

Banca Monte dei Paschi di Siena

Il Business Plan di MPS si basa su azioni di efficienza e sul miglioramento della qualità dell'attivo che la Banca prevede di implementare dopo la profonda pulizia del 2017. Ciò dovrebbe consentire all'Istituto di ritornare ad una redditività positiva nel 2019.

Il titolo di Banca MPS (d'ora in avanti MPS) è tornato in Borsa il 25 ottobre dopo 10 mesi di sospensione ed è stato accolto da un importante volume di scambi. I valori correnti sono superiori a quelli a cui la stessa banca ha valorizzato le azioni proprie in portafoglio (4,28 euro) ma nettamente inferiori ai 6,49 euro pagati dal MEF (Ministero dell'Economia e delle Finanze) per la ricapitalizzazione e agli 8,65 euro a cui sono state convertite le obbligazioni subordinate.

L'attuale azionariato è diverso da quello che aveva lasciato il mercato nel dicembre scorso, quando il titolo valeva 15 euro. La riammissione alla quotazione è stata un processo molto delicato, che ha coinvolto diverse tipologie di investitori. Lo Stato ha messo a disposizione 5,3 miliardi, di cui 3,8 già sottoscritti, che l'hanno portato a controllare la banca, con una quota del 52%; percentuale destinata a salire fino al 70% dopo lo scambio dei bond in corso in queste settimane. Altri 4,3 miliardi sono arrivati dalla conversione in azioni dei bond subordinati, grazie a cui Generali è diventata il secondo azionista con il 4,3%.

Il Piano di ristrutturazione di MPS, approvato dalla Vigilanza europea, punta ad un adeguato livello di redditività (ROE target >10% al 2021) da ottenere con un rinnovato modello di business focalizzato sui seguenti punti: *i)* valorizzazione della clientela Retail e Small Business attraverso un modello di gestione più snello; *ii)* efficientamento dei costi, che porterà ad un target di cost/income ratio inferiore al 51% nel 2021; *iii)* miglioramento della gestione del costo del rischio, stimato nel 2021 a meno di 60 punti base con un NPE ratio lordo inferiore al 13%; *iv)* rafforzata posizione patrimoniale e di liquidità, con target al 2021 di un CET1 >14%. Il piano appare credibile anche se piuttosto ambizioso, non tanto sul fronte dei costi, sui quali il management ha il pieno controllo, quanto piuttosto sulla crescita attesa dei ricavi e sull'accantonamento per rischi su crediti.

Riteniamo che i principali rischi per l'investimento nel titolo MPS siano legati all'implementazione del complesso Business Plan, che prevede una profonda ristrutturazione e un significativo miglioramento della qualità degli asset. Le modifiche regolamentari (incluso l'Addendum della BCE sulle linee guida per i Non Performing Loans) e le eventuali azioni legali rappresentano rischi aggiuntivi. Per contro, l'aumento dei tassi di interesse e l'accelerazione della crescita economica rappresentano delle opportunità.

8 novembre 2017

16:25 CET
Data e ora di chiusura

8 novembre 2017

16:35 CET
Data e ora di prima diffusione

Azioni

Aggiornamento
emittente

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

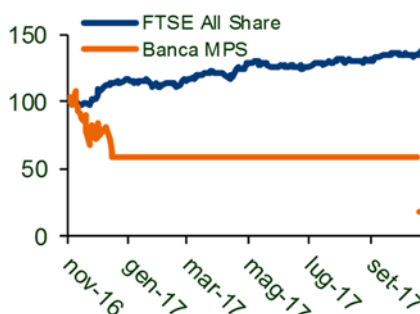
Ricerca per Investitori
privati e PMI

Ester Brizzolaro
Analista Finanziario

Scheda società	
Dati società	
N. azioni ordinarie (mln)	1.140,3
Prezzo (euro)	4,5
Dati Mercato	
Capitalizzazione (mln di euro)	5.13
Max-Min a 12 mesi (euro)	29,2-4,1
Altre informazioni	
Settore	Bancario
Rendimento	
Ultimo dividendo (euro)	0
Rendimento dividendo (%)	0

Fonte: Bloomberg

Performance vs. FTSE All Share (ultimo anno)



Fonte: Bloomberg

Performance %		
	Assoluta	Relativa FTSE Italia All Share
1m	ND	1m ND
3m	ND	3m ND
12m	-83,5	12m -119

Fonte: Bloomberg

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 07.11.2017.

Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Il Piano industriale 2017-2021: facciamo il punto

A luglio 2017, Banca MPS ha presentato il Business Plan 2017-21, approvato dalla Commissione Europea nel contesto della ricapitalizzazione precauzionale ritenuta necessaria per l'istituto. Il Piano, che mira a creare la base per una banca sostenibile e redditizia, si basa su tre punti:

1. una ricapitalizzazione di 8,1 miliardi di euro;
2. lo smaltimento di crediti lordi in sofferenza per 28,6 miliardi di euro;
3. un Piano di ristrutturazione, con particolare attenzione all'efficienza operativa e con una moderata crescita dei ricavi.

