Unione economica e monetaria) e al mito della *new economy*, negli ultimi anni le Borse hanno iniziato a fluttuare e alla fine sono crollate, salvo poi riprendersi un poco nel 2003. Anche le *blue chip* (i titoli più trattati di un mercato finanziario, ritenuti i più sicuri) sono state trascinate nella tormenta, talune in modo brutale (*Enron*, *WorldCom*, *Vivendi Universal* o *Parmalat*). E ciò non solo a causa di frodi del *management*, come per *Enron* e *Parmalat* o di prezzi troppo elevati. La globalizzazione dell'economia – che porta inevitabilmente alla concorrenza su scala mondiale, rafforzando soprattutto quella proveniente dai Paesi emergenti come la Cina (che ora fa anche parte dell'Organizzazione mondiale del commercio) – e i progressi tecnologici (che rimettono in causa alcuni modelli di gestione) sono venuti, infatti, a scuotere la vita tranquilla di molte società. Si è così delineata una chiara tendenza: al di là delle variazioni congiunturali, i prezzi delle singole azioni sono diventati più volatili, fino a rimettere in causa in qualche caso la sopravvivenza stessa delle imprese.

Un profilo di rischio ideale?

Investire in azioni vi espone inevitabilmente a un certo livello di rischio. Non è detto, infatti, che una società riesca sempre a cavarsela, e nel peggiore dei casi potrebbe perdere tutta la somma investita. Un'impresa si espone a rischi potenzialmente molto importanti sia quando resta nel più completo *immobilismo* – convinta che continuando ad agire nello stesso modo non le potrà capitare nulla di male – sia quando vuole rivoluzionare la sua attività – confidan-

do che con un'offerta radicalmente rinnovata potrà sbaragliare la concorrenza. Un esempio di *immobilismo* è rappresentato da *Smi*, che non è finora riuscita a reagire a una situazione di capacità produttiva superiore alla domanda nel suo settore – semilavorati di rame e leghe di rame. Come esempio del secondo tipo prendiamo *Coin*, che ha puntato troppo sull'ingresso nel mercato tedesco sbagliando i tempi e i modi dell'operazione.

Un'ambizione ragionevole

Al di là dei due casi estremi considerati sopra, secondo noi il giusto equilibrio è rappresentato da quelle società che adottano strategie di sviluppo "ragionevolmente ambiziose". Con questa espressione intendiamo identificare il perseguire un obiettivo di sviluppo strategico a medio e a lungo termine, incentrato sulla crescita del fatturato e degli utili. La società deve avere attività di qualità e finanze solide sia per poter continuare a realizzare i propri obiettivi, anche in una situazione di congiuntura difficile, sia per poter eventualmente cambiare rotta nel corso del cammino se il contesto commerciale (domanda e/o offerta dei concorrenti) dovesse cambiare. L'ideale sarebbe poter contare su un numero limitato di attività di base (*core business*) in cui ha già dimostrato la propria competenza. È poi auspicabile che la società mantenga un certo equilibrio tra i fondi destinati agli investimenti e quelli redistribuiti agli azionisti (dividendo o anche riacquisto di azioni proprie). *Eni* è un buon esempio di tale strategia.

Segnali di fragilità

- Sulla strada del successo si possono sempre incontrare ostacoli, ma esistono segnali che, senza annunciare catastrofi, dovrebbero mettere in allerta l'investitore.
- *Indebitamento troppo pesante*. Quando gli investimenti, finanziati attraverso un forte indebitamento, non si rilevano redditizi come previsto (perché mal concepiti o perché la congiuntura è peggiorata), una società fatica a rimborsare il prestito e nel peggiore dei casi può anche fallire. Risultato: il prezzo dell'azione crolla, spesso in modo brusco, tanto da sfiorare

lo zero. È il caso della spagnola *Repsol* che, essendosi fortemente indebitata per acquistare l'argentina *YPF*, è stata colpita dalla crisi argentina. Naturalmente i bilanci devono essere veritieri...

- *Un'eccessiva specializzazione o diversificazione*. Una società troppo dipendente da un prodotto o un servizio può ritrovarsi senza "ruote di scorta" se la sua attività è presa d'assalto dalla concorrenza (pressione sui volumi e/o sui prezzi) o diventa improvvisamente obsoleta (per esempio a causa dell'arrivo di una nuova tecnologia). È il caso della finlandese *Nokia*, che sta subendo forti pressioni concorrenziali sui cellulari (circa l'80% del fatturato). Il caso contrario è rappresentato da quelle società che, essendo presenti in troppi settori differenti, rischiano di disperdere i propri sforzi e di non essere più competitive su nessuno dei mercati in cui operano. Un esempio è rappresentato da *Fiat*, che sta pagando la sua ambizione di creare un impero industriale che andasse ben oltre l'automobile, con attività nelle assicurazioni, nell'editoria e in diversi altri settori.

- *I problemi con la giustizia*. Anche se finora solo in pochi casi i problemi giudiziari hanno messo in grave pericolo la sopravvivenza di una società, sotto l'impulso della giustizia americana sempre più società devono affrontare cause che vengono intentate da clienti insoddisfatti. I risarcimenti richiesti, talvolta astronomici, possono provocare il fallimento di una società o rappresentare gravi problemi per tutto il settore. Queste cause concernono soprattutto questioni sociali (come i diritti dei lavoratori), societarie (come le questioni che riguardano la salute) e ambientali. Citiamo, ad esempio, i processi intentati contro i gruppi del settore tabacco o quelli contro società esposte in attività legate all'amianto, come l'elvetico-svedese *ABB* e la francese *Alstom*.

- *Corporate governance di bassa qualità*. Con l'espressione inglese *corporate governance* si intendono i meccanismi con cui le società vengono gestite e controllate, soprattutto attraverso la ripartizione dei ruoli tra dirigenti, amministratori e azionisti. Il perdurare di

comportamenti "deviati", cioè di decisioni prese per soddisfare l'ambizione – o il portafoglio – di un dirigente, può mettere in pericolo la redditività delle società, o addirittura la loro sopravvivenza, a danno soprattutto dei piccoli azionisti. Tutto o quasi è stato detto sul comportamento del *management* del gruppo francese *Vivendi Universal* o di quello dell'olandese *Abold*. In Italia, invece, ci si interroga sui poteri eccessivi dei comuni che controllano le aziende ex-municipalizzate, come ad esempio *Acea* (Roma) e *Aem* (Milano). Cronico poi, è il problema del voto capitaro (un azionista un voto) che caratterizza molte banche popolari.

