



Company Key Data	2004A	2005A	2006E	2007E
Total Income (€ mil)	1,444.1	1,619.9	1,735.7	1,862.5
Net Income (€ mil)	127.6	258.8	354.0	342.8
EPS Adjusted Fully Diluted (€)	0.35	0.59	0.80	0.78
BVPS (€)	4.23	6.66	7.32	7.90
P/E (x)	28.5	17.1	12.5	12.9
P/BVPS (x)	2.2	1.4	1.3	1.2
Dividend Ord (€)	0.13	0.15	0.21	0.25
Dividend Yield (%)	1.3%	1.5%	2.1%	2.5%

Fonte: dati societari, stime Equity Research Banca Intesa

* Prezzo di chiusura al giorno precedente la data di emissione della nota.

Company Data	Ords
N. of Shares (mil):	415
Market Price (€):	10.02
Target Price (€):	10.20
Target Upside:	2%
Previous Target (€):	10.0

Market Data	
Market Cap (€ mil)	4,158.6
Free Float (%)	100
12 m Hi/Lo (€)	10.99 / 7.83
Average Volumes (1m)	3,391.9

Other Info	
Sector	Banks
Reuters Code	PMII.MI
Bloomberg Code	BPM IM
Mibtel Index	27,994

Performance (%)	Abs	Rel
1 month	0.2	4.3
3 months	-6.4	-4.7
12 months	22.4	6.3

May 19, 2006

Manuela Meroni +39 02 8021 5937
manuela.meroni@bancaintesa.it

Spread e commissioni sospingono il 1Q06

- Risultati 1Q06 superiori alle attese.** BPM ha chiuso il primo trimestre 2006 con risultati superiori alle attese sia a livello operativo che di bottom line: il margine operativo lordo ha raggiunto i 185 € mil, in crescita del 27% y/y (il 28% sopra le nostre attese) e l'utile netto i 96 € mil in crescita del 26% y/y (contro i 67 € mil stimati).

- Forte crescita del margine d'interesse e delle commissioni.** Le principali differenze rispetto alle nostre stime derivano da un andamento migliore del margine d'interesse e delle commissioni nette. Il margine d'interesse ha fatto segnare un progresso del 3,7% y/y, in crescita anche rispetto al 4Q05 non solo grazie all'effetto volumi (+2,1% q/q e +12,1% y/y), ma anche grazie da un significativo aumento dello spread rispetto al 4Q05 (+12 bp), recuperando parte del premio cui storicamente BPM ha beneficiato rispetto alla media di mercato (11 bp). Le commissioni nette sono cresciute del 19,9% y/y, attestandosi l'8% sopra le attese, sospinti dalla crescita del risparmio gestito (+8,4% y/y) e da 14 € mil di upfront fees, non facilmente ripetibili nei prossimi trimestri.

- Costi operativi sotto controllo.** I costi operativi sono sotto controllo (+0,1% y/y) per un cost income del 58,5%. La qualità dell'attivo rimane a livelli di eccellenza (NPL ratio allo 0,5%), con un costo del rischio annualizzato di 34 bp (inferiore alle nostre attese per fine anno).

- Risultati sostenibili che ancora non incorporano one-off positivi attesi per il 2006.** I risultati appaiono forti e sostenuti da ricavi core, prevalentemente di natura ricorrente. Riteniamo che la crescita dello spread rallenterà nei prossimi trimestri nonostante gli attesi rialzi dei tassi a causa di un progressivo restringimento del mark-up dopo gli ottimi risultati ottenuti nel 1Q06; le nostre attese sul margine d'interesse nel 2006 (+11% y/y) sono comunque superiori alle guidances della società (+8% y/y nel 2006), che appaiono conservative sulla base dei risultati del 1Q06 e della dinamica positiva attesa sui tassi d'interesse. Ricordiamo inoltre che l'esercizio 2006 beneficerà della plusvalenza sulla cessione del 46% di BPM Vita a Fondiaria-Sai (60 € mil) e sulla vendita del grattacielo Galfa (25 € mil) che saranno contabilizzate nei prossimi trimestri.