Nel 2019, Banca MPS stima di raggiungere un utile netto di 0,57 miliardi di euro, con un ROE del 5,7% e un CET1 al 12,7%. Nel 2021, l'istituto si prefigge di ottenere un reddito netto di 1,2 miliardi di euro, con un ROE del 10,7% e un CET1 al 14,7%.

1 - La **ricapitalizzazione da 8,1 miliardi** di euro è stata completata a fine di luglio con un finanziamento di 3,85 miliardi di euro da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) italiano e di 4,3 miliardi di euro derivanti dallo swap in equity delle obbligazioni subordinate. Il prezzo delle azioni nuove emesse a fronte della conversione è stato di 8,65 euro per azione corrispondente a un P/TBV post ricapitalizzazione di 0,90x a giugno 2017PF (pro-forma), mentre il prezzo di sottoscrizione per il MEF è stato di 6,49 euro per azione che corrisponde a un P/TBV a giugno 2017PF post ricapitalizzazione di 0,67x. Sulla base del piano, che prevede un rimborso parziale ai titolari di obbligazioni subordinate retail, il MEF si è impegnato a riacquistare le azioni (sulla base di criteri specifici) con un valore di carico stimato a 1,5 miliardi di euro che porterà l'azionista pubblico a detenere poco meno del 70% del capitale della banca.

A seguito dell'aumento di capitale precauzionale e del *burden sharing* (condivisione degli oneri) il CET1 a giugno 2017FP è salito al 15,4% dall'1,5% effettivo e il valore contabile pro-forma del patrimonio netto tangibile è aumentato a 11 miliardi di euro, da 2,8 mld effettivi.

2 - La **dismissione dei 28,6 mld di sofferenze lorde** (definiti a dicembre 2016) sta procedendo come da programma: 26,1 mld saranno ceduti attraverso una struttura di cartolarizzazione con intervento del fondo Atlante 2 mentre i rimanenti 2,5 mld, costituiti da posizioni *unsecured* di piccolo importo e leasing, verranno ceduti tramite procedure dedicate. La cessione dei titoli inerenti la cartolarizzazione avverrà ad un prezzo pari al 21% del valore contabile lordo e il deconsolidamento del portafoglio di sofferenze è previsto entro il primo semestre del 2018.

3 - Il **Piano di ristrutturazione, procede con particolare attenzione all'efficienza operativa**. Il Business Plan di MPS si basa sulle azioni di efficienza e sul miglioramento della qualità dell'attivo, che la banca prevede di implementare dopo la profonda pulizia del 2017. Ciò dovrebbe consentire all'istituto di ritornare ad una redditività positiva nel 2019, con un ROE stimato del 5,7%, che si attende di poco meno che raddoppiare al 10,7% nel 2021.

Principali obiettivi economici e finanziari al 2019 e al 2021

Nella tabella seguente riassumiamo gli obiettivi economici e finanziari principali del Piano industriale di MPS al 2019 e al 2021.

MPS: obiettivi finanziari 2019-2021				
Valori in mld di euro	2016	2019E	2021E	CAGR 2016-21 %
Margine d'interesse	2,02	1,72	1,98	-0,4%
Commissioni nette	1,84	1,81	2,01	1,8%
Altri ricavi	0,44	0,22	0,29	-8,0%
Totale ricavi	4,28	3,75	4,27	-0,0%
Costi del personale	-1,61	-1,45	-1,32	-3,9%
Costi generali e amministrativi	-0,79	-0,63	-0,59	-5,7%
Ammortamenti e svalutazioni	-0,22	-0,25	-0,26	3,4%
Costi operativi	-2,62	-2,33	-2,16	-3,8%
Risultato operativo lordo	1,66	1,42	2,11	4,9%
Rettifiche di valore nette (su crediti, att. finanziarie e altre operazioni)	-4,5	-0,72	-0,53	NS
Risultato operativo netto	-2,84	0,7	1,58	NS
Utile ante imposte	-3,18	0,4	1,36	NS
Imposte	0	0	-0,41	NS
Credito d'imposta	0	0,27	0,27	NS
Utile di esercizio	-3,24	0,57	1,22	NS
% (ove non diversamente specificato)	2016	2019E	2021E	Var. 2016-21E
Numero dipendenti (unità)	25.566	22.115	20.065	-5.501
Cost/Income ratio	61,2	62	50,6	-10,6
ROE (*)	NS	5,7	10,7	NS
NPE ratio	34,5	14,3	12,9	-21,6
Loan to Deposit ratio	102,9	90,7	87	-15,9
CET 1 ratio (**)	8,2	12,7	14,7	6,5
Total Capital Ratio	10,4	14,9	17	6,6