Il concretizzarsi dei rischi

- Prima si individuano i potenziali rischi e prima l'investitore potrà adottare, se è il caso, un comportamento prudente. Se, ad esempio, un'azione diventa un po' troppo cara e presenta diversi elementi di rischio, sarà indubbiamente più prudente venderla senza indugiare oltre. Infatti, se uno di questi rischi dovesse concretizzarsi, l'azione potrebbe crollare bruscamente. Se finora abbiamo considerato i rischi potenziali, cioè quelli che si limitano a rappresentare una minaccia per le prospettive di una società, vediamo ora cosa accade quando questi rischi si manifestano.

- Prendiamo, ad esempio, una società che sprofonda in una situazione di perdita ricorrente a causa di una diversificazione eccessiva, o che non riesce più a rimborsare il proprio debito. In questi casi non ci sono molte alternative: se non si verifica una ripresa, la società deve disfarsi di alcune attività e/o impegnarsi in programmi di rilancio della redditività. Ma, contrariamente a un'opinione diffusa, raramente basta licenziare del personale per far risalire l'azione. Spesso le vendite di attività non sono sufficienti o abbastanza rapide per poter rilanciare la società, tanto più che i concorrenti cercano di approfittare del momento critico attraversato dalla società per accelerare il lancio di nuovi prodotti o scatenare una guerra dei prezzi. In questo caso spetterà all'investitore valutare, anche se ciò non rappresenta una garanzia, se il *management* è capace di reagire e di ri-

spettare gli impegni per uscire al più presto dalla crisi. Ad esempio, non ci paiono convincenti le misure prese finora da *Alitalia* o da *Abold*, mentre ci sembra che l'americana *Time Warner* – e forse finalmente anche *Fiat* – abbiano imboccato la strada giusta.

- In certi momenti, soprattutto a causa di cambiamenti a livello tecnologico o regolamentare, un intero settore può trovarsi esposto a pesanti cambiamenti, suscettibili di ridefinirne radicalmente il profilo e le prospettive delle società che ne fanno parte. Citiamo ad esempio il settore farmaceutico, i cui attori tradizionali si trovano a dover fare i conti con la concorrenza dei produttori di medicinali generici e dei laboratori di biotecnologie; o il settore delle telecomunicazioni che, soprattutto in Europa, è stato completamente rivoluzionato. Gli operatori "storici", come *Telecom Italia* o *France Telecom*, che fino a pochi anni fa erano molto protetti sui mercati nazionali, hanno dovuto subire una forte concorrenza, che alla fine ha portato il settore a un indebitamento troppo elevato e a una capacità produttiva superiore alla domanda. A tutto ciò si è sovrapposta anche la rivoluzione tecnologica di internet, che tra l'altro sta per mettere sotto pressione anche i margini (tuttora discreti) degli operatori di telefonia fissa (per esempio con la tecnologia *VoIP* che permette di telefonare in tutto il mondo al prezzo di una chiamata locale). Ma non per questo tutte le azioni del settore telecom sono molto rischiose. Spetterà all'investitore valutare con attenzione quali sono le società meno esposte ai fattori di rischio e che hanno una migliore capacità di reagire per attraversare senza troppi danni questo periodo difficile, riuscendo magari ad assicurarsi dei vantaggi rispetto ad altri gruppi del settore che appaiono più passivi.

Gli elementi sconosciuti e quelli imprevedibili

Ovviamente il singolo investitore, ma anche l'analista finanziario, quando si trova a dover valutare una società ha solo una visione parziale di quello che sta accadendo al suo interno e non sa che cosa passa per la testa ai vertici della società. Prendiamo il caso di *Recordati* nel settore farmaceutico. La società nonostante la buo-

na reputazione del suo dipartimento di ricerca, ha subito diversi imprevisti nelle autorizzazioni all'estero (in particolare negli Usa) di un nuovo farmaco. Tale situazione non può che prendere alla sprovvista l'investitore che, sebbene possa aver già preso in considerazione i rischi specifici inerenti al settore, non ha accesso a tutti i documenti interni della società. Lo stesso vale per le ripercussioni (economiche, geopolitiche, psicologiche...) su taluni settori e società di eventi come gli attentati dell'11 settembre 2001 che sfuggono, per loro natura, a qualsiasi tentativo di previsione razionale. Va dunque ammesso che negli ultimi anni diversi eventi "inaspettati", che hanno occupato le prime pagine dei giornali (crisi borsistiche a catena nei Paesi emergenti, scoppio della bolla della *new economy*, attentati di New York, epidemia della Sars, casi come Enron e Parmalat), hanno concorso a relativizzare – e in alcuni casi a vanificare – gli sforzi di valutare i rischi insiti nelle azioni.

Le nostre stelle

Nessuno ha la sfera di cristallo, ma l'incertezza non ci dispensa dal cercare di distinguere le azioni in base al loro rischio specifico (oltre alla loro valutazione). Come base per questa stima ci serve la volatilità avuta in passato dal prezzo di ogni azione della nostra selezione, che poi correggiamo per tener conto di fattori di rischio come quelli appena esposti. Arriviamo così nelle nostre tabelle a una stima del rischio compresa tra 1 stella (le meno rischiose) e 5 (più rischiose). State particolarmente attenti nel caso in cui una società presenti 4 o 5 stelle. Se tali società non riuscissero a superare le minacce o le difficoltà che pesano su di loro, rischiate di perdere una parte consistente del denaro investito nelle loro azioni. Tuttavia quando ve ne consigliamo l'acquisto è perché il livello di prezzo ci suggerisce che vale la pena di correre il rischio. Caso per caso cerchiamo di trovare il sottile equilibrio tra convenienza e rischio. Infine, non dimenticate una delle regole di base: il rischio si riduce combinando azioni diverse nel vostro portafoglio e potendosi permettere di mantenere l'investimento per più anni.

FINALMENTE UN ANNO POSITIVO PER LE BORSE!

