

* EQUITY RESEARCH:
INTESA SANPAOLO



Angela Gemma
Giada Pivotto
Luca Rossi
Sigrid Rauch
Vanessa Dedola

***CORSO DI “ANALISI DEGLI EQUILIBRI GESTIONALI
DELLA BANCA”
PROJECT WORK***

1) PARTE INTRODUTTIVA

- equity research - cosa è, scopo
- metodi per l'equity research
- Introduzione Intesa SanPaolo - storia e presentazione
- Storia rendimento azionario - Yahoo Finance

2) ANALISI DELLE PRINCIPALI METODOLOGIE UTILIZZATE DAGLI OPERATORI DI MERCATO

- Deutsche Bank
- Merryll Linch
- Citigroup
- Cheuvreux

* EQUITY RESEARCH

Consiste nello studio svolto da analisti nei confronti di un'azienda, delle proprie azioni, del bilancio al fine di individuare la strategia d'investimento da adottare. **TRE** risultati possibili:

- SELL;
- BUY;
- HOLD.

* VALUATION STEPS

Si compone di più passaggi:

- ***analisi economica***: esame dell'ambiente macroeconomico di riferimento;
- ***analisi settoriale***: viene considerato il segmento di mercato, per fornire una stima del livello di competitività dell'azienda;
- ***analisi aziendale***: studio dinamico dei bilanci di più esercizi: attraverso comparazioni storiche, valutazioni prospettiche e confronti con altre aziende appartenenti allo stesso settore, si vuole indagare l'aspetto economico, finanziario e patrimoniale dell'azienda;
- ***analisi di bilancio***
- ***presentazione o raccomandazione***: si esplicita se acquistare, vendere o tenere il titolo.

* LO SCOPO

Fornire informazione al mercato per supportare la decisione di acquistare o vendere.

Un'opera di Equity research consiste in analisi per la ricerca di possibili investimenti. Ci sono 2 tipi di equity research:

- sell-side equity research : in questo caso l'analista svolge la ricerca per fornire consigli su investimenti ai propri clienti;
- buy-side equity research: l'analista compie ricerche per operare investimenti per la propria società, questo lavoro è molto simile a quello svolto dagli analisti finanziari.

* GIUDIZIO

Il giudizio espresso dipende dal confronto tra:

- prezzo corrente del titolo
- “target price”: valore stimato dall’analista finanziario basato su dati di bilancio e previsioni future

Prezzo corrente > target price → sopravvalutato: **SELL**

Prezzo corrente < target price → sottovalutato: **BUY**

Prezzo corrente = target price → valutazione equa: **HOLD**

*METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

Per il pricing dell'equity vengono utilizzati diverse metodologie, le 4 principali sono:

DCF - DDM

Sum of the parts

EVA

NAV

*DCF

DISCOUNTED CASH FLOW MODEL (DCF): questo metodo fornisce un valore all'azienda attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili in futuro per tutti coloro che abbiano fornito risorse finanziarie per l'azienda. L'attualizzazione viene fatta ad un tasso d'interesse che esprime il costo medio ponderato del capitale (WACC).

* DDM

DIVIDEND DISCOUNT MODEL (DDM): il valore intrinseco dell'azione è dato dai dividendi attesi futuri più il prezzo di vendita futuro, attualizzando il tutto al tasso k_E che rappresenta il costo del capitale azionario per l'impresa, ovvero il rendimento richiesto dagli azionisti, collegato al rischio di impresa.

*SUM OF THE PARTS

SOMMA DELLE PARTI (SUM OF THE PARTS O SOP): tale metodo fornisce all'azienda un valore considerando le diverse aree di attività della stessa (business unit) come attività distinte, dando a ciascuna un valore separato per poi ricavare il valore complessivo dell'azienda come somma dei valori ottenuti dalle singole analisi.