(*) ROE calcolato sul patrimonio medio; (**) CET 1 ratio 2016 transitional e 2019-21 fully loaded

Fonte: dati societari; NS: non significativo

Più in dettaglio:

a) in termini di **efficienza operativa**, le azioni si basano sulla riduzione del personale, circa 5.500 persone (22% del totale) e la chiusura di 600 filiali (30% del totale 2016) che dovrebbero consentire di ridurre il costo operativo medio annuo del 3,8% nel periodo 2016-21. Nello stesso arco temporale i ricavi sono attesi sostanzialmente stabili. Inoltre la banca mira a ridurre gli accantonamenti su crediti, dopo la cartolarizzazione delle sofferenze, e le spese generali. (logistica, informatica, immobiliare ecc.). Le azioni del Piano industriale dovrebbero generare un risparmio annuo di 430 milioni sui costi del personale e 235 milioni di euro sui costi generali, per un risparmio totale pari al 25% su una base di costi del 2016. Per contro, però, la società dovrà affrontare 1,15 miliardi di euro di oneri di ristrutturazione nel 2016-21 (di cui 117 milioni già contabilizzati nel 2016).

b) Il **marginale d'interesse** (NII) è atteso in calo ad un CAGR del 5% nel periodo 2016-19 per poi risalire successivamente con una media annua del 7% nel 2019-21. Le opposte tendenze sono guidate da diversi fattori che MPS si aspetta di affrontare nei due periodi: nel 2016-19, il NII dovrebbe beneficiare del costo più basso delle obbligazioni subordinate scambiate in azioni a seguito del *burden sharing* (con un impatto positivo di 130 milioni di euro l'anno) e di una diminuzione del costo del finanziamento per circa 300 milioni di euro a seguito della migliore percezione della banca. Si prevede che questi effetti positivi siano più che compensati a seguito della migrazione verso i crediti in sofferenza delle inadempienze probabili (*unlikely to pay*). Nel 2019-21, il Business Plan prevede una ulteriore riduzione del costo del finanziamento e un rialzo dei tassi di interesse di mercato. Nessun contributo dovrebbe essere fornito dalla crescita dei

volumi, considerando che i prestiti a clienti dovrebbero aumentare di appena il 2% da giugno 2017 a dicembre 2021.

c) I **ricavi da commissioni** sono destinati a rimanere pressoché stabili nel periodo 2016-19 e ad aumentare a un CAGR del 7,4% negli anni 2019-21. Nella prima parte del Piano aziendale la società deve sostenere un costo elevato per i titoli garantiti dal Governo emessi nel 2016 e nel 2017, che successivamente giungeranno a scadenza. Secondo il Piano industriale di MPS, il contributo principale alle commissioni deriva dal finanziamento al consumo e alle piccole imprese.

d) Il principale driver di **crescita netta della redditività** è basato sul miglioramento della qualità degli asset. Gli accantonamenti per svalutazioni crediti sono attesi diminuire da 1,9 miliardi nel 2016 (escludendo le componenti non ricorrenti di 2,59 miliardi) a 720 milioni di euro nel 2019 e 530 milioni nel 2021. Il costo del rischio è stimato in diminuzione da 419 punti base nel 2016 a 79pb nel 2019 e 58pb nel 2021. L'ammontare di NPE (Non Performing Exposures) lordo è stimato in riduzione con un NPE ratio (rapporto tra crediti deteriorati e il totale dei crediti erogati) in contrazione dal 34,5% del 2016 al 14,3% nel 2019 ed al 12,9% nel 2021. A giugno 2017, il dato pro-forma era già pari al 17,6%. Il principale fattore di tale miglioramento è il deconsolidamento della maggior parte dei crediti in sofferenza a seguito della cartolarizzazione e dello smaltimento sopra citato.

e) **Rafforzata posizione patrimoniale.** A giugno 2017 il Montepaschi aveva un CET1 di 1,5% o -0,52% su base fully loaded (FL). Dopo l'aumento di capitale precauzionale e il *burden sharing* il CET1 FL a giugno 2017PF è aumentato al 14,7%. Questo livello è notevolmente superiore alla media delle principali banche commerciali italiane e alle richieste dello SREP (Supervisory Review and Evaluation Process) previste per il 2018, pari al 9,4%. Tuttavia, all'inizio del 2018, questi livelli sono destinati ad essere influenzati negativamente dall'entrata in vigore dei nuovi principi contabili IFRS 9 FTA¹: l'istituto stima un impatto negativo di 1,2 miliardi di euro. Includendo questa posta il CET1 PF FL dovrebbe diminuire di circa 200pb al 12,7%, più vicino ai livelli correnti delle banche e all'obiettivo 2019 della società.