- Revisione del target da 10,0 € a 10,2 €.** Abbiamo rivisto al rialzo le nostre stime dell'8% sul 2006, confermando sostanzialmente quelle per il biennio successivo. Abbiamo conseguentemente rivisto la nostra valutazione fully diluted, sulla base della somma delle parti da 10.0 € a **10.2 €**. La presentazione del piano industriale prevista per luglio potrebbe costituire un newsflow positivo per il titolo. Manteniamo il rating di **HOLD**.

Tabella 1: BPM - Risultati 1Q06

	1Q05PF	1Q06A	1Q06E	y/y chg
Interest Net Income	193	200	187	3.7%
Dividends & trading profits	41	53	40	29.0%
Net commissions	134	161	149	19.9%
Other operating income, net	33	30	27	-8.7%
Income from insurance operations	5	2	11	-54.0%
Total Income	406	446	415	9.9%
Staff expenses	161	161	161	0.2%
General and administrative expenses	79	79	89	-0.1%
Depreciation of tangible and intangible assets	21	21	20	0.2%
Total operating expenses	260	261	270	0.1%
Gross operating profit	145	185	144	27.3%
Provisions for liabilities and risks	19	9	5	-54.3%
Value adjustments on loans	7	12	26	61.4%
Net operating profit	119	164	113	38.0%
Realised gains and losses on sales of assets	1	1	0	-51.6%
Profit before tax	120	165	113	37.0%
Income taxes	45	67	44	49.1%
Income/loss pertaining to minority interests	1	2	2	51.3%
Profit from discontinued operations	2	0	0	-94.1%
Net profit	77	96	67	25.7%

Fonte: dati societari, stime Equity Reserach Banca Intesa

Tabella 2: BPM - Stime 2006-2008

	2005A	2006E	2007E	2008E
Interest net income	736	824	905	1,001
Dividends & trading profits	178	159	162	165
Net commissions	544	599	635	673
Other operating income, net	128	119	124	129
Income from insurance operations	34	35	36	38
Total income	1,620	1,736	1,863	2,006
Staff expenses	657	659	672	685
General and administrative expenses	348	348	355	362
Depreciation of tangible and intangible assets	91	92	94	96
Total operating expenses	1,097	1,099	1,121	1,144
Gross operating profit	523	636	741	863
Provisions for liabilities and risks	16	34	34	34
Value adjustments on loans	98	110	121	133
Value adjustments on financial assets	-6	0	0	0
Net operating profit	416	492	586	695
Realised gains and losses on sales of assets	0	61	0	0
Profit before tax	416	553	586	695
Income taxes	159	216	234	278
Income/loss pertaining to minority interests	7	8	9	9
Profit from discontinued operations	9	25	0	0
Net profit	259	354	343	408

60 € mil: plusvalenza
cessione 46% BPM Vita25 € mil: plusvalenza
netta cessione
grattacielo Galfa

Fonte: dati societari, stime Equity Reserach Banca Intesa

Tabella 3: BPM - Somma delle parti

	Value € mil	Method	Per share €	Weight %
Traditional banking activity	3,200	EVA	7.3	71.0
Asset Management	958	Discounted earnings	2.2	21.2
Life business	104	Appraisal Value	0.2	2.3
Investment banking	138	ROE-COE	0.3	3.1
Excess capital	205	Book value	0.5	4.6
(-) minorities	-97	Book value	-0.2	-2.1
Total value	4,509	Value per share	10.2	

Fonte: dati societari, stime Equity Reserach Banca Intesa

Tabella 4: BPM - Multipli

	2005	2006	2007	2008
P/E	17.1	16.4	12.9	10.8
P/BV	1.4	1.3	1.2	1.1
ROE	9.6%	12.2%	10.8%	11.9%
Multipli al target	2005	2006	2007	2008
P/E on target price	17.4	16.8	13.2	11.0
P/BV on target price	1.4	1.3	1.2	1.1
ROE	9.6%	12.2%	10.8%	11.9%
Media Europea	2005	2006	2007	2008
P/E	13.5	12.0	10.8	9.7
P/BV	2.3	2.0	1.8	1.6
ROE	17.4%	17.6%	17.6%	17.2%