Dopo tre anni in rosso, nel 2003 i mercati borsistici europei e americani sono finalmente tornati a crescere. Il DJ Stoxx 50 – l'indice delle 50 principali azioni europee – ha guadagnato il 9,6% e lo S&P 500 – uno dei principali indici della Borsa Usa – il 5%, nonostante l'anno fosse cominciato male. Gli investitori erano infatti preoccupati per le conseguenze di una probabile guerra in Iraq (conflitto di lunga o breve durata; possibile estensione ai Paesi vicini, minaccia per l'approvvigionamento di petrolio per l'Occidente), la fiducia dei consumatori era debole e le imprese non investivano. In altre parole, delle grosse nubi continuavano ad offuscare il panorama borsistico, facendo arretrare sempre di più i mercati. Tuttavia, alla fine, la salvezza è arrivata dagli Stati Uniti, che hanno confermato il loro ruolo di locomotiva dell'economia mondiale. Dopo un primo trimestre difficile, la crescita vertiginosa delle spese del Governo americano (anche per la Difesa) ha fatto decollare l'economia Usa, in seguito rilanciata dal piano Bush che, grazie a consistenti riduzioni delle imposte, ha ridato fiducia alle famiglie americane. Mese dopo mese, negli Usa i consumi e l'attività economica sono ripartiti al rialzo, trascinando nella loro scia anche la Borsa. I mercati europei ne hanno seguito il movimento, confidando nel fatto che la crescita americana avrebbe finito per contagiare anche l'Europa.

La ripresa delle Borse

Il fatto che i prezzi delle azioni fossero attraenti e che numerose società si stessero ristrutturando (riduzioni di personale, nuovi orizzonti di investimento) – vedi **Time Warner** (+15%), **Thomson** (+1%) e **Arcelor** (+18%) – ha spinto ancora di più gli investitori europei e americani verso i mercati azionari.

L'euro rovina la festa

Durante tutto il 2003 la moneta europea ha continuato ad apprezzarsi rispetto al biglietto verde. Ma l'euro forte ha penalizzato gli utili di imprese – come **Bayer** (+15% comunque la salita del prezzo),

Novartis (+1,9%) e **DaimlerChrysler** (-26%) – che realizzano una parte consistente del loro fatturato in dollari.

Tre settori brillanti

- La maggior parte dei titoli tecnologici si è comportata bene nel 2003. Ne sono esempi **Alcatel** (+145%), **Sap** (+76%) e **Siemens** (+54%). Gli investitori hanno infatti scommesso sulla ripresa degli ordinativi delle imprese, congelati da tre anni di mancati investimenti. E man mano che si confermava la ripresa degli ordinativi, migliorava anche la situazione nel settore dei semiconduttori (+45%), tanto che **Intel** è rimbalzata del 70%. Gli operatori di telecomunicazione sono riusciti a stabilizzare la loro situazione finanziaria, grazie alle riduzioni dei costi, ma dovranno darsi ancora molto da fare per ritrovare il sentiero della crescita. **France Télécom** (non acquistare) e **Telefonica** hanno rispettivamente guadagnato il 57% e il 44%.

- Nel settore automobilistico sono stati premiati quei gruppi che si sono lanciati in politiche di rinnovamento della gamma, come **Renault** (+21%) o **Bmw** (+28%) e che dovrebbero beneficiare appieno dell'attesa ripresa dei consumi nel 2004. Quanto a **Volkswagen** (+14%) è stata penalizzata dall'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro, mentre **Fiat** (-14%) ha sofferto del disinteresse per i suoi modelli e della mancata riuscita dei suoi piani di ristrutturazione.

- I valori bancari hanno beneficiato del buon andamento del settore banca commerciale, delle ristrutturazioni e della ripresa dei mercati borsistici. **Ubs** e **Barclays** sono salite rispettivamente del 17% e del 18%. Le assicurazioni hanno segnato il passo per le incertezze (problemi per l'amianto, fallimenti) che continuano a pesare sulla solvibilità dei gruppi del settore. Tra i valori finanziari si sono distinti le tedesche **Commerzbank** (+103%) e **Deutsche Bank** (+45% – non acquistare). Male **Fortis** (-7%), che però riduce le sue ambizioni negli Usa.

Tre settori nell'ombra

- Il settore farmaceutico ha continuato a deludere, non essendo

riuscito a reagire con determinazione alle nuove sfide: affermazione dei farmaci generici, aumento dei costi di sviluppo e allungamento dei tempi per l'omologazione dei nuovi medicinali. Nel 2003 abbiamo cominciato a consigliarvi di acquistare **Eli Lilly** (-6,26%) – poco esposta alla minaccia dei generici – e abbiamo mantenuto tra i titoli consigliati all'acquisto **Pfizer** (-4,18%) – con un solido portafoglio di farmaci.

- I valori alimentari hanno sofferto del loro carattere difensivo, in un momento in cui gli investitori guardano con interesse ai titoli più sensibili alla ripresa dell'economia. **Unilever** (-14%), che si sta riconcentrando sui suoi marchi *leader*, ha ridotto le sue stime sui risultati 2003. Per **Danone** (invariata), invece, i risultati del terzo trimestre hanno premiato la sua strategia, che anche noi giudichiamo convincente. Quanto ad **Interbrew** (-7,8%), dopo una fase d'espansione, si sta concentrando sull'integrazione delle acquisizioni. **Parmalat**, vittima di falsi in bilancio è stata la vergogna con cui si è chiuso l'anno.

- Nonostante la salita dei prezzi medi del greggio, i risultati dei gruppi petroliferi, anche se in forte ripresa rispetto al 2002, sono stati un po' deludenti. Per ridare slancio ai loro risultati i gruppi del settore cercano ora nuovi giacimenti con bassi costi d'estrazione; un movimento iniziato da **BP** (-1,8%) e **Royal Dutch** (-2,5%). Quest'ultima ha tuttavia ridotto i suoi obiettivi di produzione per i prossimi anni. Sempre a livello di produzione, i due titoli petroliferi da noi consigliati, cioè **Eni** (-1,4%) e **Total** (+5,6%), si sono comportati meglio dei loro concorrenti.

Fatturato e redditività

Nel terzo trimestre la maggior parte delle società ha realizzato risultati di buona qualità, ma il merito va soprattutto alle riduzioni dei costi, dato che il loro fatturato è rimasto asfittico. Per convincere gli investitori che i propri titoli mantengono ancora un buon potenziale di crescita dopo le risalite degli ultimi trimestri, le società dovranno presentare convincenti piani di sviluppo.

