

Equity Research

Company update

Reuters: CRDI.MI; CAP.MI
 Bloomberg: UC IM; CAP IM

Banks

Luca Comi
 l.comi@centrosim.it
 Tel. 0039-02-72261276

Unicredit/Capitalia

UNICREDIT	BUY, MR
Rating	(NEUTRAL, MR)
Target price	€8,20 (€8.00)
Price (May 21, 2007):	€7.08
52-Weeks Range:	€5.60 / €7.68
Market Cap (€ mn):	73,897
Shares outstanding (mn):	10,438
Last 3 months perf.:	-1.7%
Free Float (%):	79%

CAPITALIA	BUY, MR
Rating	BUY, MR
Target price	€9,20 (€8.20)
Price (May 21, 2007):	€7.84
52-Weeks Range:	€5.92 / €7.97
Market Cap (€ mn):	20,346
Shares outstanding (mn):	2,596
Last 3 months perf.:	+19.1%
Free Float (%):	69%

UC	2006A	2007E	2008E	2009E
Net profit (€mn)	5,448	5,908	6,892	7,068
EPS adj. €	0.47	0.57	0.66	0.68
YoY growth %	+51.5	+21.3	+16.4	+2.5
Dividend €	0.24	0.28	0.34	0.39
BVPS €	3.69	4.01	4.39	4.73
P/E x	15.1	12.5	10.7	10.5
Dividend yield %	3.4	4.0	4.8	5.5
P/BV x	1.9	1.8	1.6	1.5
ROE %	14.6%	14.7%	15.7%	14.8%

CAP	2006A	2007E	2008E	2009E
Net profit (€mn)	1,162	1,335	1,560	1,696
EPS adj. €	0.42	0.51	0.60	0.65
YoY growth %	+11.3	+22.7	+16.8	+8.7
Dividend €	0.22	0.26	0.30	0.33
BVPS €	3.74	4.04	4.38	4.73
P/E x	18.7	15.2	13.0	12.0
Dividend yield %	2.8	3.3	3.8	4.2
P/BV x	2.1	1.9	1.8	1.7
ROE %	13.2%	13.7%	14.9%	14.9%

Potenzialità sottostimate

22 Maggio 2007

Sinergie a regime per €1,2md, target di utile a €10md nel 2009. I consigli di amministrazione di Unicredit e Capitalia hanno approvato domenica la fusione tra le due banche. La fusione avverrà con un concambio di 1,12 azioni Unicredit ogni azione Capitalia; ai prezzi pre-annuncio dell'operazione (€7,51 per l'azione ordinaria Unicredit) si ottiene una valorizzazione implicita di Capitalia pari a €8,40, che scende a €8,16 al netto del dividendo 2006 (staccato lunedì 21 maggio). Il management stima di poter generare con l'aggregazione sinergie lorde pari a €1,2md nel 2010, ripartite per il 68% sulla componente costi e per il 32% su quella ricavi. Gli oneri di integrazione sono stimati pari a €1,1md, ovvero il 92% circa delle sinergie totali e il 135% dei risparmi di costo attesi. L'NPV delle sinergie nette è stimato pari a c. €7md, includendo anche gli oneri di ristrutturazione: tale valore incide per il 39% sulla capitalizzazione di mercato di Capitalia prima della diffusione dei market rumors sull'aggregazione (ovvero prendendo a riferimento il prezzo dello scorso 8 maggio). L'obiettivo di un utile di gruppo a €10md dovrebbe essere raggiunto prima del pieno dispiegarsi delle sinergie attese dal piano (ovvero prima del 2010). La crescita media annua composta degli utili per azione pro forma è attesa pari a circa 17% nel periodo 2007-2009. L'operazione dovrebbe essere accrescitiva dal 2009 per gli azionisti di UniCredit. Il dividendo per azione è confermato in progressiva crescita nei prossimi anni, così come l'obiettivo di Core Tier I ratio (6,8% entro il 2008). Le attività di Capitalia saranno integrate nel modello divisionale di UniCredit. Non è esclusa la prosecuzione del processo di crescita esterna, specie in East Europe (UC è uno dei candidati all'acquisto del 51% dell'ungherese FHB).

Unicredit paga multipli interessanti, a dispetto della crescita del prezzo di Capitalia. A nostro giudizio il deal con Capitalia è in grado di creare valore: il multiplo All-In Acquisition Premium/Synergies si attesta a 5,1x nel 2010 (quando i benefici dell'integrazione andranno a regime) - senza conteggiare i capital gains sui surplus assets - mentre il Return On Acquisition a regime si avvicina al 12%.

Rating e target price rivisti al rialzo. La nostra impressione è che il mercato stia sottostimando le potenzialità dell'aggregazione tra Unicredit e Capitalia. Adottando stime e una metodologia di valutazione molto prudenti, perveniamo ad una valutazione di Unicredit pari a €8,2 per azione, superiore di 20bp al nostro precedente target price. Di conseguenza, dopo il forte calo di prezzo subito dal titolo al momento dell'annuncio del deal, rivediamo il rating su Unicredit da NEUTRAL, MR a BUY, MR. Essendo ormai noto il rapporto di concambio tra i due titoli, alziamo anche il target price di Capitalia da €8,2 a €9,2 (ricavato dal prodotto tra il nuovo TP di Unicredit e lo swap ratio: 8,2 x 1,12), mantenendo il rating BUY, MR sul titolo.

Unicredit-Capitalia: riepilogo del deal

I consigli di amministrazione di Unicredit e Capitalia hanno approvato domenica la fusione tra le due banche. I principali elementi e obiettivi finanziari del deal sono sintetizzati nei successivi *bullet point*:

- Concambio di 1,12 azioni Unicredit ogni azione Capitalia**
 - Posizione di primo piano in tutti le aree geografiche**
 - Sinergie a regime (2010) di €1,2md**
 - Il gruppo rimane una public company**
 - Modelli di business e governance consolidati,**
 - Aspetti finanziari del deal: controdiluizione degli EPS a partire dal 2009**
- fusione con un concambio di 1,12 azioni Unicredit ogni azione Capitalia; ai prezzi pre-annuncio dell'operazione (€7,51 per l'azione ordinaria Unicredit) si ottiene una valorizzazione implicita di Capitalia pari a €8,40, che scende a €8,16 al netto del dividendo 2006 (staccato lunedì 21 maggio);
- creazione di un gruppo di quasi €100md di capitalizzazione di mercato (secondo in Europa solo a HSBC, che capitalizza c. €160md) e una posizione di primo piano in Italia (#2, dietro a Intesa Sanpaolo, con 5.000 sportelli e una quota di mercato del 15,8%), Germania (#3, con una quota di mercato del 4,6%), Austria (#1, con una quota di mercato del 18,8%) e l'indiscussa leadership nell'area CEE, con una presenza che si estende a 17 Paesi.
- possibilità, in base alle stime preliminari, di generare con l'aggregazione sinergie lorde pari a €1,2md nel 2010, ripartite per il 68% sulla componente costi e per il 32% su quella ricavi. Gli oneri di integrazione sono stimati pari a €1,1md, ovvero il 92% circa delle sinergie totali e il 135% dei risparmi di costo attesi. L'NPV delle sinergie nette è stimato pari a c. €7md, includendo anche gli oneri di ristrutturazione: tale valore incide per il 39% sulla capitalizzazione di mercato di Capitalia prima della diffusione dei market rumors sull'aggregazione (ovvero prendendo a riferimento il prezzo dello scorso 8 maggio). La crescita media annua composta degli utili per azione proforma è attesa pari a circa 17% nel periodo 2007-2009. L'operazione dovrebbe essere accrescitiva dal 2009 per gli azionisti di UniCredit. Il dividendo per azione è confermato in progressiva crescita nei prossimi anni, così come l'obiettivo di Core Tier I ratio (6,8% entro il 2008). Le attività di Capitalia saranno integrate nel modello divisionale di UniCredit.
- mantenimento di una base azionaria ampiamente diversificata, che rafforza il connotato di public company della banca nata dall'aggregazione (i primi 14 gruppi di azionisti deterranno il 26% del capitale).
- chiaro modello di business e di governance. Il nuovo gruppo adotterà il modello divisionale già implementato da Unicredit (e articolato su tre diversi segmenti di clientela; Retail, Corporate e Private), pur separando i marchi nelle tre diverse aree geografiche del Paese (Unicredit Banca al Nord, Banca di Roma al Centro e Banco di Sicilia al Sud). La sede legale della banca verrà trasferita da Genova a Roma, mentre quella operativa sarà basata a Milano. Quattro rappresentanti di Capitalia saranno nominati membri del CdA di Unicredit (su un totale di 23), su approvazione delle assemblee che dovranno dare il via libera al merger (e che verranno convocate tra il 27 luglio e il 2 agosto). Alessandro Profumo resterà Amministratore Delegato unico di gruppo (dopo le dimissioni del CEO di Capitalia Matteo Arpe), Dieter Rampl verrà confermato Presidente, mentre il Presidente di Capitalia Cesare Geronzi sarà nominato Vice-Presidente del nuovo gruppo, con l'impegno a rinunciare all'incarico, qualora (come è ormai pressoché certo) dovesse essere nominato Presidente del futuro Consiglio di Sorveglianza di Mediobanca (il nome del sostituto è già stato comunicato: sarà il giurista Berardino Libonati).
- Le tabelle successive (da 1 a 5, pag. 3-4) riepilogano i principali aspetti finanziari del deal e illustrano le nostre stime sul gruppo che nascerà dalla fusione. Rispetto allo studio dello scorso 26 marzo, abbiamo rivisto i valori delle sinergie (da €1,25md a €1,2md) e degli oneri di integrazione (da €1,25md a €1,1md), per adeguarli alle guidance fornite dal management nel corso della presentazione, oltre a inserire stime più ottimistiche sugli utili 2009E di Unicredit standalone.

Tabella 1: UC/CAP, merger details

UC-CAP	
Exchange ratio (N.UC sh. x 1 CAP sh.*)	1.12
N.shares UC (mn)	10,438
N.shares CAP (mn)	2,596
N. UC sh. to issue (mn)	2,908
UC market price (€)	7.51
Price paid (in shares, €mn)	21,840
N.shares UC after merger (mn)	13,346

Fonte: Unicredit, stime Centrosim

Tabella 2: stima della situazione patrimoniale pro-forma a fine 2007

Balance sheet	2007E-PF
Customer Loans	580,493
Due from banks	110,437
Securities	265,442
Equity Investments	3,367
Fixed assets	15,256
Goodwill	22,774
Other assets	35,959
Total Assets	1,033,728
Customer deposits	637,505
Due to banks	163,053
Other ISL	118,659
Other liabilities	45,759
Minorities	5,041
Group's Equity	57,802
Retained Earnings	5,908
Shareholders' Equity	63,710
Total Liab. & Equity	1,033,728

Fonte: stime Centrosim; la differenza di fusione è stata calcolata in base ai prezzi pre-annuncio della fusione e allocata interamente alla voce "Goodwill"

Tabella 3: sinergie

Pretax synergies	2007E-PF	2008E	2009E	2010E
Revenue synergies	0	101	269	402
Cost synergies	0	202	542	809
Integration costs	436	654	0	0
<i>Revenue synergies split</i>				
Interest income	0%	30%	30%	30%
Net commissions	0%	50%	50%	50%
Trading income	0%	10%	10%	10%
Other	0%	10%	10%	10%
Total	0%	100%	100%	100%
<i>Cost synergies split</i>				
Staff costs	0%	20%	40%	50%
Other admin.exp.	0%	80%	60%	50%
Total	0%	100%	100%	100%
<i>Integration costs split</i>				
Staff costs	70%	40%		
Other admin.exp.	30%	60%		
Total	100%	100%	0%	0%

Fonte: stime Centrosim

Tabella 4: P&L UC/CAP post sinergie

P&L after-syn.	2007E-PF	2008E	2009E	2010E
Net Interest Income	16,082	17,767	19,557	20,882
Dividends	950	1,001	1,016	1,030
Net commissions	10,841	11,703	12,508	13,272
Trading income	2,500	2,445	2,669	2,909
Other net revenues	687	748	808	863
Non-Interest Income	14,978	15,897	16,999	18,074
Total Income	31,060	33,663	36,556	38,957
Labour costs	(10,384)	(10,552)	(10,372)	(10,449)
Other adm. expenses	(5,458)	(5,697)	(5,262)	(5,307)
Depreciation	(1,573)	(1,581)	(1,589)	(1,597)
SG&A	(17,415)	(17,830)	(17,223)	(17,353)
Operating Income	13,644	15,833	19,333	21,604
Provisions for R&C	(300)	(250)	(250)	(250)
Net Write-downs of CL	(2,731)	(2,902)	(3,110)	(3,306)
Net Write-downs of EI	0	0	0	0
Extraordinary items	(15)	0	0	0
Pretax profit	10,599	12,680	15,973	18,048
Tax	(2,957)	(3,638)	(4,960)	(5,898)
P/L from disc.oper.	0	0	0	0
Minorities	(713)	(841)	(993)	(1,176)
Net profit	6,929	8,202	10,020	10,974
N.shares	13,346	13,346	13,346	13,346
EPS before merger	0.57	0.66	0.74	0.80
EPS aft.merg.bef.syn. & IC	0.54	0.63	0.71	0.76
EPS aft.merg.aft.syn. & IC	0.52	0.61	0.75	0.82
Dilution/(counterdil) incl. IC	8.3%	6.9%	-0.9%	-3.1%
Net profit net of IC	7,244	8,668	10,020	10,974
EPS net of IC	0.54	0.65	0.75	0.82
Dilution/(counterdil) net of IC	4.1%	1.6%	-0.9%	-3.1%
<i>Tax rate before syn.</i>	<i>27.9%</i>	<i>28.7%</i>	<i>31.1%</i>	<i>32.7%</i>

Fonte: stime Centrosim; il P&L non include le plusvalenze realizzabili dalla cessioni di surplus assets (tra cui le quote di Generali e Mediobanca), il cui ammontare dovrebbe consentire di coprire gli oneri di integrazione previsti nel biennio 2007/08.