Fonte: dati societari, stime Equity Reserach Banca Intesa

BANCA POPOLARE MILANO						May 19, 06
IAS compliant (*)						
Sector:	Banks			Mkt Price (€)	Target (€)	Rating
Datavpe:	Bank		Ordinarv	10.02	10.20	Hold
REUTERS CODE	PMII.MI					
Values per Share (€)	2002A	2003A	2004A	2005A (*)	2006E (*)	2007E (*)
No. Ordinary Shares (mil)	384	386	415	415	415	415
No. NC Saving/Preferred Shares (mil)	-	-	-	-	-	-
Total No. of Equivalent Shares (mil)	384	386	415	415	415	415
Total No. of Shares Fully Diluted (mil)	384	386	441	441	441	441
EPS Adjusted	0.29	0.23	0.36	0.62	0.85	0.83
EPS Adjusted Fully Diluted	0.29	0.23	0.35	0.59	0.80	0.78
BVPS	3.97	4.40	4.23	6.66	7.32	7.90
TIPS	3.42	3.39	3.48	3.90	4.18	4.49
GOPPS	0.98	0.92	0.97	1.26	1.53	1.79
Dividend Ord	0.12	0.12	0.13	0.15	0.21	0.25
Dividend SAV Nc	-	-	-	-	-	-
Income Statement (€ mil)	2002A	2003A	2004A	2005A	2006E	2007E
Net Interest Income	750.2	703.3	759.5	736.0	823.6	905.2
Total Income	1,315.8	1,307.5	1,444.1	1,619.9	1,735.7	1,862.5
Gross Operating Income	377.7	353.7	402.3	523.4	636.4	741.2
Operating Income	232.7	217.1	272.0	415.8	492.1	585.9
Pretax Income	125.2	114.0	179.2	415.8	553.1	585.9
Net Income	127.6	67.9	127.6	258.8	354.0	342.8
Adj. Net Income	109.8	88.8	145.4	258.8	269.0	342.8
Composition of Total Income (%)	2002A	2003A	2004A	2005A	2006E	2007E
Net Interest Income	57.0	53.8	52.6	45.4	47.5	48.6
Trading Income	0.4	2.1	2.8	11.0	9.2	8.7
Commission Income	34.8	36.1	36.1	33.6	34.5	34.1
Balance Sheet (€ mil)	2002A	2003A	2004A	2005A	2006E	2007E
Total Assets	32,535	32,479	34,670	37,847	40,278	41,950
Customers Loans	15,901	17,077	20,026	22,573	24,491	26,940
Securities	6,792	7,392	6,213	5,705	5,833	5,963
Customers Deposits	10,390	15,619	16,330	18,212	20,035	20,924
Securities Issued	4,440	4,044	5,606	5,886	6,180	6,489
Shareholders' Funds	2,208	2,349	2,519	2,906	3,253	3,548