*ECONOMIC VALUE ADDED

ECONOMIC VALUE ADDED (EVA): misura il valore della società basandosi sulla sua capacità di produrre ricchezza e considerando sia la remunerazione del capitale di rischio (equity) sia quella del capitale di debito:

$$EVA = NOPAT - WACC * CI$$

NOPAT = Net Operating Profit After Taxes

$$WACC = k = k_e * E / (D + E) + k_d * (1 - t) * D / (D + E)$$

- **EVA > 0** l'impresa sta creando ricchezza dopo aver remunerato i fornitori di capitale (creditori e soci); un'impresa con EVA > 0 ha la possibilità di attrarre risorse addizionali al fine di incrementare la ricchezza creata (l'EVA rimane positivo fin quando il tasso di crescita del NOPAT è almeno pari a quello di crescita del CI).
- **EVA < 0** l'impresa sta distruggendo ricchezza.

* NET ASSET VALUE

NET ASSET VALUE (NAV): determina il valore di un'azienda come la differenza tra le attività e le passività apportando modifiche a tali voci di bilancio per esprimere il valore corrente dell'impresa.

*INTESA SANPAOLO - A SMALL HISTORY

- Banca Intesa Sanpaolo nasce il primo gennaio 2007 dalla fusione tra Banca Intesa e Sanpaolo IMI
- La banca è l'unica con Unicredit e MPS che utilizza Modelli di Rating Interni omologati da Banca d'Italia (FIRB - Foundation Internal Rating Based)
- È il maggior gruppo bancario in Italia con 11 milioni di clienti, 5.500 filiali e un attivo di 644 mld di Euro (30 giugno 2011)
- Il gruppo si articola in 6 Business Units: Banca dei Territori, Corporate e Investment Banking, Banche Estere, Public Finance, Eurizon Capital, Banca Fideuram

Dimensione europea

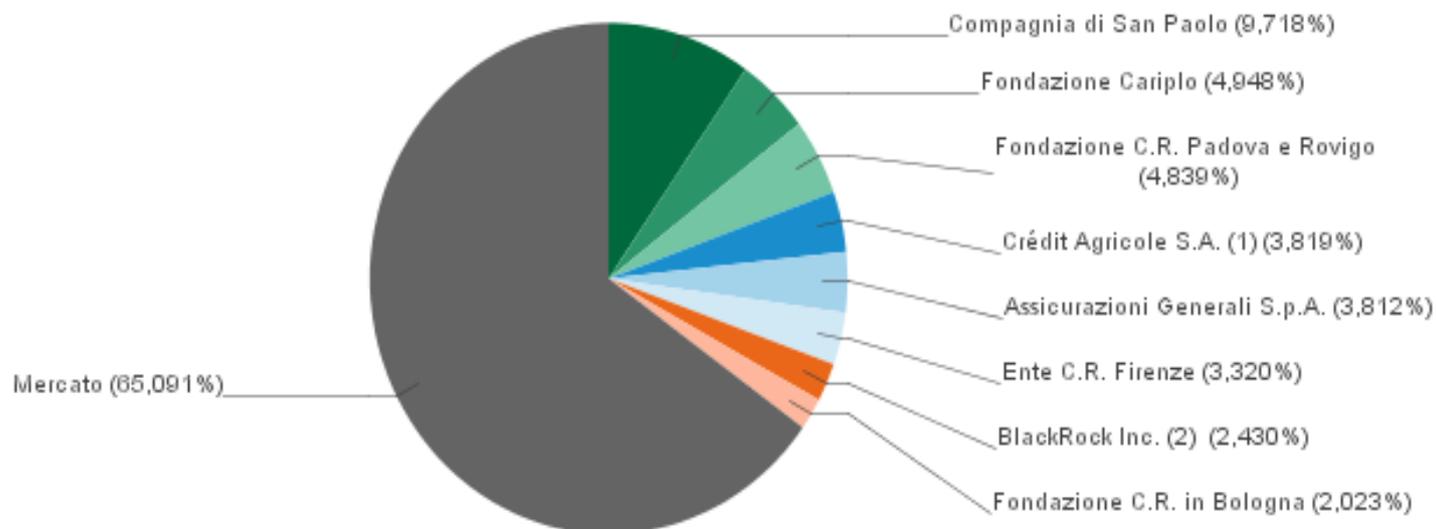
RANKING AREA EURO		CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO DELLE BANCHE (euro mld)	
		HSBC	112,6
1		Santander	53,2
		Sberbank	42,0
		Standard Chartered	40,2
2		BNP Paribas	39,7
		UBS	35,3
3		BBVA	32,2
		Royal B. of Scotland	30,9
4		Deutsche Bank	28,5
		Barclays	27,5
		Nordea Bank	26,8
		Lloyds Banking Group	25,9
		Credit Suisse	25,3
5		ING	24,0
6		Intesa Sanpaolo	21,0
7		UniCredit	16,4
8		Société Générale	16,4
9		Crédit Agricole	14,2
		DnB Nor	13,7
		Svenska Handelsb.	13,0