Tabella 5: multipli post-aggregazione

Implied multiples	2007E-PF	2008E	2009E	2010E
Price	7.1	7.1	7.1	7.1
P/E	13.1	10.9	9.5	8.6
P/BV	1.5	1.4	1.3	1.2
EPS adj. growth		20%	16%	10%
ROE		12.4%	14.0%	14.2%

Fonte: stime Centrosim

Atteso un utile di €10md prima del 2010

Il management ha precisato nel corso della presentazione di attendersi il conseguimento di un utile di €10md prima del 2010. Se l'obiettivo fosse centrato nel 2009, le quotazioni attuali sarebbero piuttosto convenienti: P/E 2009E 9,5x (con un CAGR degli EPS adjusted del periodo 2007/10 atteso pari al 15% circa), P/BV 2009E pari a 1,3x (con un ROE 2009E stimato al 14%).

M&A valuation metrics

All-In Premium/Synergies,

Nelle tabelle successive illustriamo l'operazione secondo la visuale di alcune "valuation metrics" comuni nel settore dell'M&A. Anche dall'analisi del multiplo Acquisition Premium/Sinergies e del Return On Acquisition ratio emerge che, in base ai target reddituali individuati dal management, l'operazione dovrebbe rivelarsi generatrice di valore per gli azionisti.

Tabella 6: Premio di Acquisizione vs. Sinergie

Basic data of the deal				
N. shares to issue (a)	2,908			
Market price of shares issued (b)	7.51			
Purchase price (a x b)	21,840			
CAP market cap. pre bid rumors (*)	18,435			
Integration costs (net of tax)	763			
Annual full synergies ('10E, pre-tax)	848			
Cost of Equity	10.1%			
All-in premium calculation				
Purchase price	21,840			
- Target's pre-bid market cap.	18,435			
+ Bid fees & integration costs	763			
= All-in Premium	4,168			
Taxed synergies	2007E	2008E	2009E	2010E
Pre-tax synergies	0	303	812	1,211
Tax rate	28%	29%	31%	33%
Tax	0	87	252	396
Taxed synergies	0	216	560	815
Premium/taxed synergies	2007F	2008F	2009F	2010F
Premium (€mn)	4,168	4,168	4,168	4,168
Taxed synergies (€mn)	0	216	560	815
Multiple (x)	n.m.	19.3	7.4	5.1

Fonte: stime Centrosim;

(*) CAP market cap ai prezzi del 9/5/2007 (€7,10)

Return On Acquisition

Tabella 7: Return On Acquisition

Boost to net profit (€mn)	2007E	2008E	2009E	2010E
CAP stand alone Net Profit	1,335	1,560	1,696	1,831
After-tax synergies	0	216	560	815
Boost to net profit	1,335	1,776	2,256	2,646
All-in acquisition costs (€mn)	2007E	2008E	2009E	2010E
Purchase price	21,840	21,840	21,840	21,840
Bid fees & integration costs	763	763	763	763
= All-in acquisition costs	22,603	22,603	22,603	22,603
Return on acquisition	2007E	2008E	2009E	2010E
Boost to NP (€mn)	1,335	1,776	2,256	2,646
All-in acquisition costs (€mn)	22,603	22,603	22,603	22,603
Return on acquisition (%)	5.9%	7.9%	10.0%	11.7%

Fonte: stime Centrosim

Synergies NPV

Il management ha calcolato un valore attuale netto delle sinergie (al netto dei costi di integrazione) pari a complessivi €7md. Abbiamo effettuato una simulazione sull'NPV generato dall'aggregazione dei due gruppi, includendo anche il capital gain generati dalla cessione della quota di Mediobanca posseduta da Capitalia Partecipazioni (capital gain stimato a circa €500mn), allocandola all'esercizio 2007 (con conseguente compensazione degli oneri di integrazione della fusione). Con un Cost of Equity del 10,1% (Free Risk Rate 4,5%, Market Risk Premium 5,0%, Beta 1,12x), perveniamo ad un NPV delle sinergie non distante dalla stima del management (€6,2md).

Tabella 8: NPV delle sinergie nette (inclusi i CG sui surplus assets)

Value of synergies	2007E	2008E	2009E	2010E	TV
Roll-Out of revenue synergies (%)	0%	25%	67%	100%	
Revenue synergies (€mn)	0	70	189	281	
Roll-Out of cost synergies (%)	0%	25%	67%	100%	
Cost synergies (€mn)	0	142	380	567	
Roll-Out of Integration costs (%)	40%	60%	0%	0%	
Integration costs (€mn)	305	458	0	0	
Cap. G/L on surplus assets disp.	500				
Cash Flow (€mn)	195	-246	568	848	585
Cost of Equity (%)	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
Discount Factor	0.943	0.856	0.778	0.706	0.706
DCF (€mn)	184	(211)	442	599	413
Sum of DFC (2007-09, €mn))	415				
Terminal growth (%)	3.0%				
Terminal Value	5,821				
Value of Synergies (net of IC)	6,236				
N. shares after merger (mn)	13,346				
Value per share	0.47				
VSPS on last UC price	6.2%				
VSPS on UC TP before merger	5.8%				

Fonte: stime Centrosim

Alcuni dettagli sull'operazione

I "pro" dell'acquisizione

Ultima grande preda disponibile in Italia

Completamento della rete distributiva domestica,

Aumentano le difese contro il rischio-scalate

Anche se molti investitori hanno attribuito al deal UC-CAP una valenza più politica e difensiva che industriale, al contrario noi riteniamo strategicamente efficace la mossa compiuta dal management di Unicredit, come avevamo già sottolineato in precedenti research reports. Infatti

1. consente a Unicredit di conquistare l'unica preda di grandi dimensioni disponibile sul mercato domestico, realizzando rapidamente un rilevante salto dimensionale;
2. favorisce il completamento della rete distributiva domestica, attraverso un'acquisizione caratterizzata da una modestissima sovrapposizione territoriale (compresa tra lo 0,8% e il 3,8% della rete domestica). Se è vero che il baricentro del network commerciale di Capitalia è spostato nel Centro-Sud, l'operazione aiuta il gruppo Unicredit a recuperare quota di mercato anche in Lombardia, regione in cui Capitalia è presente con 230 filiali (la quota di mercato sale infatti dal 5,1% al 9,3%);
3. aumenta in misura rilevante la capitalizzazione del gruppo, rendendo più complicato l'eventuale tentativo di scalata da parte di qualche gruppo estero (nei giorni scorsi era circolata la voce di un interessamento a Unicredit da parte del gruppo americano Citigroup).