MILANO (MIB 30)



www.borsaitalia.it

Il 2003 è stato un anno di cauta salita per Piazza Affari che oggi raggiunge a malapena i livelli toccati l'11 settembre 2001. Tuttavia possiamo guardare alla Borsa di casa nostra con moderato ottimismo: è infatti una delle Piazze con i prezzi più interessanti a livello europeo e i suoi titoli mantengono un discreto potenziale di crescita.

AMSTERDAM (AEX)



www.euronext.com

Amsterdam ha vissuto due anni in tono minore, e ancora oggi è ben sotto i livelli dell'11 settembre 2001. Un andamento così cauto fa però sì che il motore di Amsterdam debba ancora esprimere tutti i suoi cavalli, tanto più che vi sono quotate multinazionali importanti il cui peso sull'economia mondiale è superiore a quello della piccola Olanda.

FRANCOFORTE (DAX 30)



www.deutsche-boerse.com

Francoforte nel 2003 ha avuto una discreta rivincita, ma è ancora a livelli lontani dalle glorie passate. Il mercato tedesco, per quanto sia rilevante nel panorama europeo, secondo noi non ha molti atout da giocare e non guiderà la ripresa europea. Non è interessante nel suo complesso. Solo alcuni suoi singoli titoli lo sono.

LONDRA (FTSE ALL SHARE)



www.londonstockexchange.com

Londra è la più importante Borsa europea ed è anche una delle meno care del mondo. In più, ora che la sopravvalutazione della sterlina si è ridimensionata e che quindi non si rischiano grosse perdite sui cambi acquistando titoli inglesi, sta diventando una delle nostre Piazze finanziarie preferite per investimenti che durino almeno 10 anni.

MADRID (IBEX 35)



www.bolsamadrid.es

Madrid nel 2003 è rimontata non poco facendo sorridere chi vi aveva creduto; tuttavia, anche se ha corso, la Borsa spagnola non ha ancora il fiato corto e l'economia iberica resta una delle più dinamiche del Vecchio Continente. Questo dinamismo si dovrebbe riversare sui titoli spagnoli quotati, per cui continuiamo a consigliarvi di investire a Madrid.

NEW YORK (S&P 500)



www.nyse.com

La Borsa Usa ha vissuto un bel 2003, ma per gli investitori europei il calo del dollaro ha fatto da zavorra riducendo le splendide opportunità newyorchesi. Riteniamo che il dollaro non si riprenderà tanto presto, per cui continuate a non investirci. Noi terremo New York sotto osservazione, pronti a segnalarvi quando sarà il momento di puntarci.

PARIGI (CAC 40)



www.bourse-de-paris.fr

Parigi non è andata male nel corso del 2003 e la sua evoluzione può essere confrontata da vicino con quella della Borsa di Francoforte, tuttavia l'economia francese non è una delle più brillanti d'Europa, né i titoli francesi sono sottovalutati. Per ora Parigi non è interessante per l'investitore italiano. Continuate, quindi, a starle alla larga.

SIDNEY (S&P/ ASX 200)



www.asx.com.au

La Borsa australiana ha avuto fin qui un andamento in crescita, e se considerate anche che il dollaro australiano è sottovalutato, diventa molto chiaro come sia un'ottima meta per i vostri soldi. Sidney è infatti in prima linea per approfittare del grande sviluppo asiatico, ma in più ha i vantaggi (cioè i minori rischi) propri di un'economia matura.

TORONTO (S&P/TSX Composite)



www.tse.com

La corsa di Toronto nel 2003 spicca in maniera evidente e chi ha seguito il nostro consiglio di investirci ne sarà rimasto soddisfatto. Tuttavia non è ancora venuto il momento di realizzare i vostri guadagni con una vendita, perché l'economia canadese va forte e questa Borsa, che ne è espressione, dovrebbe continuare a regalarvi soddisfazioni.

AEM (in EUR)



Energia e servizi; S7 n° 557
1.46 EUR; corretta
www.aem.it

Un po' di ossigeno per Aem nel 2003. Ma permangono troppe incertezze. Non acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.04	0.06	0.06
UT/az	0.06	0.08	0.09
P/E	26.16	18.25	16.22

Alitalia (in EUR)



Industrie e servizi vari; S7 n° 574
0.26 EUR; cara
www.alitalia.it

I minori costi del piano industriale dovrebbero portare all'utile nel 2005. Non acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.00	0.00	0.00
UT/az	-0.14	-0.10	-0.07
P/E			

Autogrill (in EUR)



Alimentari e bevande; S7 n° 574
11.35 EUR; molto cara
www.autogrill.it

Autogrill a gonfie vele, ma ci sono incertezze sul futuro dell'azionariato. Non acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.00	0.03	0.05
UT/az	0.03	0.15	0.17
P/E	399.65	75.67	66.76

Autostrade (in EUR)



Energia e servizi; S7 n° 569
13.26 EUR; cara
www.autostrade.it

La riorganizzazione ha giovato a Autostrade, ma c'è attesa per le tariffe. Non acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.31	0.31	0.20
UT/az	0.53	0.42	0.23
P/E	25.14	31.57	57.65

B. Pop. Milano (in EUR)



Settore finanziario; S7 n° 572
5.12 EUR; corretta
www.bpm.it

La presa di posizione Ue sulle popolari ha riacceso l'interesse su Bpm. Mantenere.

	2002	2003	2004
Div.	0.12	0.14	0.16
UT/az	0.33	0.31	0.35
P/E	15.36	16.52	14.63

Banca Fideuram (in EUR)



Settore finanziario; S7 n° 569
4.70 EUR; cara
www.bancafideuram.it

Il 2004 potrebbe riservare importanti cambiamenti con il riassetto di SanPaolo. Mantenere.

	2002	2003	2004
Div.	0.16	0.16	0.16
UT/az	0.15	0.15	0.19
P/E	31.15	31.33	24.74

Banca Intesa (in EUR)



Settore finanziario; S7 n° 575
3.17 EUR; corretta
www.bancaintesa.it

Dopo un debole 2002 torna a risultati positivi con cessioni e tagli ai costi. Mantenere.

	2002	2003	2004
Div.	0.02	0.06	0.06
UT/az	0.03	0.21	0.26
P/E	103.59	15.10	12.19

Benetton (in EUR)



Beni di consumo; S7 n° 574
9.13 EUR; corretta
www.benetton.com

Benetton ha iniziato a riprendersi dopo la cessione degli articoli sportivi. Mantenere.