f) Le **imposte differite attive (DTA)** sono un valore potenziale, rappresentano infatti una riserva nascosta di capitale che dovrebbe emergere con l'aumento della redditività futura. A dicembre 2017 MPS stima di avere 1,1 miliardi di euro di DTA derivanti da perdite fiscali interamente detraibili dal CET1 ed altre imposte differite attive per 1,7 miliardi non detraibili, in quanto per ora non soddisfano il test di probabilità (non è ritenuto infatti probabile che i profitti fiscali futuri siano consistenti in misura tale da poter utilizzare queste DTA), ma potranno soddisfarlo in futuro: infatti la normativa fiscale italiana non stabilisce alcun limite di tempo per l'utilizzo delle perdite fiscali.

La visibilità e il periodo di tempo per l'utilizzo delle DTA sono piuttosto limitate, ma riteniamo che rappresentino un valore nascosto che presto o tardi si concretizzerà, con un impatto positivo sui numeri della banca. Il piano industriale di MPS prevede già un utilizzo del credito d'imposta nel 2019 per 270 milioni di euro.

¹ Nuovo modello di *impairment* e classifica degli strumenti finanziari.

Le stime di consenso

Le previsioni di consenso mostrano numeri più conservativi rispetto al Piano industriale messo a punto dalla banca: in particolare hanno una visione più prudente sull'evoluzione dei costi. Risultano inferiori anche le attese sui ricavi nel lungo termine.

Le stime presuppongono che la società possa diventare redditizia nel 2019 quando è previsto un ROE del 4,8%, che dovrebbe salire all'7% nel 2021E. L'evoluzione annuale della redditività è notevolmente influenzata dalla fase di riduzione degli oneri di ristrutturazione e da altri elementi non ricorrenti principalmente concentrati nel periodo 2017-2020.

MPS: stime di conto economico						
	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Totale ricavi	4.321	3.763	3.707	3.787	3.853	4.066
Margine d'interesse	2.021	1.802	1.707	1.716	1.763	1.846
Dividendi e altro	117	164	186	200	112	117
Commissioni nette	1.824	1.679	1.707	1.758	1.817	1.944
Altri ricavi	359	119	106	112	160	160
Risultato operativo lordo	1.659	1.197	1.240	1.397	1.647	1.904
Rettifiche di valore su crediti e altre	-4.457	-5.184	-1.060	-616	-617	-540
Risultato operativo netto	-2.798	-3.988	180	781	1.030	1.364
Utile ante imposte	-3.172	-3.070	-95	337	489	981
Utile di esercizio	-3.240	-3.364	-121	500	480	944

Fonte: FactSet ed elaborazioni Intesa Sanpaolo.

I risultati dei primi 9 mesi 2017

I risultati conseguiti da MPS nel terzo trimestre appaiono misti: migliori delle attese di consenso sul fronte degli accantonamenti su crediti, sulla qualità degli asset e sui depositi da clienti; peggiori delle stime con riferimento ai deboli proventi da commissioni e crediti commerciali. Anche il patrimonio netto tangibile mostra una leggera contrazione (a 10,6 mld di euro).

MPS ha chiuso il terzo trimestre 2017 con un utile netto di 242 milioni di euro beneficiando di un impatto positivo del *burden sharing* per 554 milioni e mostrando una crescita di depositi e conti correnti di 1,6 miliardi rispetto a giugno, con un incremento da inizio anno pari a 11 miliardi. La raccolta complessiva a fine settembre si è attestata a 201,2 miliardi, con una riduzione di 2 miliardi nel terzo trimestre; i crediti verso clienti si sono ridotti di 15,6 mld a 91 mld di euro.

Il risultato netto del terzo trimestre è stato influenzato da alcuni fattori "una tantum" come gli impatti positivi legati al *burden sharing* per 554 mln di euro (conversione forzosa di 4,3 mld di obbligazioni subordinate su cui la banca pagava cedola) e quelli negativi sui costi di ristrutturazione per l'uscita di 1.200 dipendenti (280 mln di euro) e per l'intervento pro-quota, pari a 46 mld di euro, a sostegno delle casse di Cesena, Rimini e San Miniato.

Nel corso dei primi 9 mesi i ricavi sono scesi del 5,7% a 3,2 mld di euro per effetto sia del calo delle commissioni (-13,6% a 1,2 mld di euro) che del margine di interesse (-9,5% a 1,37 mld di euro). Nonostante il risultato netto positivo del terzo trimestre, MPS ha registrato una perdita netta di 3 mld che si confronta con un -849 mld nello stesso periodo del 2016.