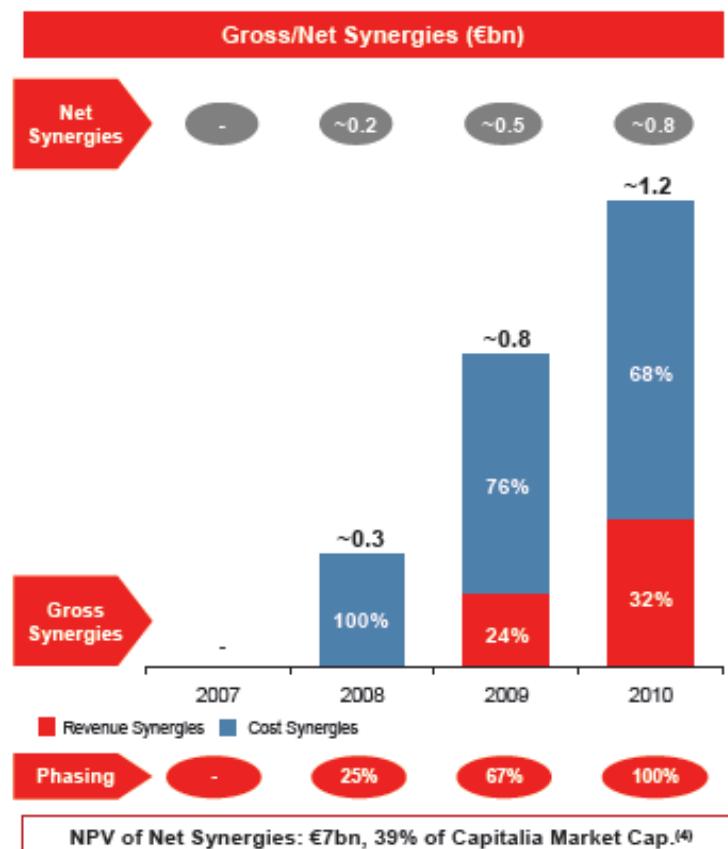
€800mn di sinergie di costo...

... e €400mn di sinergie da ricavi (concentrate nel Retail e nel PB&AM)

Le sinergie stimate in via preliminare dal management (€1,2md) scaturiscono in prevalenza (68%) dai costi operativi (45% da IT e Back-Office, 20% dalla razionalizzazione delle funzioni centrali, 20% dall'accorpamento di fabbriche prodotto, 15% da riorganizzazioni e allineamenti alla best practice delle reti distributive).

La componente ricavi (32%) è stata calcolata solo sui segmenti Retail e Private Banking-Asset management. Per i segmenti Corporate e MIB non sono state incorporate opportunità sinergiche, anche per tenere conto del rischio di perdita di business, legate alla parziale sovrapposizione di alcuni clienti.

Grafico 1: ripartizione e phasing delle sinergie



Fonte: Unicredit/Capitalia, Merger Presentation

La struttura azionaria rimane molto frazionata (free float al 74%)

La struttura azionaria resterà molto frazionata: il nuovo gruppo Unicredit conserverà di conseguenza i suoi connotati di public company, con numerosi investitori istituzionali italiani ed esteri presenti nel capitale con quote limitate (secondo Geronzi molti investitori attualmente azionisti di Capitalia, manterranno una partecipazione anche nel nuovo gruppo), un ampio flottante (c. 74%) e l'attribuzione di ampie deleghe operative al management.

Tabella 9: azionariato UC-CAP post aggregazione

UC/CAP shareholders	stake %
Fondazione C.R. VR, VI, BL e AN	3.90%
Munich Re	3.70%
Fondazione C.R. Torino	3.69%
Carimonte Holding	3.34%
Allianz Group	2.42%
ABN Amro	1.88%
Fondazione C.R. di Roma	1.10%
Fondazione Manodori	0.90%
Fondiaria-SAI	0.77%
Regione Siciliana	0.62%
Fondazione Banco di Sicilia	0.60%
Libyan Arab Foreign Bank	0.56%
Assicurazioni Generali	0.42%

Fonte: Unicredit

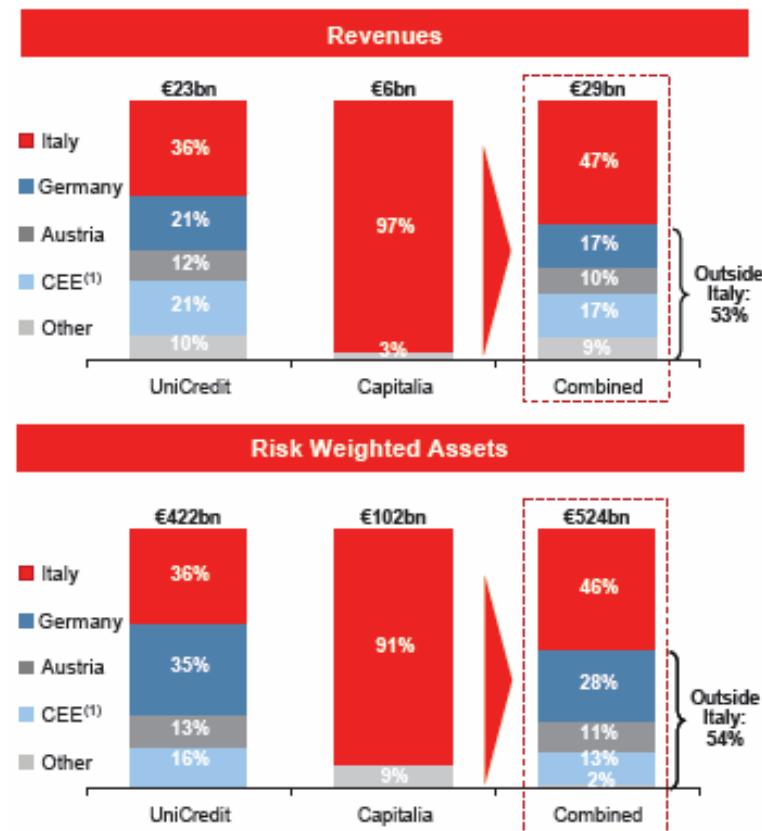
I dubbi del mercato

Aumento del peso del mercato italiano, specie nell'area Centr-Sud

Il mercato ha reagito in modo negativo all'annuncio dell'operazione. E' possibile azzardare qualche spiegazione:

- a) alcuni investitori hanno accolto con scarso entusiasmo l'aumento del peso del mercato italiano sul totale dei ricavi degli utili, specie con l'acquisizione di una banca il cui baricentro distributivo si colloca nel Centro-Sud del Paese;

Grafico 2: ribilanciamento del peso del mercato italiano



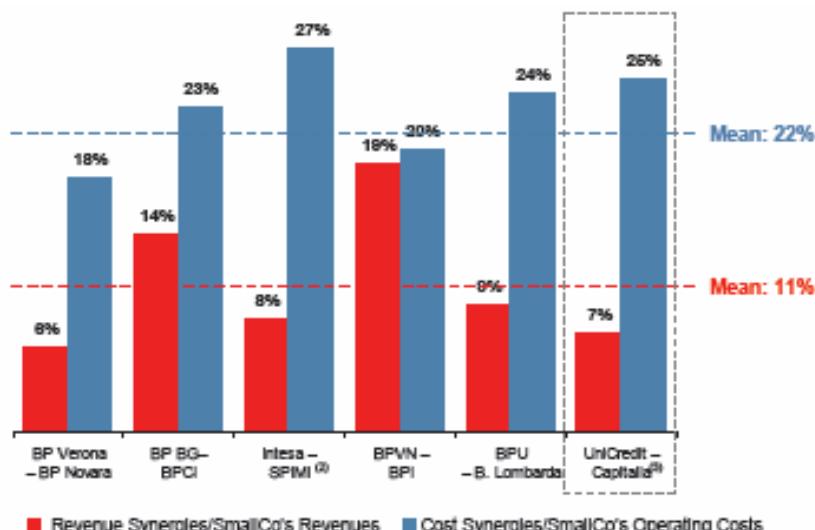
Fonte: Unicredit/Capitalia, Merger Presentation

Il prezzo offerto

- b) il prezzo offerto è stato giudicato elevato (molti investitori scommettevano su un concambio nel range 1-1.1 azioni UC vs. 1 azione Capitalia);

Il livello delle sinergie attese

- c) le sinergie annunciate (che sono in linea con le nostre aspettative) sono state valutate da una parte del mercato come troppo aggressive, perché molti investitori stimavano al massimo €7/800mn; tutto ciò a dispetto di numeri che sono del tutto in linea con altre operazioni di aggregazione presentate in tempi recenti;

Grafico 3: sinergie annunciate in occasione di altri recenti deal domestici

Fonte: Unicredit/Capitalia, Merger Presentation

I timori sull'asset quality di Capitalia

- d) da parte di molti investitori permangono preoccupazioni sull'asset quality di Capitalia, anche se non si capisce perché ciò rappresenti un aspetto cruciale adesso e non sia emerso all'attenzione degli investitori nel corso degli ultimi mesi, visto che anche Capitalia è una società quotata. Probabilmente alcuni investitori temono che UC abbia pagato un prezzo troppo alto anche alla luce di un possibile futuro intervento di write-off dei crediti problematici di Capitalia. In ogni caso, come si evince dalla successiva tabella 10, se la qualità dell'attivo di Capitalia risulta decisamente inferiore rispetto a quella del gruppo Unicredit, il grado di copertura dei crediti problematici è molto superiore (a fine 2006 il Problem Loans total coverage di Capitalia era del 57%, vs. il 49% di Unicredit). Non dobbiamo inoltre dimenticare che anche in occasione dell'operazione HVB numerosi investitori esprimevano timori sui rischi di brutte sorprese dalla due diligence sugli attivi della banca acquisita. Riteniamo peraltro che il management continuerà a seguire la strategia già intrapresa con HVB, optando per cessioni di crediti problematici, anche in funzione del riequilibrio dei coefficienti patrimoniali.

Tabella 10: Asset Quality

Asset quality (2006A)	UC	CAP
Customer loans	441,320	96,035
<i>Provisioning rate</i>	<i>0.51%</i>	<i>0.50%</i>
Net write-downs of CL	2,233	484
Shareholders' equity	38,468	9,717
Gross Non Performing Loans	17,698	10,234
Write-downs	-10,886	-6,901
Net NPLs	6,812	3,332
Gross Watchlist	4,847	1,356
Write-downs	-1,259	-385
Net watchlist	3,588	971
Gross restructured/ing loans	4,394	529
Write-downs	-1,388	-60
Net restructured/ing L.	3,006	468
Other det./expired	1,016	838
Write-downs	-146	-27
Others in balance-sheet	870	811
In-balance sheet problem loans	27,955	12,957
Write-downs	-13,679	-7,374
Total in-balance sheet PL	14,276	5,583
<i>NPLs ratio</i>	<i>1.5%</i>	<i>3.5%</i>
<i>Problem loans ratio</i>	<i>3.2%</i>	<i>5.8%</i>
<i>NPLs coverage</i>	<i>61.5%</i>	<i>67.4%</i>
<i>Problem Loans coverage</i>	<i>48.9%</i>	<i>56.9%</i>
<i>NPLs/Shareholders Equity</i>	<i>17.7%</i>	<i>34.3%</i>
<i>Problem Loans/Shareholders Equity</i>	<i>37.1%</i>	<i>57.5%</i>

Fonte: bilanci Unicredit, e Capitalia, elaborazioni Centrosim

Valutazione a €8.20, adottando criteri prudenti

Il target price sale da €8,0 a €8,2 per azione., adottando stime molto prudenti...

La nostra impressione è che il mercato stia sottostimando le potenzialità dell'aggregazione tra Unicredit e Capitalia. Se inserissimo nel DDM a tre stadi le stime riportate nella tabella 4 a pagina 4, attualizzando i dividendi attesi ad un Cost of Equity del 10,1%, perverremmo ad una valutazione di Unicredit post aggregazione di €8,9 per azione.

Per il momento, tuttavia, in attesa di conoscere più nel dettaglio il Piano Industriale del nuovo gruppo, preferiamo adottare un approccio alla valutazione più prudente, sommando i valori standalone delle due banche (quello di Unicredit si basa su stime 2009 molto conservative: utile netto 2009E di €7,1md circa, +2,5% sul 2008; vs. un consensus di €7,9md, fonte JCF/Factset) e l'NPV delle sinergie (inclusi i capital gains potenziali sui surplus assets più importanti), così come dettagliato nella tabella 8 di pagina 6.