	2002	2003	2004
Div.	0.35	0.35	0.35
UT/az	0.51	0.71	0.69
P/E	17.98	12.86	13.23

Beni Stabili (in EUR)



Costruzioni e immobili; S7 n° 570
0.52 EUR; corretta
www.benistabili.it

Joint venture con Banca Intesa, terzo fondo retail e primo agli istituzionali. Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.06	0.02	0.02
UT/az	0.08	0.03	0.03
P/E	6.68	20.00	17.93

BNL (in EUR)



Settore finanziario; S7 n° 575
1.87 EUR; cara

www.bnl.it

Un anno positivo grazie ai migliorati conti e a speculazioni sull'azionariato. **Mantenere.**

	2002	2003	2004
Div.	0.00	0.00	0.04
UT/az	0.04	0.12	0.14
P/E	43.69	15.58	13.36

Brembo (in EUR)



Settore automobilistico; S7 n° 569
5.95 EUR; cara

www.brembo.it

Molte le nuove iniziative, ma il settore in cui opera continua a preoccupare. **Non acquistare.**

	2002	2003	2004
Div.	0.11	0.11	0.11
UT/az	0.30	0.33	0.36
P/E	19.70	18.03	16.53

Bulgari (in EUR)



Beni di consumo; S7 n° 559
7.36 EUR; cara

www.bulgari.it

Dopo una lunga marcia Bulgari ha raggiunto i livelli dell'11 settembre 2001. **Non acquistare.**

	2002	2003	2004
Div.	0.07	0.08	0.08
UT/az	0.21	0.26	0.30
P/E	34.90	28.31	24.53

Buzzi Unicem (in EUR)



Costruzioni e immobili; S7 n° 573
9.05 EUR; cara

www.buzziunicem.it

Il negativo andamento del dollaro e del peso riducono il fatturato. **Non acquistare.**

	2002	2003	2004
Div.	0.25	0.25	0.25
UT/az	0.98	1.29	1.02
P/E	9.22	7.02	8.87

Capitalia (in EUR)



Settore finanziario; S7 n° 575
2.24 EUR; corretta

www.capitalia.it

Conti di nuovo in positivo, ma le indagini e Parmalat possono frenare il titolo. **Vendere.**

	2002	2003	2004
Div.	0.00	0.03	0.05
UT/az	-0.13	0.08	0.12
P/E		28.00	18.67

CIR (in EUR)



Industrie e servizi vari; S7 n° 575
1.46 EUR; corretta

www.cirgroup.it

Nel 2003 ha concluso le cessioni per concentrarsi nei suoi tre settori chiave. **Acquistare.**

	2002	2003	2004
Div.	0.04	0.04	0.05
UT/az	0.09	0.07	0.10
P/E	16.65	20.86	14.60

Ducati (in EUR)



Settore automobilistico; S7 n° 570
1.38 EUR; cara

www.ducati.com

Ducati lancia nuovi modelli di moto, ma i ricavi calano e i costi crescono. **Non acquistare.**

	2002	2003	2004
Div.	0.00	0.00	0.00
UT/az	0.04	0.01	0.03
P/E	34.07	138.00	46.00

Edison (in EUR)



Energia e servizi; S7 n° 570
1.49 EUR; cara

www.edison.it

Positive la focalizzazione sull'energia e la riduzione dell'indebitamento. **Mantenere.**

	2002	2003	2004
Div.	0.00	0.02	0.02
UT/az	-0.16	0.00	0.03
P/E			49.67

Enel (in EUR)



Energia e servizi; S7 n° 575
5.40 EUR; corretta

www.enel.it

I risultati industriali sono molto positivi. Migliora anche la controllata Wind. **Acquistare.**

	2002	2003	2004
Div.	0.36	0.29	0.25
UT/az	0.24	0.32	0.25
P/E	22.43	16.88	21.60

ENI (in EUR)



Energia e servizi; S7 n° 573
14.94 EUR; corretta
www.eni.it

ENI aumenta fortemente la produzione e offre dividendi elevati. Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.75	0.75	0.75
UT/az	1.21	1.35	1.20
P/E	12.36	11.07	12.45

Fiat (in EUR)



Settore automobilistico; S7 n° 574
6.18 EUR; corretta
www.fiatgroup.com

I vari piani di ristrutturazione non sono bastati a far risalire il titolo. Mantenere.

	2002	2003	2004
Div.	0.00	0.00	0.15
UT/az	-7.33	-1.00	-0.50
P/E			

Finmeccanica (in EUR)



Industrie e servizi vari; S7 n° 574
0.62 EUR; cara
www.finmeccanica.it

Dopo quella con Bae, altre alleanze all'estero nei piani di Finmeccanica. Non acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.01	0.01	0.01
UT/az	0.04	0.02	0.03
P/E	15.70	31.00	23.85

Fondiaria - Sai (in EUR)



Settore finanziario; S7 n° 575
15.93 EUR; conveniente
www.fondiaria-sai.it

Dopo la controversa fusione a inizio 2003, il nuovo piano segna una svolta. Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.26	0.70	0.90
UT/az	0.43	1.45	1.80
P/E	36.83	10.99	8.85

Generali (in EUR)



Settore finanziario; S7 n° 573
20.94 EUR; cara
www.generali.it

Nel 2003 torna all'utile ma è sotto i riflettori per le lotte sul controllo. Non acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.28	0.28	0.31
UT/az	-0.59	0.77	0.90
P/E	27.19	23.27	

Italcementi (in EUR)



Costruzioni e immobili; S7 n° 560
9.90 EUR; corretta
www.italcementi-group.com

Il negativo andamento del cambio dollaro/euro riduce lievemente l'utile. Mantenere.

	2002	2003	2004
Div.	0.27	0.27	0.27
UT/az	1.03	0.90	1.05
P/E	9.58	11.00	9.43

Marzotto (in EUR)



Beni di consumo; S7 n° 570
8.87 EUR; corretta
www.primopiano.it/marzotto

Marzotto nel 2003 ha messo le ali sulla scia di un crescente ottimismo. Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.32	0.32	0.32
UT/az	-0.01	0.17	0.40
P/E		52.18	22.17

Mediaset (in EUR)



Media e tempo libero; S7 n° 575
9.44 EUR; cara
www.corporate.mediaset.it

L'incognita maggiore arriva a fine anno con la legge sul settore in sospeso. Mantenere.