Sul fronte della qualità del credito, hanno mostrato una riduzione di 1,1 miliardi le inadempienze probabili (passate a 12,4 miliardi), mentre sono state effettuate rettifiche su crediti per 175 milioni. Il CET1 fully loaded è stato pari al 14,5% in leggera riduzione rispetto al 14,7% pro-forma di fine giugno.

Valutazione

Il titolo di Banca MPS è tornato in borsa il 25 ottobre dopo 10 mesi di sospensione ed è stato accolto da un importante volume di scambi. I valori correnti sono superiori a quelli a cui la stessa banca ha valorizzato le azioni proprie in portafoglio (4,28 euro) ma nettamente inferiori ai 6,49 euro pagati dal MEF (Ministero dell'Economia e delle Finanze) per la ricapitalizzazione e agli 8,65 euro a cui sono state convertite le obbligazioni subordinate.

La riammissione alla quotazione è stata un processo molto delicato, che ha coinvolto diverse tipologie di investitori. Lo Stato ha messo a disposizione 5,3 miliardi, di cui 3,8 già sottoscritti, che l'hanno portato a controllare la banca, con una quota del 52%; percentuale destinata a salire fino al 70% dopo lo scambio dei bond in corso in queste settimane. Altri 4,3 miliardi sono arrivati dalla conversione in azioni dei bond subordinati, grazie a cui Generali è diventata il secondo azionista con il 4,3%.

Sulla base delle stime di consenso il titolo tratta ad un P/E 2019 di 10,7 con un ROE del 4,8% con un utile atteso a 500 mln di euro. Anche se MPS ha in gran parte completato la normalizzazione della raccolta (+9 mld da inizio anno, rispetto ai +11 mld posti come obiettivo dal Piano per l'intero 2017 ed ai 18 mld di deflussi nel 2016), i risparmi attesi sul costo del *funding* (429 mln) saranno presumibilmente assorbiti dalla migrazione delle inadempienze probabili (cosiddetti *unlikely to pay*, pari a 9 mld) a crediti in sofferenza, a meno di ipotizzare una significativa riduzione del tasso di migrazione a livelli del 50% (sotto la media di sistema).

Le commissioni difficilmente dovrebbero rappresentare un driver di accelerazione rispetto alle stime di Piano (+2% il tasso composto medio annuo di crescita) perché il focus commerciale dovrebbe concentrarsi sulla raccolta diretta e non sulla trasformazione in gestione degli asset.

Il CET attuale è al 14,5% ma il significativo impatto negativo legato al cambio di regolamentazione (IFRS9) comporterà una riduzione al 12,7% circa.

Un asset interessante è lo stock di DTA attualmente non computate nel CET1 e che verrà rilasciato negli anni futuri. Tale valore al momento non è incluso nella valutazione e potrebbe emergere in caso di operazioni di fusione e/o acquisizione con *player* più grandi e o profittevoli, di cui però al momento non si ha visibilità.

Il titolo tratta a 0,49x 2017E P/TBV, coerente con i multipli espressi dal mercato delle banche italiane di medie dimensioni, che riteniamo paragonabili a quelle di MPS dopo le azioni di *de-risking*.

Si potrebbe obiettare che MPS (grazie alla cessione dell'intero pacchetto delle sofferenze) si presenta oggi come una banca "pulita", che la garanzia pubblica ha di fatto invertito del tutto negli ultimi mesi la grande fuga dei depositi e che il potente taglio di costi dovrebbe aiutare a migliorare il conto economico.

Tutte notizie positive certo, ma non sufficienti a nostro avviso a scostare più di tanto il titolo MPS dal multiplo dello 0,5 sul patrimonio. Le incognite, pur con un capitale rafforzato a 11 miliardi, proprio non mancano. Primo fra tutti il tema degli incagli che, pur ampiamente coperti (cioè già svalutati), restano molto elevati rispetto alla media del sistema bancario. La stessa banca, nelle annotazioni di rischio contenute nel prospetto informativo, spiega che la mole dei crediti deteriorati rimarrà alta rispetto alla media dei primi 5 concorrenti, anche se il Piano di ristrutturazione dovesse procedere secondo le aspettative. MPS infatti si attende che, dei 14,5 miliardi di incagli lordi, circa 9,4 miliardi passino nei prossimi anni a sofferenza.