... e, dopo il recente calo della quotazione, il rating passa da NEUTRAL, MR a BUY, MR

Adottando tale metodologia, perveniamo ad una valutazione di €8,2 per azione, superiore di 20bp al nostro precedente target price di Unicredit. Di conseguenza, dopo il forte calo di prezzo subito dal titolo al momento dell'annuncio del deal, rivediamo il rating su Unicredit da NEUTRAL, MR a BUY, MR.

Essendo ormai noto il rapporto di concambio tra i due titoli, alziamo anche il target price di Capitalia da €8,2 a €9,2 (ricavato dal prodotto tra il nuovo TP di Unicredit e lo swap ratio: 8,2 x 1,12), mantenendo il rating BUY, MR sul titolo.

Tabella 11: determinazione dei target price di Unicredit e Capitalia

New UC target price	
UC standalone valuation (€mn)	83,505
CAP standalone valuation (€mn)	19,214
NPV of exp. synergies (€mn)	6,236
Total EFV after merger (€mn)	108,955
N. shares after merger (mn)	13,346
TP after merger (€)	8.2

New CAP target price	
UC target price (€)	8.2
Swap ratio (N. UC sh : 1 CAP sh.)	1.12
Target Price (€)	9.2

Fonte: stime Centrosim

UNICREDIT GROUP					
Income statement (€mn)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
Basic Net Interest Income	11,281	12,155	12,959	14,382	15,680
Dividends	758	705	730	740	749
Net Interest Income	12,039	12,860	13,689	15,122	16,430
Net commission income	7,435	8,348	8,940	9,546	10,110
Trading income	1,530	1,922	2,050	1,980	2,178
Other net revenues	-154	334	385	409	436
Non Interest Income	8,811	10,604	11,374	11,936	12,725
Total Income	20,850	23,464	25,064	27,058	29,154
Labour cost	-7,452	-7,845	-8,041	-8,242	-8,448
Other administrative costs	-4,077	-4,146	-4,229	-4,313	-4,400
Gross Operating Income	9,321	11,473	12,794	14,502	16,307
Depreciation	-1,333	-1,267	-1,385	-1,392	-1,399
Operating Income	7,988	10,206	11,409	13,110	14,908
Net write-downs of loans	-2,273	-2,233	-2,251	-2,372	-2,550
Net write-downs of fin.investm.	0	0	0	0	0
Other net provisions	-252	-473	-200	-150	-150
Operating profit	5,463	7,500	8,958	10,588	12,208
Extraordinary items	104	710	-15	0	0
Pre-tax profit	5,567	8,210	8,943	10,588	12,208
Tax	-1,710	-2,138	-2,325	-2,859	-4,151
Income from discontinued operations	69	56	0	0	0
Minorities	-548	-680	-709	-837	-990
Net profit	3,378	5,448	5,908	6,892	7,068
Restated net profit	3,205	4,867	5,919	6,892	7,068
Balance sheet (€mn)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
Customers loans	425,277	441,320	474,375	509,953	527,801
Due from banks	76,099	83,715	97,022	110,772	117,649
Securities	234,537	247,723	250,200	252,702	255,229
Equity Investments	3,438	3,000	2,885	2,885	2,885
Tangible & intangible assets	21,178	21,951	22,011	22,072	22,133
Other assets	26,799	25,575	26,693	28,679	29,666
Total assets	787,328	823,284	873,186	927,062	955,363
Customer deposits & Sec. Issued	462,226	495,255	530,860	569,083	587,362
Due to banks	141,682	145,683	145,683	145,683	145,683
Other ISL liabilities	108,223	105,711	113,311	121,469	125,371
Reserves and other liabilities	35,717	33,893	36,478	39,167	40,779
Minority interests	4,237	4,274	4,983	5,821	6,810
Shareholders' Equity	35,199	38,468	41,871	45,840	49,358
Liabilities & Sh.Equity	787,284	823,284	873,186	927,062	955,363
Other BS figures (€mn)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
Direct deposits	462,226	495,255	530,860	569,083	587,362
Assets under custody	195,000	202,800	210,912	219,348	228,122
Assets under management	224,000	245,900	254,507	263,414	272,634
Indirect deposits	419,000	448,700	465,419	482,763	500,756
Total deposits	881,226	943,955	996,279	1,051,845	1,088,118
Business volume	1,306,503	1,385,275	1,470,654	1,561,798	1,615,919
Financial ratios (%, x)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
Cash Cost/Income ratio	55.3%	51.1%	49.0%	46.4%	44.1%
Cost/Income ratio	61.7%	56.5%	54.5%	51.5%	48.9%
Cost of risk	0.53%	0.51%	0.51%	0.50%	0.50%
Tax rate	30.7%	26.0%	26.0%	27.0%	34.0%
ROE	9.4%	14.6%	14.7%	15.7%	14.8%
RORWAs	0.81%	1.30%	1.35%	1.47%	1.41%
Core Tier1 ratio	5.3%	5.8%	6.2%	6.5%	6.9%
Tier1 ratio	6.7%	7.0%	7.3%	7.5%	7.9%
Total Capital ratio	10.2%	10.5%	10.6%	10.6%	10.8%
NPL's ratio	1.6%	1.5%	1.3%	1.1%	1.1%

UNICREDIT GROUP					
Per share figures (€, mn)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
Number of ordinary shares (YE)	10,368.8	10,416.5	10,416.5	10,416.5	10,416.5
Number of sav. shares (YE)	21.7	21.7	21.7	21.7	21.7
Total number of shares (YE)	10,390.6	10,438.2	10,438.2	10,438.2	10,438.2
Average number of shares	10,390.6	10,414.4	10,438.2	10,438.2	10,438.2
Core revenues per share	1.80	1.97	2.10	2.29	2.47
Revenues per share	2.01	2.25	2.40	2.59	2.79
Gross Cash Flow per share	0.90	1.10	1.23	1.39	1.56
Operating Income per share	0.77	98%	1.09	1.26	1.43
Operating profit per share	0.53	0.72	0.86	1.01	1.17
EPS reported	0.33	0.52	0.57	0.66	0.68
EPS adjusted	0.31	0.47	0.57	0.66	0.68
CEPS	0.45	0.64	0.70	0.79	0.81
CEPS adjusted	0.44	0.59	0.70	0.79	0.81
BVPS	3.39	3.69	4.01	4.39	4.73
Dividend ord.	0.220	0.240	0.280	0.340	0.390
Growth rates (%)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
Core Revenues per share	n.a.	9.3%	6.6%	9.3%	7.8%
Revenues per share	n.a.	12.3%	6.6%	8.0%	7.7%
Gross Cash Flow per share	n.a.	22.8%	11.3%	13.4%	12.4%
Operating income per share	n.a.	27.5%	11.5%	14.9%	13.7%
Operating profit per share	n.a.	37.0%	19.2%	18.2%	15.3%
EPS	n.a.	60.9%	8.2%	16.7%	2.5%
EPS adjusted	n.a.	51.5%	21.3%	16.4%	2.5%
CEPS	n.a.	42.2%	8.4%	13.6%	2.2%
CEPS adjusted	n.a.	34.9%	18.8%	13.4%	2.2%
BVPS	n.a.	8.8%	8.8%	9.5%	7.7%
Dividend ord.	n.a.	9.1%	16.7%	21.4%	14.7%
Market valuation (€, €mn)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
Price ord. (current, average)	4.60	7.08	7.08	7.08	7.08
Price sav. (current, average)	3.56	7.30	7.30	7.30	7.30
Total Market Cap. (€mn)	47,774	73,897	73,897	73,897	73,897
Total dividend distributed (€mn)	2,286	2,505	2,923	3,549	4,071
Consolidated payout ratio (%)	68%	46%	49%	51%	58%
Market ratios (x, %)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
P/E reported	14.1	13.5	12.5	10.7	10.5
P/E adjusted	14.9	15.1	12.5	10.7	10.5
P/CE	10.1	11.0	10.1	8.9	8.7
P/CE adjusted	10.5	12.0	10.1	8.9	8.7
P/BV	1.4	1.9	1.8	1.6	1.5
Dividend yield ord.	4.8%	3.4%	4.0%	4.8%	5.5%
P/Core Revenues	2.6	3.6	3.4	3.1	2.9
P/Revenues	2.3	3.1	2.9	2.7	2.5
P/CF	5.1	6.4	5.8	5.1	4.5
P/OI	6.0	7.2	6.5	5.6	5.0
P/OP	8.7	9.8	8.2	7.0	6.1