	2002	2003	2004
Div.	0.21	0.22	0.24
UT/az	0.28	0.36	0.40
P/E	33.86	26.22	23.60

Mediobanca (in EUR)



Settore finanziario; S7 n° 573
8.60 EUR; cara
www.medioBANCA.it

I nuovi vertici promettono più apertura ma il riassetto è rimandato al 2004. Non acquistare.

	2002-03	2003-04	2004-05
Div.	0.18	0.18	0.20
UT/az	0.07	0.25	0.28
P/E	124.82	34.40	30.71

Mediolanum (in EUR)



Settore finanziario; S7 n° 570
6.22 EUR; cara
www.mediolanum.it
Deludenti volumi di attività ma balzo dell'utile grazie alle commissioni. Non acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.10	0.11	0.12
UT/az	0.11	0.16	0.19
P/E	54.95	38.88	32.74

Mondadori (in EUR)



Media e tempo libero; S7 n° 567
7.09 EUR; cara
www.mondadori.com
Grazie al carattere difensivo ha superato meglio di altri la crisi del settore. Mantenere.

	2002	2003	2004
Div.	0.25	0.25	0.25
UT/az	0.32	0.33	0.37
P/E	22.00	21.48	19.16

Parmalat Fin. (in EUR)



Alimentari e bevande; S7 n° 575
0.11 EUR; non significativo
www.parmalat.net
Fine anno di passione per Parmalat che rileva bilanci poco corretti. Vendere.

	2002	2003	2004
Div.	0.02	0.02	0.02
UT/az	0.33	0.29	0.31
P/E	0.34	0.38	0.35

Pininfarina (in EUR)



Settore automobilistico; S7 n° 556
22.70 EUR; cara
www.pininfarina.it
Cresce l'utile ante-imposte, ma il forte carico fiscale riduce l'utile netto. Non acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.34	0.34	0.34
UT/az	1.62	1.65	1.72
P/E	13.98	13.76	13.20

Pirelli & C. (in EUR)



Industrie e servizi vari; S7 n° 575
0.82 EUR; conveniente
www.pirelli.com
Il titolo continua a soffrire della diversificazione nelle telecom. Mantenere.

	2002	2003	2004
Div.	0.04	0.05	0.06
UT/az	-0.09	-0.05	0.00
P/E			

Pirelli R. Est. (in EUR)



Costruzioni e immobili; S7 n° 572
25.25 EUR; corretta
www.pirellirealestate.com
Centra tutti i suoi obiettivi, amplia il suo patrimonio e lancia primo fondo. Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	1.25	1.50	1.70
UT/az	2.17	2.40	3.00
P/E	11.62	10.52	8.42

RAS (in EUR)



Settore finanziario; S7 n° 575
13.28 EUR; corretta
www.ras.it
Anche senza i ricavi straordinari 2002 ha registrato risultati soddisfacenti. Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.44	0.51	0.59
UT/az	1.26	0.82	0.93
P/E	10.53	16.20	14.28

RCS MediaGroup (in EUR)



Media e tempo libero; S7 n° 573
2.74 EUR; molto cara
www.rcsmediagroup.it
Si concentra nei media e cambia nome, ma le incertezze rimangono molte. Non acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.00	0.00	0.00
UT/az	-0.15	0.04	0.06
P/E		68.50	45.67

Recordati (in EUR)



Salute e farmacia; S7 n° 555
15.32 EUR; cara
www.recordati.it
Il negativo andamento del ramo chimico penalizza fatturato e utile netto. Non acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.38	0.38	0.38
UT/az	1.10	0.96	1.06
P/E	13.91	15.96	14.45

Saipem (in EUR)



Energia e servizi; S7 n° 575
6,34 EUR; cara
www.saipem.it

La redditività di Saipem, sotto pressione nel 2003, dovrebbe migliorare. *Mantenere.*

	2002	2003	2004
Div.	0.14	0.15	0.16
UT/az	0.44	0.44	0.45
P/E	14.33	14.57	14.09

San Paolo - IMI (in EUR)



Settore finanziario; S7 n° 572
10,17 EUR; corretta
www.sanpaoloimi.it

Prevista nel 2004 la riorganizzazione dei settori fondi e assicurativo. *Acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	0.30	0.33	0.40
UT/az	0.54	0.58	0.75
P/E	18.88	17.53	13.56

SMI (in EUR)

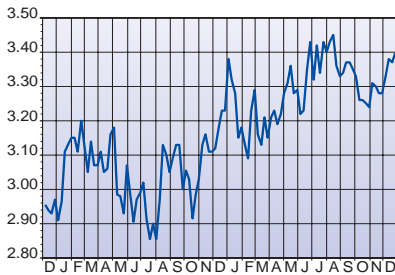


Siderurgia; S7 n° 575
0,31 EUR; cara
www.smi.it

Smi fatica a riprendersi, nonostante i piani di ristrutturazione in atto. *Mantenere.*

	2002	2003	2004
Div.	0.01	0.00	0.00
UT/az	-0.01	-0.06	-0.04
P/E			

Snam Rete Gas (in EUR)



Energia e servizi; S7 n° 573
3,40 EUR; corretta
www.snamretegas.it

Crescono i volumi di gas trasportati e con essi i risultati di Snam Rete Gas. *Acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	0.16	0.17	0.18
UT/az	0.21	0.24	0.26
P/E	16.18	14.17	13.08

Snia (in EUR)



Chimica; S7 n° 565
1,97 EUR; molto cara
www.snia.it

Si scinde Snia, e quota in Borsa la nuova società Sorin (tecnologie medicali). *Non acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	0.05	0.00	0.00
UT/az	-0.08	-0.12	-0.09
P/E			

Stefanel (in EUR)



Beni di consumo; S7 n° 566
1,82 EUR; corretta
www.stefanel.it

2003 in ripresa per Stefanel che oggi sta puntando sul retail aeroportuale. *Mantenere.*

	2002-03	2003	2004
Div.	0.03	0.03	0.03
UT/az	-0.02	-0.02	0.07
P/E			26.00

Telecom Italia (in EUR)



Telecomunicazioni; S7 n° 572
2,36 EUR; corretta
www.telecomitalia.it

Il titolo soffre del forte indebitamento e delle ridotte prospettive. *Non acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	0.00	0.10	0.11
UT/az	0.23	0.12	0.14
P/E	10.31	19.67	16.86

TIM (in EUR)



Telecomunicazioni; S7 n° 573
4,31 EUR; corretta
www.tim.it

TIM è ancora troppo dipendente da un mercato interno saturo e competitivo. *Non acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	0.23	0.25	0.26
UT/az	0.25	0.23	0.26
P/E	17.08	18.74	16.58