Fonte: Bloomberg

Il gruppo Intesa Sanpaolo è la banca con la più grande capitalizzazione in Italia e si colloca al 15° posto tra le principali banche europee. (31 ottobre 2011)

I principali azionisti del gruppo bancario sono (con quota maggiore al 2%):

AZIONISTA	AZIONI ORDINARIE	% DI POSSESSO
<u>Compagnia di San Paolo</u>	1.506.372.075	9,718%
<u>Fondazione Cariplo</u>	767.029.267	4,948%
<u>Fondazione C.R. Padova e Rovigo</u>	750.092.011	4,839%
<u>Crédit Agricole S.A. (1)</u>	592.000.000	3,819%
<u>Assicurazioni Generali S.p.A.</u>	590.924.220	3,812%
<u>Ente C.R. Firenze</u>	514.655.221	3,320%
<u>BlackRock Inc. (2)</u>	376.688.882	2,430%
<u>Fondazione C.R. in Bologna</u>	313.656.442	2,023%



* Analisi rendimenti storici ISP.MI



Fonte: Yahoo Finance

- Intesa arriva da un Trend di lungo periodo ribassista, iniziato con la crisi del 2007;
- Il valore minimo del titolo è stato raggiunto nel settembre 2011 a 0.9595 p.azione;
- La crisi, generalizzata a tutto il settore bancario ha come cause principali il possibile default Greco, il declassamento del rating dell'emittente Italia e il conseguente aumento dello spread BTP-Bund decennali.

* STUDI SOCIETARI: INTESA SANPAOLO

Periodicamente vengono pubblicato sul sito www.borsaitaliana.it degli studi societari svolti da società finanziarie, che cercano di stimare il target price della società valutata.

Tra i principali emittenti di studi societari su ISP troviamo i seguenti:

DEUTSCHE BANK

MERRYL LINCH

CITYGROUP

CHEUVREUX

Deutsche Bank



Buy

Price at 4 Aug 2011 (EUR)	1.23
Price Target (EUR)	2.20
52-week range (EUR)	2.68 - 1.23

- Deutsche Bank ha utilizzato per il pricing dell'equity ISP la metodologia della Somma delle Parti (Sum of the Parts).
- Il risultato è un target price dell'equity pari a 2.20€.
- Essendo in data 04/09/2011 il price a 1.23€, DB mantiene un giudizio positivo sugli investimenti in ISP (*BUY*) grazie a una crescita della competitività dovuta alla solidità patrimoniale e alla buona Posizione Finanziaria Netta di ISP.
- ISP ha dato vita a inizio 2011 a un Business Plan che dovrebbe portare ad un utile netto nel 2013 di 4.7 mld€, 6% in più rispetto alle previsioni riferite al medesimo periodo effettuate da DB.