CAPITALIA					
Income statement (€mn)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
Basic Net Interest Income	2,534	2,838	3,123	3,354	3,565
Dividends	152	204	220	262	266
Net Interest Income	2,686	3,042	3,343	3,616	3,831
Net commission income	1,665	1,723	1,901	2,106	2,197
Trading income	487	496	450	455	464
Other net revenues	319	271	302	328	344
Non Interest Income	2,471	2,490	2,653	2,889	3,004
Total Income	5,157	5,532	5,996	6,505	6,835
Labour cost	-1,922	-1,988	-2,038	-2,089	-2,141
Other administrative costs	-1,060	-1,046	-1,098	-1,153	-1,188
Gross Operating Income	2,175	2,498	2,860	3,263	3,507
Depreciation	-171	-199	-188	-189	-190
Operating Income	2,004	2,299	2,672	3,074	3,316
Net write-downs of loans	-407	-484	-480	-531	-560
Net write-downs of fin.investm.	-48	-13	0	0	0
Other net provisions	-134	-121	-100	-100	-100
Operating profit	1,415	1,682	2,092	2,444	2,657
Extraordinary items	83	142	0	0	0
Pre-tax profit	1,498	1,824	2,092	2,444	2,657
Tax	-461	-659	-753	-880	-956
Income from discontinued operations	5	0	0	0	0
Minorities	-7	-3	-3	-4	-4
Net profit	1,035	1,162	1,335	1,560	1,696
Restated net profit	947	1,071	1,335	1,560	1,696
Balance sheet (€mn)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
Customers loans	82,381	96,035	106,118	111,955	118,112
Due from banks	18,578	12,511	13,414	14,232	15,062
Securities	18,948	15,090	15,241	15,394	15,548
Equity Investments	777	482	482	482	482
Tangible & intangible assets	4,280	4,645	4,661	4,677	4,692
Other assets	9,112	8,412	9,266	9,773	10,308
Total assets	134,077	137,175	149,183	156,512	164,204
Customer deposits & Sec. Issued	90,206	96,754	106,645	112,228	118,105
Due to banks	21,896	17,370	17,370	17,370	17,370
Other ISL liabilities	5,063	4,852	5,348	5,628	5,923
Reserves and other liabilities	7,943	8,427	9,281	9,859	10,458
Minority interests	179	55	58	62	65
Shareholders' Equity	8,789	9,717	10,481	11,366	12,284
Liabilities & Sh.Equity	134,077	137,175	149,183	156,512	164,204
Other BS figures (€mn)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
Direct deposits	90,206	96,754	106,645	112,228	118,105
Assets under custody	72,800	75,000	76,500	78,030	79,591
Assets under management	50,600	51,944	53,762	55,644	57,591
Indirect deposits	123,400	126,944	130,262	133,674	137,182
Total deposits	213,606	223,698	236,907	245,902	255,286
Business volume	295,988	319,733	343,025	357,856	373,399
Financial ratios (%, x)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
Cash Cost/Income ratio	57.8%	54.8%	52.3%	49.8%	48.7%
Cost/Income ratio	61.1%	58.4%	55.4%	52.7%	51.5%
Cost of risk	0.49%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
Tax rate	30.8%	36.1%	36.0%	36.0%	36.0%
ROE	13.3%	13.2%	13.7%	14.9%	14.9%
RORWAs	1.16%	1.21%	1.24%	1.34%	1.37%
Core Tier1 ratio	6.3%	6.2%	6.3%	6.6%	7.0%
Tier1 ratio	6.3%	6.2%	6.3%	6.6%	7.0%
Total Capital ratio	9.6%	10.3%	10.0%	10.2%	10.3%
NPL's ratio	3.9%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%