Net Equity Adj.	1,526	1,700	1,865	2,936	3,227	3,482
Assets under Management	14,667	16,524	18,558	20,440	21,941	23,697
Stock Market Ratios	2002A	2003A	2004A	2005A	2006E	2007E
P/E adj.f.d.	35.1x	43.5x	28.5x	17.1x	12.5x	12.9x
P/BVPS adj.	2.5x	2.3x	2.2x	1.4x	1.3x	1.2x
P/TI	2.9x	3.0x	2.9x	2.6x	2.4x	2.2x
P/GOP	10.2x	10.9x	10.3x	7.9x	6.5x	5.6x
Dividend Yield (%)	1.2%	1.2%	1.3%	1.5%	2.1%	2.5%
P/Branches	6.2x	6.2x	5.7x	5.7x	5.7x	5.7x
Profitability & Financial Ratios	2002A	2003A	2004A	2005A	2006E	2007E
Adj ROE (%)	7.2%	5.5%	8.2%	10.8%	11.5%	10.2%
ROE (%)	5.8%	3.0%	5.2%	9.5%	11.5%	10.1%
ROA	0.4%	0.2%	0.4%	0.7%	0.9%	0.8%
Tax Rate (%)	-2.3%	46.9%	37.3%	38.2%	39.0%	40.0%
Cost Income Ratio	71.3%	72.9%	72.1%	67.7%	63.3%	60.2%
Net Commission/ Total Costs	48.9%	49.5%	50.0%	49.6%	54.5%	56.6%
Net Commission/ Staff Costs	85.4%	85.8%	86.2%	82.9%	90.9%	94.5%
NPL/ Total Loans	0.72%	0.75%	0.74%	0.69%	0.69%	0.66%
NPL/ Shareholders' Funds	5.2%	5.5%	5.9%	5.3%	5.2%	5.1%
Loans Loss Provisions/Loans	0.9%	0.0 bp	0.0 bp	0.0 bp	0.0 bp	0.0 bp
Tier 1 (%)	6.4%	7.0%	6.4%	6.7%	7.0%	7.2%
P&L Growth		2003A	2004A	2005A	2006E	2007E
Total Income (%)		-0.6%	10.4%	12.2%	7.1%	7.3%
Operating Income (%)		-6.7%	25.3%	52.9%	18.3%	19.1%
Pretax Income (%)		-9.0%	57.1%	132.1%	33.0%	5.9%
Net Income (%)		-46.8%	87.9%	102.8%	36.8%	-3.2%
Adj. Net Income (%)		-19.1%	63.7%	78.0%	36.8%	-3.2%
BS Growth		2003A	2004A	2005A	2006E	2007E
Customers Loans (%)		7.4%	17.3%	12.7%	8.5%	10.0%
Customers Deposits (%)		50.3%	4.6%	11.5%	10.0%	4.4%
Securities Issued (%)		-8.9%	38.6%	5.0%	5.0%	5.0%
Shareholders' Funds (%)		6.4%	7.2%	15.4%	11.9%	9.1%
Assets under Management (%)		12.7%	12.3%	10.1%	7.3%	8.0%
Statistics	2002A	2003A	2004A	2005A	2006E	2007E
Employees (Avg)	8,038	7,993	8,542	8,378	8,378	8,378
Branches	617	627	725	736	736	736