Multipli di mercato banche Italiane e indice settoriale europee											
	prezzo	Capitalizz in mld	P/E17	P/E18	P/E19	P/TBV17	P/TBV18	P/TBV19	ROE 17	ROE 18	ROE 19
UniCredit	16,23	36,15	13,7	10,5	8,4	0,70	0,67	0,63	4,2%	6,0%	7,3%
Banco BPM	2,92	4,42	48,7	9,4	6,1	0,42	0,40	0,38	0,7%	3,6%	5,5%
Unione di Banche Italiane	3,98	4,55	22,9	13,3	8,1	0,55	0,52	0,49	2,0%	3,3%	5,2%
Mediobanca	9,69	8,54	11,4	11,8	11,2	0,93	0,88	0,84	8,3%	7,7%	7,8%
Credito Emiliano	7,21	2,39	13,0	12,6	11,6	1,08	1,03	0,98	7,3%	7,2%	7,4%
BPER Banca	4,07	1,96	13,2	8,3	6,3	0,50	0,48	0,46	3,1%	5,1%	6,6%
Banca Popolare di Sondrio	3,39	1,54	26,1	16,1	15,1	0,61	0,59	0,57	2,3%	3,7%	ND
Euro STOXX / Banks	132,46	553,79	12,1	10,9	9,7	ND	ND	ND	7,0%	7,5%	8,1%
Banca Monte dei Paschi di Siena	4,50	5,13	NS	NS	10,7	0,49	0,54	0,51	-2,6%	0,7%	4,8%
Media (escluso MPS)			20,1	11,6	9,6	0,68	0,66	0,62	4,4%	5,5%	6,8%
Mediana italiane (escluso MPS)			13,7	11,8	8,4	0,61	0,59	0,57	3,1%	5,1%	7,0%

Fonte: FactSet. Note: NS: non significativo, ND: non disponibile

Dopo dieci mesi di sospensione del titolo dalle quotazioni e una riorganizzazione completa della struttura azionaria (con titolari di obbligazioni subordinate diventati azionisti), ci aspettiamo che il prezzo di mercato sia caratterizzato da una volatilità superiore a quella del settore. Inoltre, con una capitalizzazione di oltre 5 miliardi di euro, non possiamo escludere che a breve il titolo possa essere reintrodotta in alcuni indici benchmark, attirando investitori che al momento non sono azionisti.

Ricordiamo inoltre che la quota del MEF salirà a poco meno del 70% del capitale per un tempo massimo di quattro anni, secondo le condizioni negoziate con la UE, con un'uscita che dovrà essere programmata per tempo per evitare una svendita a ridosso di una scadenza certa.

Il Governo italiano che si formerà dopo le elezioni politiche di primavera 2018 dovrà esaminare pertanto le soluzioni percorribili, che vanno dalla privatizzazione attraverso un collocamento azionario in Borsa, alla cessione a un altro gruppo bancario italiano o estero, alla possibile fusione con un altro istituto domestico. La scelta dovrà tenere conto di una serie di variabili, al momento non quantificabili, quale l'esecuzione del Piano industriale, le indicazioni della commissione UE e della Vigilanza della BCE.

Alla luce di tutte le considerazioni sopra esposte assegniamo al titolo un giudizio Neutrale.

