



Rapporto giornaliero

SANPAOLOIMI: S.T. Underperform

Al via la fusione con Cardine

L'attività

Il gruppo SanPaololmi opera attraverso una rete di 2,201 sportelli localizzati in tutto il territorio nazionale. La società è organizzata per aree d'affari autonome quali Reti Domestiche, Attività Internazionali, Wealth Management e Capital Markets e Personal Financial Services. La rete distributiva si può avvalere di oltre 5,500 promotori, il 70% dei quali in Banca Fideuram, di cui il gruppo detiene il 74% del capitale. Dal giugno 2002 sarà operativa la fusione con il gruppo Cardine.

Punti di forza

Il gruppo si conferma ai vertici in termini di qualità dell'attivo, con un rapporto sofferenze/impieghi del 2001 allo 0.9% contro una media nazionale del 2.32% (Fonte Abi) e un tasso di copertura del 76.2%. L'istituto non ha esposizioni rilevanti in paesi a rischio, in particolare in Sudamerica. La fusione con Cardine presenta un'ottima valenza strategica, poiché permette al gruppo di espandere la propria attività nel Nord-est, area nel quale SanPaololmi non è molto presente. La forza di Cardine nell'attività tradizionale, con un elevato contributo in termini di margine d'interesse, aumenterà la diversificazione dei ricavi del gruppo e ridurrà la dipendenza dei risultati economici dall'andamento dei mercati finanziari ed, in generale dalle commissioni nette. Esistono delle possibilità di cross-selling, con la possibilità da parte di SanPaololmi di potere vendere i propri prodotti alle piccole-medie imprese clienti di Cardine. L'aggregazione permetterà al gruppo di posizionarsi al secondo posto in Italia per totale attivo dietro IntesaBci, superando Unicredit Italiano, ed al primo posto nell'asset management. L'unificazione di un unico sistema informativo e di centri di servizi comuni consentirà di ottenere dei risparmi di costo. In totale, la società prevede di ottenere, dal 2005 sinergie totali per circa € 228 m, che potrebbero raggiungere quota € 280 m nel caso vengano sfruttate delle opzioni strategiche nell'Est Europa.

Punti di debolezza

La forte esposizione nell'asset management rende il titolo SanPaolo fra i più esposti alla crisi dei mercati finanziari e aumenta la volatilità delle quotazioni. L'operazione Cardine ci lascia delle perplessità dal punto di vista puramente economico, poiché il prezzo pagato per l'operazione non ci sembra giustificato dalle sinergie che si otterranno con l'aggregazione. Cardine è stata valutata circa € 6.2 mld, pari a 1.77 volte il book value, il 27% in più di quello che secondo noi era un valore corretto, non giustificabile in termini di premio di controllo, considerate le limitate sinergie conseguibili. Si tratta di valori che consideriamo piuttosto limitati per un'operazione di tale portata, anche considerando che i costi dell'operazione saranno di € 260 m, e che nel precedente piano industriale, il gruppo Cardine aveva previsto, in un'ipotesi stand alone, circa € 120-140 m l'anno di sinergie dal 2002 in poi.

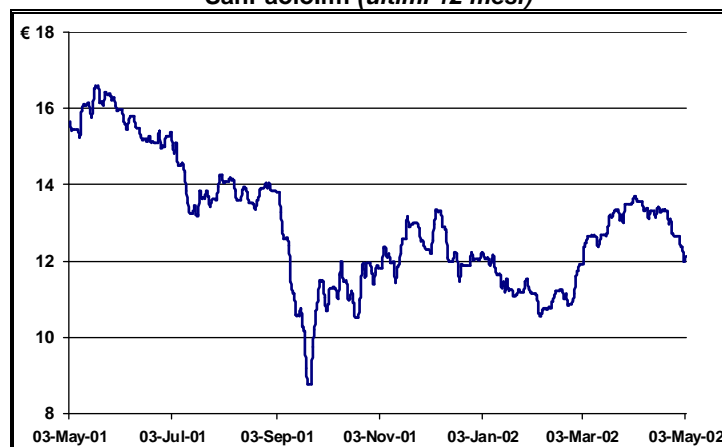
Il giudizio

Nell'esercizio 2001 il gruppo è stato l'unico fra i principali gruppi bancari italiani a far registrare un calo del margine d'interesse, a causa di una stabilità dei volumi e una contrazione dello spread. Questo denota una certa debolezza del gruppo nell'attività tradizionale, anche se in parte giustificato dalla volontà dell'istituto di mantenere elevata la qualità del credito. Per tale motivo giudichiamo positivamente l'integrazione con Cardine, forte nel retail, in un'ottica di medio-lungo termine, nonostante un prezzo elevato. Per l'esercizio 2002, prevediamo un'attività tradizionale ancora debole, con un margine d'interesse ancora in calo del 1% a quota € 3,933. Prevediamo una ripresa delle commissioni nette (+5.2%), in particolare nella seconda parte dell'anno, che porterà ad uno sviluppo del margine d'intermediazione, a quota € 7,727 m (+2.4%). Abbiamo valutato il titolo SanPaololmi sulla base del nostro modello che mette in relazione il P/BV 2002 con il RoE prospettico, ottenendo un fair value di € 11.3. Sulla base dei fondamentali il titolo appare sopravvalutato, in quanto le quotazioni hanno beneficiato di attese di ripresa economica e di conseguenza del business dell'asset management molto elevate. Il titolo presenta una correlazione con il ciclo economico ancora molto forte, in virtù di una minore diversificazione di business rispetto ai competitor principali, ed presenta ancora, a nostro avviso, una rischiosità superiore a quella degli altri titoli bancari. Interessante lo yield 2002, pari al 4.3% in un periodo di bassi rendimenti. Siamo positivi sulle prospettive di crescita del gruppo, una volta conclusa l'integrazione fra le diverse componenti del gruppo, ma riteniamo che nel breve termine, il titolo presenti opportunità di crescita inferiori al mercato. Modifichiamo il nostro giudizio operativo sul titolo da HOLD a SHORT TERM UNDERPERFORM.

Dati di Borsa

Prezzo al 03/05/2002 (€)	11.967
Capitalizzazione (€ m)	16,807
Max-Min 52 settimane (€)	16.69-8.30
Numero azioni ord. (m)	1,897 (post-fusione)
Volumi medi 6 mesi (€ m)	67.82

SanPaololmi (ultimi 12 mesi)



Fonte: Bloomberg

Indicatori di Borsa (dati post-fusione)

Anno	BVps	P/BV	Eps adj	P/E	DIVps	YIELD%
2004e	6.545	1.828	0.945	12.7	0.700	5.8%
2003e	6.200	1.930	0.741	16.2	0.600	5.0%
2002e	5.979	2.002	0.633	18.9	0.520	4.3%
2001pf	5.916	2.431	0.590	24.3	0.570	4.0%
2000	5.734	2.878	0.790	20.9	0.568	3.4%

Dati finanziari (SanPaololmi-Cardine)

(€ m)	2004e	2003e	2002e	2001pf	2000
Margine di inter.	4,455	4,133	3,933	3,974	2,874
Margine di interm.	8,682	8,152	7,727	7,548	6,548
Utile netto rettific.	1,793	1,406	1,201	1,120	1,499
Impieghi	135,881	129,410	123,248	124,493	98,706
Patrimonio netto	12,416	11,761	11,342	11,222	8,050
Raccolta diretta	141,848	139,067	136,340	133,667	104,144
Raccolta indiretta	225,996	218,085	213,462	211,747	200,089

Fonte: Stime Actinvest Group Ltd