CAPITALIA	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
Per share figures (€, mn)					
Number of ordinary shares (YE)	2,515.1	2,596.1	2,596.5	2,596.5	2,596.5
Total number of shares (YE)	2,515.1	2,596.1	2,596.5	2,596.5	2,596.5
Average number of shares	2,515.1	2,555.6	2,596.3	2,596.5	2,596.5
Core revenues per share	1.67	1.78	1.94	2.10	2.22
Revenues per share	2.05	2.16	2.31	2.51	2.63
Gross Cash Flow per share	0.86	0.98	1.10	1.26	1.35
Operating Income per share	0.80	0.90	1.03	1.18	1.28
Operating profit per share	0.56	0.66	0.81	0.94	1.02
EPS reported	0.41	0.45	0.51	0.60	0.65
EPS adjusted	0.38	0.42	0.51	0.60	0.65
CEPS	0.48	0.53	0.59	0.67	0.73
CEPS adjusted	0.44	0.50	0.59	0.67	0.73
BVPS	3.49	3.74	4.04	4.38	4.73
Dividend ord.	0.200	0.220	0.260	0.300	0.330
Growth rates (%)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
Core Revenues per share	-	6.9%	8.4%	8.7%	5.5%
Revenues per share	-	5.6%	6.7%	8.5%	5.1%
Gross Cash Flow per share	-	13.0%	12.7%	14.1%	7.5%
Operating income per share	-	12.9%	14.4%	15.0%	7.9%
Operating profit per share	-	17.0%	22.4%	16.8%	8.7%
EPS	-	10.5%	13.1%	16.8%	8.7%
EPS adjusted	-	11.3%	22.7%	16.8%	8.7%
CEPS	-	11.0%	10.2%	14.8%	7.8%
CEPS adjusted	-	11.8%	18.1%	14.8%	7.8%
BVPS	-	7.1%	7.9%	8.4%	8.1%
Dividend ord.	-	10.0%	18.2%	15.4%	10.0%
Market valuation (€, €mn)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
Price ord. (current, average)	4.31	7.84	7.84	7.84	7.84
Total Market Cap. (€mn)	10,840	20,346	20,349	20,349	20,349
Total dividend distributed (€mn)	503	571	675	779	857
Consolidated payout ratio (%)	49%	49%	51%	50%	51%
Market ratios (x, %)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
P/E reported	10.5	17.2	15.2	13.0	12.0
P/E adjusted	11.4	18.7	15.2	13.0	12.0
P/CE	9.0	14.7	13.4	11.6	10.8
P/CE adjusted	9.7	15.8	13.4	11.6	10.8
P/BV	1.2	2.1	1.9	1.8	1.7
Dividend yield ord.	4.6%	2.8%	3.3%	3.8%	4.2%
P/Core Revenues	2.6	4.4	4.0	3.7	3.5
P/Revenues	2.1	3.6	3.4	3.1	3.0
P/CF	5.0	8.0	7.1	6.2	5.8
P/OI	5.4	8.7	7.6	6.6	6.1
P/OP	7.7	11.9	9.7	8.3	7.7

ANALYST CERTIFICATION

Questa pubblicazione è stata realizzata da **LUCA COMI**, responsabile dell'Equity Research di Centrosim.

Si certifica che le opinioni espresse sulle società menzionate nel presente documento rispecchiano le personali opinioni dell'analista e che nessuna diretta o indiretta ricompensa è stata, né verrà, ricevuta dall'analista a seguito delle suddette opinioni espresse.

DISCLAIMER

Il presente documento è stato redatto da Centrosim, Società di Intermediazione Mobiliare iscritta al n. 32 dell'albo di cui all'art. 20 comma 1 del D. Lgs n. 58/98 (delibera Consob n.11761 del 22/12/98), in conformità a quanto previsto dall'art.69 del Regolamento Consob n. 11971/99 e della Delibera Consob n. 6027054, del 28/3/2006.

Centrosim non ha uno specifico interesse riguardo all'emittente, agli strumenti finanziari o alle operazioni oggetto di analisi.

Le notizie e i dati utilizzati nel presente documento, provengono da informazioni fornite al pubblico dalla società in oggetto e/o da altra documentazione di pubblico dominio. Centrosim SpA non risponde dell'accuratezza, completezza, precisione e imparzialità di tali dati e notizie. Il presente documento è stato redatto in via autonoma e indipendente e senza la collaborazione della società oggetto di analisi ovvero di società ad essa collegate da un rapporto di partecipazione o di controllo. Il presente documento è stato redatto da un analista finanziario dell'Equity Research Department di Centrosim SpA, il cui nominativo è ivi indicato. In nessun caso la società e l'analista, in qualità di autore dello studio, potranno essere ritenuti responsabili (per colpa o altrimenti) per danni derivanti dall'utilizzo delle informazioni ovvero opinioni in esso riportate. Il presente documento ha esclusivamente finalità informative e non può essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi, né pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi finalità. Questo documento non costituisce proposta di acquisto, né intende sollecitare l'acquisto o la vendita dei titoli in oggetto. I destinatari del presente documento sono vincolati ad osservare le limitazioni sopra riportate.

Centrosim intende dare copertura al titolo con continuità, secondo una cadenza temporale dipendente dalle circostanze ritenute rilevanti (eventi societari, cambi di raccomandazione, ecc.). La tabella successiva illustra le raccomandazioni emesse sul titolo nel corso degli ultimi 12 mesi.

Data	Raccomandazione	Target price (€)	Commento
------	-----------------	---------------------	----------

UNICREDIT

26/05/2006	Neutral, MR	6.40
19/07/2006	Buy, MR	7.15
07/08/2006	Buy, MR	7.30
15/11/2006	Buy, MR	7.60
26/03/2007	Buy, MR	8.10
23/04/2007	Neutral, MR	8.00
22/05/2007	Buy, MR	8.20

CAPITALIA

22/05/2006	Neutral, MR	6.90
11/09/2006	Neutral, MR	7.30
14/11/2006	Neutral, MR	7.40
21/02/2007	U.R.	U.R.
26/02/2007	Buy, MR	7.60
14/05/2007	Buy, MR	8.20
22/05/2007	Buy, MR	9.20

Le versioni italiana ed inglese di questo studio sono state distribuite tramite posta elettronica a partire dalla data indicata sul documento a circa 600 investitori professionali italiani ed esteri. Il documento è disponibile in formato elettronico sul sito Internet di Centrosim, nella sezione accessibile esclusivamente tramite password ad investitori istituzionali italiani ed esteri.

RATING SYSTEM

Per ogni livello di rischio:

- il rating **BUY** viene assegnato qualora esista un scostamento tra prezzo corrente e target price superiore al tasso benchmark decennale lordo più un livello fisso di extra-rendimento richiesto (crescente all'aumentare del grado di rischio che l'analista attribuisce al titolo);
- il rating **SELL** viene assegnato qualora esista un scostamento tra prezzo corrente e target price inferiore al tasso benchmark decennale lordo;
- il rating **NEUTRAL** viene assegnato qualora lo scostamento tra prezzo corrente e target price si collochi all'interno delle fasce individuate secondo i criteri precedenti.

La logica di fondo della metodologia utilizzata per l'assegnazione del rating:

1. collega parzialmente la definizione del rating da assegnare al titolo al livello corrente dei tassi di mercato;
2. individua una fascia ristretta entro la quale l'analista esprime una raccomandazione neutrale.

La griglia dei rating è riportata dalla successiva tabella (FRR = Free Risk Rate, approssimato dal tasso benchmark decennale lordo).

Rating table upside potential	High Risk	Medium Risk	Low Risk
	HR	MR	LR
BUY	> FRR+10%	> FRR+5%	> FRR+3,5%
NEUTRAL	FRR - FRR+10%	FRR - FRR+5%	FRR - FRR+3,5%
SELL	< FRR	< FRR	< FRR
U.R.	Recommendation/T.P. Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Il rating è determinato sulla base del **ritorno assoluto atteso a 12 mesi** e non sulla base dell'over/underperformance stimata rispetto a un indice di mercato. In questo modo, una volta definita la classe di rischio nella quale l'analista fa rientrare un titolo, è possibile legare direttamente il rating allo scostamento percentuale atteso tra prezzo corrente e target price.