Glossario

Bail-in	"Salvataggio interno", modalità di risoluzione di una crisi bancaria tramite l'esclusivo e diretto coinvolgimento dei suoi azionisti, obbligazionisti, correntisti
Bail-out	"Salvataggio esterno", modalità di risoluzione di una crisi bancaria tramite finanziamento esterno
Buy-back	Riacquisto di titoli azionari o obbligazionari
Buy-out	Acquisizione dall'interno
BV, Book Value	Mezzi propri della società
CAGR, Compound Average Growth Rate	Tasso composto medio di crescita
Capital employed	Capitale investito: mezzi propri + debiti netti
Combined ratio	Rapporto che tiene conto del Loss ratio (sinistri / premi) e dell'Expense ratio (spese di amministrazione, raccolta / premi)
Common equity Tier 1 (CET 1)	Capitale primario di classe 1, che include capitale azionario, utili non distribuiti, le riserve e il fondo rischi bancari generali
CET1 ratio= Common equity Tier 1 ratio	E' il rapporto tra il Capitale primario di classe 1 (CET1) e il totale delle attività a rischio ponderate (espresso in percentuale)
Corporate governance	Norme che regolano il processo decisionale societario
Cost/Income ratio	Costi operativi/Margine di Intermediazione (settore bancario)
Cover ratio	Riserve totali/premi (settore assicurativo)
De-listing	Eliminazione dal listino
Downgrade	Peggioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito
DPS, Dividend Per Share	Dividendo per azione
Due diligence	Fase di controllo dei bilanci che precede la chiusura di operazioni straordinarie
EBIT	Earnings Before Interest and Tax: utile operativo
EBITA	Earnings Before Interest, Tax, Amortisation: utile ante oneri finanziari, tasse e ammortamenti su immobilizzaz. mater.
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortisation: margine operativo lordo
EPS	Earnings Per Share: utile netto per azione
Embedded Value	Valore intrinseco dato dal valore attuale netto società (patrimonio netto + plusvalenze non realizzate) + valore attuale della proiezione degli utili generati dal portafoglio premi vita in essere, o a portafoglio "chiuso" (settore assicurativo)
EV	Enterprise Value: capitalizzazione + debito netto
EYR, Earnings Yield Rate	Rapporto tra rendimento dei titoli privi di rischio (BTP 10 anni) e il rendimento del mercato azionario (espresso dal reciproco del P/E stimato a fine 2004)
Expense ratio	Spese di amministrazione rapportate ai premi
Free cash flow	Reddito operativo + ammortamenti – imposte +/- variazione del capitale circolante netto
IPO	Initial Public Offering: offerta iniziale al pubblico
Leverage	Debiti netti/mezzi propri
Loss ratio	Indice di sinistralità, rappresentato dal rapporto sinistri/premi
Margine di interesse	Interessi attivi – Interessi passivi (settore bancario)
Margine da servizi	Commissioni attive – commissioni passive +/- profitti (perdite) da attività finanziarie +/- altri ricavi netti + dividendi (settore bancario)
Margine di intermediazione	Margine di interesse + Margine da servizi (settore bancario)
Market cap	Capitalizzazione: prezzo numero azioni
NAV	Net Asset Value: valore patrimoniale netto
NAVPS	Net Asset Value Per Share: valore patrimoniale netto/totale azioni
Non-performing exposures (NPE)	Prestiti che, oltre ai NPL, includono altre esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate e altre inadempienze probabili
Non-performing loans (NPL)	Prestiti non performanti, ossia in sofferenza. Si tratta di finanziamenti erogati a debitori che non sono più in grado di rimborsarli o per i quali la riscossione è incerta
NPE ratio	Rapporto tra NPE e totale dei prestiti (espresso in percentuale)
NPL ratio	Rapporto tra crediti deteriorati (NPL) e totale dei prestiti (espresso in percentuale)
P/E	Price/Earnings: prezzo/utile netto
Payout ratio	Quota di utili distribuita
Phase-in	Periodo transitorio di introduzione graduale di una normativa
Placement (private)	Collocamento (privato)
Profit warning	Annuncio di revisione di stime al ribasso
Risultato di gestione	Margine di intermediazione – costi operativi (settore bancario)
RAB (Regulatory Asset Base)	Valore del capitale investito netto come riconosciuto dall'Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas alle società di trasporto e distribuzione, al fine della determinazione delle tariffe applicabili
ROCE	Return On Capital Employed: utile operativo dopo le tasse/capitale investito
ROE	Return On Equity: utile netto/mezzi propri
ROTE (return on tangible equity)	Rendimento del patrimonio tangibile; utile netto/patrimonio netto tangibile
RWA (Risk-weighted Assets)	Attività ponderate per il loro rischio (creditizio). Le principali componenti di rischio da includere nel calcolo degli RWA sono il rischio di credito, il rischio di mercato e il rischio operativo. L'aggregazione di queste componenti determina l'entità degli RWA della banca, i quali rappresentano una sorta di attivo di bilancio corretto per il rischio.
Spin-off	Scorporo
Target price	Prezzo obiettivo
Upgrade	Miglioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito
Yield	Rendimento: dividendo per azione/prezzo azione

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters-Datastream, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente collegate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Intesa Sanpaolo pubblica ricerca sulla Società su base regolare. L'ultimo aggiornamento sulla società è contenuto nel Mensile Azioni del 19.10.2017.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet di Banca IMI (<http://www.bancaimi.prodottiequotazioni.com/Studi-e-Ricerche>) e di Intesa Sanpaolo (www.intesasanpaolo.com) nella sezione Risparmio-Mercati.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto agli articoli 69-quater e 69-quinquies del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14.05.1999 e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 - tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Certificazione dell'analista

L'analista che ha predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo sono riportati in prima pagina, dichiara che:

(a) le opinioni espresse sulle Società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'analista;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Altre indicazioni

1. Né l'analista né qualsiasi altra persona strettamente legata all'analista hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né l'analista né qualsiasi altra persona strettamente legata all'analista operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. L'analista citato nel documento è socio AIAF.
4. L'analista che ha predisposto la presente raccomandazione non riceve bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp

Note Metodologiche

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

Dati societari e stime di consenso

I commenti sui dati societari vengono elaborati sulla base di notizie e dati societari disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le stime di consenso relative alle previsioni sulle crescite dei dati societari (utili, dividendi, prezzo di libro) vengono desunte dal provider FactSet e rielaborate e commentate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo.