Fonte: dati societari, stime Equity Research Banca Intesa



Date	Rating	Tp	Mkt Price
3-Mar-05	HOLD	5.40	6.62
9-May-05	HOLD	5.40	7.62
30-Jun-05	HOLD	7.40	8.26
16-Sep-05	HOLD	7.40	8.41
7-Nov-05	HOLD	7.40	8.18
23-Nov-05	HOLD	8.90	8.35
27-Mar-06	HOLD	10.00	10.22
9-May-06	HOLD	10.00	10.33

Nelle proprie raccomandazioni Banca Intesa utilizza il seguente sistema di giudizi dei quali viene sinteticamente riportato il significato:

BUY: se il Target Price è superiore del 20% al Prezzo di mercato.

ADD: se il Target Price è compreso tra il +10% e +20% del Prezzo di mercato.

HOLD: se il Target Price è compreso tra -10% e +10% del Prezzo di mercato.

REDUCE: se il Target Price è compreso tra -20% e -10% del Prezzo di mercato.

SELL: se il Target Price è inferiore a -20% al Prezzo di mercato.

L'intervallo temporale entro cui si ritiene che il prezzo del titolo possa raggiungere il Target Price è pari ad 1 anno"

"Il presente documento è stato preparato, nell'ambito della propria attività di ricerca, studi e analisi da Banca Intesa S.p.A. ("Banca Intesa") banca di diritto italiano iscritta all'Albo delle Banche al n. 5361 e capogruppo del "Gruppo Intesa" iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari, autorizzata da Banca d'Italia alla prestazione dei servizi di investimento. Il presente studio è distribuito da Caboto ed Intesatrade ad operatori qualificati e non, a partire dal giorno stesso del suo deposito presso la Consob, ed è reso disponibile alle società del Gruppo, che potranno metterlo a disposizione dei propri clienti, anche non operatori qualificati, in ragione dei preventivi accordi e del preventivo assenso di Banca Intesa e Caboto". Banca Intesa intende dare continuità nella copertura dello strumento finanziario oggetto del presente studio con frequenza coerente con la tempistica dell'informativa contabile periodica e di ogni evento eccezionale che si verifichi nella sfera di attività dell'emittente. Costituiscono canali di diffusione la posta cartacea, la posta elettronica ed i siti internet di Banca Intesa (www.bancaintesa.it) e di Caboto (www.caboto.it) e di Intesatrade. Le informazioni fornite e i dati qui contenuti sono tratti da informazioni fornite al pubblico dalle società oggetto del presente studio (le "Società"), o da notizie altrimenti pubbliche e si riferiscono alla data del presente documento.

Le stime e le opinioni espresse costituiscono giudizi del Servizio Studi di Banca Intesa e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso.

Si rappresentano le seguenti informazioni relative agli interessi ed ai conflitti di interesse del Gruppo Intesa: Banca Caboto, società appartenente al Gruppo Intesa, ha emesso strumenti finanziari collegati al titolo Banca Pop di Milano.

Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede; in nessun caso si potrà ritenere che siano state rilasciate attestazioni o garanzie, esplicite o implicite, in merito alla loro attendibilità, completezza o correttezza. La società, i dirigenti, i rappresentanti o i dipendenti del Gruppo non assumono alcuna responsabilità per eventuali danni – diretti o indiretti, patrimoniali e non – derivanti dall'uso delle informazioni qui riportate. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Il presente documento non può essere riprodotto né ridistribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di Caboto.

L'analista finanziario che ha redatto presente documento e il cui nome e ruolo sono riportati nella prima pagina certifica che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alla strategia di investimento raccomandata o proposta in questo documento".

Ufficio Studi Azionario

Marco Pisanti	+39 02 8021 5608
Luca Bacoccoli	+39 02 8021 5026
Monica Bosio	+39 02 8021 2725
Ester Brizzolara	+39 02 8021 5984
Fabio Iannelli	+39 02 8021 2724
Alessandro La Scalia	+39 02 8021 5645
Manuela Meroni	+39 02 8021 5937
Gian Luca Pacini	+39 02 8021 2971
Fabio Picardi	+39 02 8021 2972
Roberto Ranieri	+39 02 8021 5011
Mauro Rilasciati	+39 02 8021 5688
Laura Carozza (Retail Research)	+39 02 8021 5899

Analisi Tecnica e Quantitativa

Emanuele Cecere	+39 02 8021 5546
-----------------	------------------

Research Assistants & Distribution

Cinzia Bovina	+39 02 8021 5437
Elena Giordano	+39 02 8021 2742

Clienti Banche Italiane

Sergio Francolini	+39 02 8021 5859
Stefania Capra	+39 02 8021 5449
Laura Costa	+39 02 8021 5888
Paolo Masa	+39 02 8021 5791

Clienti Esteri e Istituzioni Italiane

Orazio Ruggeri	+39 02 8021 5314
Pierre-Henri Castellano	+39 02 8021 5406
Carlo Cavalieri	+39 02 8021 2722
Roberto Mozzi	+39 02 8021 5857
Stefania Porri	+39 02 8021 5557
Laura Spinella	+39 02 8021 5782
Daniela Stucchi	+39 02 8021 5708
Luca Scardillo	+39 02 8021 5677
Paolo Sturlese	+39 02 8021 5517

Securities Lending

Gustavo Nieves	+39 02 8021 5370
----------------	------------------

Corporate Brokerage

Danilo Brusa	+39 02 8021 5917
Fabrizio Speroni	+39 02 8021 5894

Sales Trading Italia e Estero

Roberto Gussoni	+39 02 8021 5929
Lorenzo Pennati	+39 02 8021 5647
Stefano Rivarola	+39 02 8021 5420
Mark Wilson	+39 02 8021 2758

Electronic Brokerage and Client Connectivity

Insaf Amry	+39 02 8021 5897
------------	------------------