Euro m	2012E Earnings	Average 2011E/2012E Ec	2012E RoEc	P/E Multiple	Value	Value per share (Euro)	% of valuation	% of earnings
Banca dei Territori	1,546	11,375	14%	10.0x	15,458	0.9	42%	41%
CIB	1,285	9,700	13%	9.1x	11,684	0.7	31%	34%
Public Finance	118	1,345	9%	9.5x	1,119	0.1	3%	3%
International	439	2,968	15%	9.8x	4,314	0.3	12%	12%
Other	349	609	134%	13.1x	4,646	0.3	12%	9%
Total	3,737	25,996	14%	10.0x	37,221	2.3	100%	100%

TP (Euro)	
Current price (Euro)	2.2
Upside/Downside	1.3

Source: Deutsche Bank estimates

- La metodologia SOP per la DB è la migliore per valutare ISP a causa delle differenze di crescita/volatilità della redditività dei vari business del gruppo.
- Le più redditizie sono le divisioni Banca dei Territori e Corporate and Investment Banking, che contribuiscono al 42% e 31% al pricing di ISP.

RISCHI GENERICI:

- Crescenti preoccupazioni riguardanti il debito sovrano di paesi periferici dell'UE e Italiano, che colpiscono non solo le performance di mercato delle banche italiane ma anche la loro attività primaria (aumento del costo di finanziamento, ritardo nell'aumento dei tassi di interesse,...).
- Potenziale recessione dell'economia mondiale, che avrebbe impatto sulla capacità delle banche italiane di generare ricavi e sul costo del credito.

RISCHI SPECIFICI:

- Concentrazione della maggior parte dell'attività di ISP in Italia e la sua esposizione verso il Sistema Monetario Europeo.
- Presenza in altri stati europei (principalmente Ungheria), in caso di recessione nelle medesime regioni.
- Eventuali ritardi nell'esecuzione del Business Plan 2011-2013.



Merrill Lynch

Stock Data

Price	EUR1.30
Price Objective	EUR2.00
Date Established	7-Aug-2011
Investment Opinion	B-1-7
Volatility Risk	MEDIUM
52-Week Range	EUR1.14-EUR2.53
Mrkt Val / Shares Out (mn)	EUR21,338 / 16,426.5
Average Daily Volume	255,291,100
BofAML Ticker / Exchange	IITSF / MIL
Bloomberg / Reuters	ISP IM / ISP.MI
ROE (2011E)	4.1%
Est. 5-Yr EPS / DPS Growth	13.0% / NA
Free Float	63.0%

- Merrill Lynch ha utilizzato per il pricing dell'equity ISP la metodologia della Somma delle Parti (Sum of the Parts Methodology).
- Il risultato è un target price dell'equity pari a 2.60€.

- Dalla precedente analisi c'è stato un aumento del target price (previsto precedentemente a 1.82€) grazie a un patrimonio già in linea con i requisiti di Basilea 3. Questo fa di ISP un buon investimento difensivo in periodi di crisi.

PUNTI DI FORZA INTESA SANPAOLO:

- capitale solido
- bassa volatilità
- elevato assorbimento delle perdite su prestiti
- potenziale integrazione
- potenziale crescita nel lungo termine

RISCHI COLLEGATI A INTESA SANPAOLO

- La volatilità dei rendimenti dei titoli di stato italiani in quanto presenti in grandi quantità nel bilancio.
- Stagnazione dell'economia italiana.



Hold/Medium Risk	2M
Price (13 May 11)	€2.12
Target price	€2.30
Expected share price return	8.5%
Expected dividend yield	4.7%
Expected total return	13.2%
Market Cap	€26,857M
	US\$38,252M

- Citigroup ha utilizzato per il pricing dell'equity ISP la metodologia del DDM (Dividend Discount Model).
- Essendo in data 13/05/2011 il price a 2.12€, Citigroup suggerisce di mantenere gli investimenti in ISP (*HOLD*) visto il giudizio di rating che porta ad un rischio medio.