Unicredit (in EUR)



Settore finanziario; S7 n° 574
4,29 EUR; corretta
www.unicredit.it

Col progetto S3 (divisione in 3 segmenti) ha ulteriormente migliorato i conti. *Acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	0.16	0.16	0.16
UT/az	0.29	0.35	0.37
P/E	14.99	12.26	11.59

ABN Amro (in EUR)



Settore finanziario; S7 n° 568
18.45 EUR; corretta
www.abnamro.com

Un cambiamento nella strategia potrebbe accelerare la ripresa del titolo. *Mantenere.*

	2002	2003	2004
Div.	0.90	0.92	0.94
UT/az	1.39	1.95	2.26
P/E	13.31	9.46	8.16

Adidas-Salomon (in EUR)

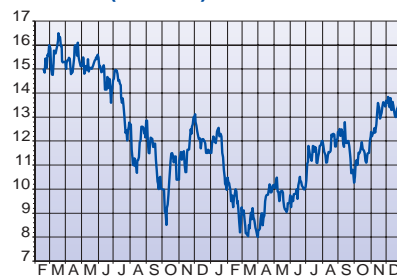


Beni di consumo; S7 n° 569
89.30 EUR; cara
www.adidas.com

Il decollo del titolo è frenato dal competitivo mercato Usa. *Non acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	1.00	1.15	1.20
UT/az	5.04	5.55	6.20
P/E	17.72	16.09	14.40

Arcelor (in EUR)



Siderurgia; S7 n° 571
13.60 EUR; corretta
www.arcelor.com

Nel 2003 la salita dei prezzi e della domanda d'acciaio ha sostenuto il titolo. *Acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	0.30	0.40	0.40
UT/az	-0.38	1.00	1.25
P/E		13.60	10.88

Axa (in EUR)



Settore finanziario; S7 n° 566
16.86 EUR; corretta
www.axa.com

Axa è stata trainata al ribasso dal settore, ma ha la capacità di riprendersi. *Acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	0.34	0.40	0.50
UT/az	0.55	0.62	1.11
P/E	30.65	27.19	15.19

Barclays Bank (in p.)



Settore finanziario; S7 n° 573
491.25 p.; conveniente
www.barclays.com

L'internazionalizzazione audace dovrebbe continuare a sostenere il titolo. *Acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	18.35	20.00	21.50
UT/az	33.65	41.14	45.28
P/E	14.60	11.94	10.85

Bayer (in EUR)



Chimica; S7 n° 570
23.00 EUR; corretta
www.bayer.de

Il piano di riorganizzazione di Bayer arriva tardi e ci lascia scettici. *Non acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	0.90	0.90	0.90
UT/az	0.53	0.89	1.33
P/E	43.52	25.84	17.29

BMW (in EUR)



Settore automobilistico; S7 n° 574
36.95 EUR; corretta
www.bmw.com

La speranza del successo commerciale dei nuovi modelli ha sostenuto il titolo. *Acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	0.52	0.55	0.65
UT/az	3.00	2.95	3.50
P/E	12.31	12.53	10.56

BNP Paribas (in EUR)



Settore finanziario; S7 n° 569
49.10 EUR; corretta
www.bnpparibas.com

La sua internazionalizzazione dovrebbe continuare a sostenere il titolo. *Acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	1.20	1.25	1.30
UT/az	3.81	4.58	5.62
P/E	12.89	10.72	8.74

BP (in p.)



Energia e servizi; S7 n° 568
451.00 p.; conveniente
www.bp.com

BP investe molto in Russia, mercato promettente ma non privo di ostacoli. *Mantenere.*

	2002	2003	2004
Div.	15.64	15.90	16.00
UT/az	13.96	28.00	22.00
P/E	32.32	16.11	20.50

BT Group (in p.)

Telecomunicazioni; S7 n° 571
186.50 p.; conveniente
www.bt.com

Le prospettive di lenta crescita a lungo termine invitano alla cautela. *Mantenere.*

	2002-03	2003-04	2004-05
Div.	6.50	8.00	9.00
UT/az	14.00	16.44	17.89
P/E	13.32	11.34	10.42

Coca - Cola (in USD)

Alimentari e bevande; S7 n° 566
49.96 USD; corretta
www.cocacola.com

Da anni il titolo soffre della stagnazione del mercato delle bevande gassate. *Non acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	0.80	0.88	0.95
UT/az	1.44	1.84	1.99
P/E	34.64	27.15	25.11

Commerzbank (in EUR)

Settore finanziario; S7 n° 570
15.30 EUR; cara
www.commerzbank.com

Il titolo risale, ma le prospettive restano deboli e le strategie inadeguate. *Non acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	0.10	0.00	0.10
UT/az	-0.56	-4.09	0.10
P/E			153.00

Danone (in EUR)

Alimentari e bevande; S7 n° 566
128.30 EUR; cara
www.danonegroup.com

Grazie alla concentrazione sui suoi mercati chiave, il 2003 è stato positivo. *Mantenere.*

	2002	2003	2004
Div.	2.30	2.40	2.50
UT/az	6.40	6.63	7.36
P/E	20.06	19.35	17.43

EDP (in EUR)

Energia e servizi; S7 n° 564
2.09 EUR; conveniente
www.edp.pt

Il gruppo integrerà il gas naturale e si sforza di aumentare la redditività. *Acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	0.08	0.08	0.09
UT/az	0.17	0.10	0.13
P/E	12.34	21.28	16.14

Eli Lilly (in USD)

Salute e farmacia; S7 n° 567
70.62 USD; corretta
www.lilly.com

Il gruppo può di nuovo contare su un portoglio di nuove molecole di qualità. *Acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	1.24	1.34	1.47
UT/az	2.51	2.55	2.90
P/E	28.08	27.69	24.35

Fortis (in EUR)

Settore finanziario; S7 n° 572
15.62 EUR; conveniente
www.fortis.com

Un'alleanza potrebbe rilanciare il titolo che sta marcando il passo. *Acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	0.66	0.70	0.80
UT/az	0.41	1.58	2.71
P/E	38.10	9.89	5.76

Hilton Group (in p.)