Definizioni e storia delle raccomandazioni

Raccomandazioni equity		
View	Definizione	Orizzonte
Positiva	Si riferisce a un target più alto del 10% rispetto al prezzo attuale di mercato.	12 mesi
Moderatamente Positiva	Si riferisce a un target in un range contenuto tra il 5% e il 10% rispetto al prezzo attuale di mercato.	12 mesi
Neutrale	Si riferisce a un target in un range contenuto tra il -5% e il +5% rispetto al prezzo attuale di mercato.	12 mesi
Moderatamente Negativa	Si riferisce a un target in un range contenuto tra il -5% e il -10% rispetto al prezzo attuale di mercato.	
Negativa	Si riferisce a un target più basso del 10% rispetto al prezzo attuale di mercato.	12 mesi
No Rating	La Società viene coperta dal desk Retail Research senza esprimere alcuna raccomandazione o per scelta o per attenersi a precise disposizioni che riguardano circostanze particolari (ad esempio se Intesa Sanpaolo ha interessi o conflitti di interesse particolari nella Società oggetto del documento o ricopre ruoli in operazioni di mercato che riguardano la Società).	Non significativo
Rating sospeso	La raccomandazione sulla Società viene sospesa se non esistono elementi di natura fondamentale sufficienti per esprimere un giudizio sul titolo.	Non significativo

La ricerca retail equity presenta dei giudizi la cui interpretazione è riportata nella tabella precedente. L'attribuzione del giudizio si basa sull'analisi fondamentale. Quest'ultima tende a individuare il valore intrinseco delle azioni di una società quotata. Tale valore viene confrontato col prezzo espresso dal mercato, per individuare i titoli sottovalutati, ipotizzando che il mercato possa riportare la quotazione a tali valori. I metodi applicati sono di tipo quantitativo e qualitativo.

Metodo quantitativo: approccio utilizzato per quantificare il valore della società; scaturisce dalla media delle valutazioni rivenienti dai diversi metodi applicati, quali i Multipli, il Discounted Cash Flow, la Sum of Part (onde necessario se il gruppo è presente su business differenti). Per metodo dei "Multipli" si intende la comparazione con un paniere di titoli di riferimento quotati comparabili il più possibile simili alla società da valutare, tenendo conto delle prospettive di crescita e della redditività. La *peer analysis* viene svolta con i seguenti criteri: 1) si individua un paniere di titoli comparabili (per settore e dimensione); 2) si calcolano i principali multipli del paniere di riferimento sulla base dei dati di consensus FactSet ed altri consensus (IBES); 3) si realizza la mappa dei valori che solitamente associa il multiplo EV/Ricavi, margine EBITDA e EBIT, P/E, ecc. per l'anno corrente e quelli prospettici, oltre a multipli particolari come ad esempio il P/BV nel caso di banche e il P/EV nel caso di assicurazioni, ecc.; 4) si valuta il posizionamento del titolo al di sopra, al di sotto o sulla retta di regressione che indica il benchmark di riferimento, o la media, del paniere individuato.

Il DCF (Discounted Cash Flow) misura la valutazione dei flussi di cassa scontati ad oggi secondo il criterio tale per cui il valore del capitale di un'azienda è dato dal valore attuale dei flussi di cassa che la società sarà in grado di generare in futuro, scontati a un tasso di attualizzazione (definito come costo medio ponderato del capitale, WACC). Il calcolo del DCF prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito, al quale si aggiunge un valore finale di lungo periodo ("Terminal value") e si sottrae l'indebitamento.

La SOP (somma delle parti) è un metodo che prevede la valutazione effettuata per singole divisioni: ogni divisione viene paragonata ai propri peers e infine si effettua la somma delle valutazioni dei singoli business.

Metodo qualitativo: il metodo qualitativo viene integrato da una serie di considerazioni legate a:

- Rendimento atteso (yield %);
- Analisi della contendibilità (struttura dell'azionariato);
- Analisi della posizione competitiva;
- SWOT analisi (punti di forza/debolezza; rischi/opportunità).

Storia delle raccomandazioni (12 mesi)		
Emittente	Raccomandazione	Data di assegnazione/conferma raccomandazione
Banca MPS	Neutrale	08/11/2017
Banca MPS	Rating sospeso	19/10/2017
Banca MPS	Rating sospeso	21/12/2016
Banca MPS	Neutrale	30/11/2016

Distribuzione dei rating/rapporti bancari (settembre 2017)					
Numero di società coperte: 53	POSITIVO	MODERATAMENTE POSITIVO	NEUTRALE	MODERATAMENTE NEGATIVO	NEGATIVO
Distribuz. Copertura Desk Retail con riferimento all'ultima raccomandazione	0%	62%	36%	2%	0%
Clienti Intesa Sanpaolo *	0%	45%	42%	100%	0%

Nota: * Società alle quali Intesa Sanpaolo o altre società del Gruppo hanno fornito servizi di Corporate e Investment Banking negli ultimi 12 mesi; in questo caso la percentuale indica quante società (sulle quali il Desk Retail Research ha un giudizio) sono anche clienti del Gruppo.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi
Fulvia Riso
Cecilia Barazzetta

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Monica Bosi, Elisabetta Ciarini