Intesa Sanpaolo (EUR)

Year to 31 Dec	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
Net Income (€M)	2,206.3	2,286.6	2,981.9	3,771.3	4,460.1
Diluted EPS (€)	0.17	0.18	0.23	0.30	0.35
Diluted EPS (Old) (€)	0.17	0.18	0.24	0.31	0.36
PE (x)	12.3	11.9	9.1	7.2	6.1
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
DPS (€)	0.08	0.08	0.10	0.12	0.17
Net Div Yield (%)	3.8	3.8	4.5	5.9	7.9
ROE (%)	5.5	5.1	5.2	6.7	7.1

- In base alla metodologia DDM il target price del titolo ISP è 2,30€, giustificato dalle previsioni reddituali crescenti per il prossimo biennio.
- Per l'attualizzazione dei dividendi è stato utilizzato un costo dell'equity di 11,50%.
- Nella valutazione si è tenuto conto anche del previsto aumento di capitale sociale di 5 mld di €.

RISCHI PER UN INVESTIMENTO IN ISP:

- il tasso di interesse della BCE in movimento;
- indebolimento dell'economia italiana;
- rallentamento del pagamento del dividendo;
- deterioramento della qualità dell'attivo;
- costo sempre maggiore dei finanziamenti;
- i timori di mercato nel corso del fabbisogno di capitale e nuovi azionisti;
- tutte le possibili speculazioni che indicano ISP come un possibile partner, in caso di fusioni con altri competitors.

Rating	1/Selected List
Target price (6 months)	+60.1% EUR1.5 (2.2)
Price (13/09/2011)	EUR0.923

- Cheuvreux ha utilizzato per stimare il target price di ISP la metodologia Sum of the Parts (Somma delle Parti)
- Cheuvreux ha stimato per ISP un target price a 6 mesi (a partire da settembre 2011) di 1.5 p/a partendo da un costo dell'equity pari a 11.5% riflettente le condizioni del mercato attuali (risk free rate sui BTP decennali italiani del 5,5%) e un tasso di crescita perpetua del 2%
- La società francese mantiene un giudizio positivo su ISP (buy) valutando la solidità patrimoniale della valutata che dovrebbe proteggere da shock del settore mantenendo la solvibilità di ISP
- Il patrimonio di ISP si attiene già ai requisiti stabiliti da Basilea 3 in fatti presenta un Tier 1 ratio > 8,5%

Business unit	Net profit	Capital	RORAC	CoE	Valuation method	PBV	PE	Value (EUR m)	Value / share
Domestic retail (BDT)	1 023	10 428	9.8%	10.0%	Gordon growth	1.0x	10.0x	10 234	0.6
CIB	1 677	9 492	17.7%	12.3%	Gordon growth	1.5x	8.7x	14 512	0.9
Public Finance	152	1 434	10.6%	12.3%	Gordon growth	0.9x	8.2x	1 238	0.1
International	624	4 793	13.0%	12.8%	PE x	1.0x	8.0x	4 988	0.3
Asset management	149	86	NM	12.3%	1% AUM	16.2x	9.3x	1 393	0.1
PB (Banca Fideuram)	268	611	43.9%	12.3%	Two-stage discounted EVA	3.6x	8.2x	2 207	0.1
Sub-total	3 893	26 844	14.5%	11.5%		1.3x	8.9x	34 573	2.1
Corporate	(1 003)	7 596			Group avg PE		8.9x	(8 904)	(0.5)
Group total	2 891	34 440	8.4%	11.5%		0.7x	8.9x	25 668	1.6
DPS 2011E								968	0.1
FAIR VALUE						0.8x	9.2x	26 636	1.6
Target price end-2011	2 891	34 440				0.7x	8.3x		1.5

Source: CA Cheuvreux

- Cheuvreux ha impostato la metodologia suddividendo ISP per Business Unit.
- Le business Unit più redditizie in base alle stime sono Corporate and Investment Bank e Domestic Retail.

PUNTI DI FORZA:

- Franchise conosciuto e inserito nel mercato
- Grande qualità della liquidità e del founding di ISP
- Forte base patrimoniale

DEBOLEZZE:

- Bassa diversificazione internazionale
- Presenza di investimenti in paesi CEE aventi un certo rischio
- Presenza in portafoglio di una grande quantità di titoli di stati Italiani

MINACCE FUTURE:

- Aumento del rischio sovrano Italiano
- Bassi tassi di interesse possono compromettere la sua profittabilità
- Rallentamento nella sua attività economica