Media e tempo libero; S7 n° 574
225.50 p.; conveniente
www.hilton.com

Giochi e scommesse sono stati la chiave di volta nel 2003. *Acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	8.92	8.92	9.20
UT/az	9.09	7.42	8.75
P/E	24.81	30.39	25.77

ING (in EUR)

Settore finanziario; S7 n° 570
17.89 EUR; conveniente
www.ing.com

I suoi punti di forza e le sue strategie aggressive hanno fatto risalire Ing. *Acquistare.*

	2002	2003	2004
Div.	0.97	1.00	1.05
UT/az	2.20	2.12	2.72
P/E	8.13	8.44	6.58

Intel (in USD)



Alta tecnologia; S7 n° 573
31.36 USD; cara
www.intel.com

Secondo noi la salita nel 2003
sovrastima la ripresa nei PC. Non
acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.08	0.09	0.10
UT/az	0.47	0.80	1.01
P/E	66.91	39.20	31.05

LVMH (in EUR)



Beni di consumo; S7 n° 564
56.50 EUR; cara
www.lvmb.com

Le vendite di Vuitton e degli alcolici
sostengono LVMH ma il settore è in
crisi. Non acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.80	0.80	0.85
UT/az	1.67	1.70	1.90
P/E	33.84	33.24	29.74

Nokia (in EUR)



Alta tecnologia; S7 n° 572
13.83 EUR; cara
www.nokia.com

Il titolo soffre della forte concorrenza
che pesa sulle vendite e sui margini.
Non acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.28	0.30	0.34
UT/az	0.79	0.72	0.80
P/E	17.43	19.21	17.29

Novartis (in CHF)



Salute e farmacia; S7 n° 571
55.15 CHF; corretta
www.novartis.com

I test clinici incoraggianti sui nuovi
farmaci hanno sostenuto il titolo.
Mantenere.

	2002	2003	2004
Div.	0.95	1.00	1.10
UT/az	2.91	2.85	3.28
P/E	18.97	19.35	16.81

Pfizer (in USD)



Salute e farmacia; S7 n° 567
34.75 USD; corretta
www.pfizer.com

I suoi numerosi farmaci e la sua
forza commerciale hanno sostenuto
Pfizer. Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.55	0.65	0.75
UT/az	1.24	1.53	1.77
P/E	27.92	22.71	19.63

Portugal Telecom. (in EUR)



Telecomunicazioni; S7 n° 569
7.80 EUR; corretta
www.telecom.pt

Il gruppo migliora fortemente i
risultati e ricompensa di più gli
azionisti. Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.14	0.20	0.24
UT/az	0.44	0.52	0.57
P/E	17.90	14.94	13.63

Renault (in EUR)



Settore automobilistico; S7 n° 567
54.40 EUR; corretta
www.renault.com

Il titolo beneficia della riuscita
ristrutturazione della controllata
Nissan. Non acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	1.15	1.40	1.55
UT/az	7.54	9.00	10.50
P/E	7.22	6.04	5.18

Repsol YPF (in EUR)



Energia e servizi; S7 n° 571
15.30 EUR; corretta
www.repsolyypf.com

Il titolo beneficia del miglioramento
della situazione in Argentina. Non
acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.31	0.40	0.45
UT/az	1.17	1.80	1.65
P/E	13.03	8.50	9.27

Solvay (in EUR)



Chimica; S7 n° 575
67.95 EUR; corretta
www.solvay-investors.com

Solvay dovrebbe beneficiare del
miglioramento della congiuntura
mondiale. Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	1.80	1.85	1.90
UT/az	5.53	4.50	5.40
P/E	12.28	15.10	12.58

Suez (in EUR)



Energia e servizi; S7 n° 572

15.82 EUR; corretta

www.suez.com

Il crollo del titolo ha obbligato Suez a effettuare delle cessioni.

Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.71	0.71	0.71
UT/az	0.93	0.78	0.93
P/E	16.99	20.28	17.01

Telefónica (in EUR)



Telecomunicazioni; S7 n° 570

11.72 EUR; corretta

www.telefonica.com

Prospettive sopra la media del settore e politica favorevole agli azionisti.

Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.25	0.40	0.40
UT/az	0.33	0.56	0.72
P/E	35.96	20.93	16.28

Thomson (in EUR)



Alta tecnologia; S7 n° 569

16.42 EUR; corretta

www.thomson.net

La creazione della società con la cinese TCL migliora le sue prospettive.

Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.23	0.25	0.40
UT/az	1.70	1.24	1.58
P/E	9.69	13.24	10.39

Time Warner (in USD)



Media e tempo libero; S7 n° 574

17.84 USD; corretta

www.timewarner.com

Il gruppo ha terminato la ristrutturazione e ha imboccato la strada giusta. Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.00	0.00	0.00
UT/az	-22.21	0.55	0.63
P/E		32.63	28.32

Total (in EUR)



Energia e servizi; S7 n° 570

143.70 EUR; corretta

www.total.com

Total aumenta fortemente la produzione e acquista azioni proprie. Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	4.10	4.70	5.20
UT/az	9.40	11.55	10.70
P/E	15.29	12.44	13.43

UBS (in CHF)



Settore finanziario; S7 n° 570

84.20 CHF; corretta

www.ubs.com

UBS si è difesa bene quest'anno e dovrebbe beneficiare dell'espansione in Asia. Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	2.00	2.05	2.10
UT/az	2.92	5.52	6.67
P/E	28.79	15.25	12.62

UCB (in EUR)



Salute e farmacia; S7 n° 575

30.05 EUR; corretta

www.ucb-group.com

UCB conta sul Keppra per compensare il calo delle vendite dello Zyrtec. Mantenere.

	2002	2003	2004
Div.	0.60	0.65	0.70
UT/az	2.21	2.30	2.40
P/E	13.62	13.07	12.52

Vivendi Univ. (in EUR)



Industrie e servizi vari; S7 n° 573

19.20 EUR; cara

finance.vivendiuniversal.com

La ristrutturazione ha interrotto il crollo del titolo, ma manca una strategia. Non acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	0.00	0.00	0.00
UT/az	-20.79	-0.50	-0.50
P/E			

Volkswagen (in EUR)



Settore automobilistico; S7 n° 568

43.40 EUR; conveniente

www.volkswagen-ir.de

Con il lancio dei nuovi modelli il titolo dovrebbe tornare a crescere. Acquistare.

	2002	2003	2004
Div.	1.30	1.30	1.40
UT/az	6.72	3.00	4.70
P/E	6.46	14.47	9.23