



Valutazione delle azioni di Banca Popolare Sant'Angelo



Arché S.r.l. ("Arché" o "Advisor") è stata incaricata per fornire supporto al Consiglio di Amministrazione di Banca Popolare Sant'Angelo (di seguito "BPSA" o "Banca") in materia di determinazione del valore di rimborso delle azioni emesse dalla Banca al fine di addivenire alla formulazione, da parte del Consiglio di Amministrazione, della proposta di delibera da sottoporre all'Assemblea ordinaria dei Soci ai sensi dell'art. 7 dello Statuto Sociale.

Questo documento è stato preparato da Arché esclusivamente per il Management di BPSA, sulla base di dati e informazioni storiche e previsionali e di informazioni pubblicamente disponibili.

Nessuna delle informazioni contenute in questo documento è o potrà essere considerata come promessa o rappresentazione di fatti di futuro accadimento.

L'Advisor non potrà essere considerato responsabile per decisioni o azioni che potrebbero essere intraprese dalla Banca a seguito delle informazioni contenute nel presente documento.

La documentazione ricevuta o pubblicamente disponibile non è stata da noi sottoposta a verifiche. La responsabilità circa la correttezza e la completezza dei dati ricevuti rimane quindi esclusivamente a carico delle fonti.

Questo documento si intende di carattere strettamente confidenziale e per uso esclusivo di Banca Popolare Sant'Angelo e potrà essere utilizzato solo ed esclusivamente per le finalità per cui è stato predisposto. Pertanto il presente documento, o parte di esso, non potrà essere riprodotto, reso pubblico né comunicato a terzi senza il preventivo consenso scritto dell'Advisor e dovrà essere considerato di natura riservata e confidenziale da parte della Banca o da chiunque altro ne venga in possesso, salvo diversa previsione di norme imperative di legge o regolamenti altrimenti applicabili.



- ✓ **Executive summary**
- ✓ **Introduzione**
- ✓ **Metodologia valutativa**
- ✓ **Sezione valutativa**
- ✓ **Analisi titolo BPSA**

Obiettivo dell'incarico

Lo scopo dell'incarico è quello di **supportare** le competenti strutture della Banca nel processo di stima di un intervallo di valori per azione da sottoporre al **Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di rimborso delle azioni ai sensi di quanto previsto dallo Statuto della Banca.**

Destinatari

Il **Consiglio di Amministrazione di BPSA** dovrà analizzare e valutare nelle forme da esso ritenute più appropriate le informazioni contenute nella presente Relazione, la cui finalità è quella di fornire un valore di riferimento delle azioni della Banca, utile ai fini della proposta da effettuare all'Assemblea dei Soci ai sensi dell'art. 7 dello Statuto Sociale.

Ipotesi generali

- **Data di riferimento della valutazione:** 17 aprile 2020
- **Base dati:** dati consuntivi 2019 e proiezioni economico-patrimoniali per il periodo 2020-2024, che saranno oggetto di approvazione da parte del CdA previsto per il 28 aprile 2020.
- **Metodo di valutazione:** *Dividend Discount Model* nella variante *Excess Capital Method*

Dividend Discount Model – Excess Capital Method

Metodo di valutazione

- **Proiezioni:** dati consuntivi 2019, previsioni economico-patrimoniali 2020-2024
- **Tasso di attualizzazione (k_e):** 9,80%
- **Tasso di crescita (g):** 1,50%
- **TIER 1 target ratio:** 10,90%, inclusivo dello SREP e della componente target (Pillar 2 Guidance, P2G), a fronte di una maggiore esposizione al rischio in condizioni di stress
- **TCR target ratio:** 13,60%, inclusivo dello SREP e della componente target (Pillar 2 Guidance, P2G), a fronte di una maggiore esposizione al rischio in condizioni di stress.

Sintesi dei risultati

Stima del valore per azione e del relativo sovrapprezzo

		<i>min</i>		<i>max</i>
Equity value di BPSA (Euro mln)	a)	39,5	-	45,3
Numero di azioni in circolazione	b)	4.177.256		
Stima valore per azione (Euro)	c) = (a/b)	9,40	-	10,80
Valore nominale (Euro)	d)		2,58	
Stima del sovrapprezzo per azione (Euro)	e) = (c-d)	6,82	-	8,22

P/PN* implicito:
0,51x – 0,58x

A seguito del processo valutativo il **valore per azione** di BPSA risulta compreso tra **Euro 9,40** ed **Euro 10,80**, con un sovrapprezzo per azione compreso tra Euro 6,82 ed Euro 8,22.



- ✓ Executive summary
- ✓ **Introduzione**
- ✓ Metodologia valutativa
- ✓ Sezione valutativa
- ✓ Analisi titolo BPSA

- Questo documento (“Relazione”) illustra e sintetizza le analisi svolte da Arché con riferimento alla stima del valore per singola azione della Banca, da utilizzarsi a supporto delle decisioni del Consiglio di Amministrazione (“Destinatari”), il quale deve proporre l'ammontare del sovrapprezzo di emissione delle azioni all'Assemblea dei Soci così come previsto dall'art. 7 dello Statuto della Banca.
- L'art. 7 dello Statuto Sociale prevede che, su proposta del Consiglio di Amministrazione, sentito il Collegio Sindacale, l'Assemblea dei soci determini annualmente, in sede di approvazione del bilancio, l'importo del sovrapprezzo che, tenuto conto delle riserve patrimoniali risultanti dal bilancio stesso, debba essere versato in aggiunta al valore nominale per ogni nuova azione
- Si evidenzia inoltre che il Consiglio di Amministrazione della Banca ha intenzione di approvare ed adottare una policy in materia di determinazione del valore di rimborso delle azioni emesse dalla Banca stessa che disciplina le modalità ed i criteri che devono essere adottati al fine di addivenire alla formulazione, da parte del Consiglio di Amministrazione, della proposta di delibera da sottoporre all'Assemblea ordinaria dei Soci con riguardo alla determinazione del valore di rimborso delle azioni di propria emissione.
- Tenuto conto della finalità per cui è richiesta la valutazione, nonché della prassi valutativa in tema di recesso, il processo valutativo alla base delle determinazioni del Consiglio di Amministrazione deve in sostanza riflettere la consistenza patrimoniale della società e le sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni.
- Nel rispetto della Policy che il Consiglio di Amministrazione intende adottare è stato applicato il metodo di valutazione finanziario del **Dividend Discount Model - "DDM"** come metodo principale.
- In aggiunta a quanto sopra e ai soli fini informativi, le stime di valore ottenute con il metodo di valutazione principale del DDM, sono state confrontate con le valutazioni effettuate applicando:
 - il **metodo dei Multipli di Borsa** selezionando un campione di entità bancarie quotate sulla base di alcuni *driver* di valore principali coerenti con quelli della Banca. Sebbene il campione presenti un discreto grado di differenziazione rispetto ad altri parametri di comparazione con la Banca, tra cui la dimensione e il rischio sistematico, il metodo può fornire comunque un contributo informativo a supporto delle considerazioni del Consiglio di Amministrazione nella definizione del valore per azione;
 - i multipli impliciti nei **prezzi delle azioni scambiate sul mercato Hi-Mtf**. Tali multipli considerano le quotazioni delle entità bancarie che dalla data di quotazione ad oggi hanno presentato degli scambi. Il mercato Hi-Mtf, nonostante rappresenti un mercato con un proprio regolamento e aperto a diversi ma selezionati operatori, presenta limiti dimensionali tali per cui i bassi volumi di scambi potrebbero esprimere quotazioni che non riflettono adeguatamente il reale valore delle azioni negoziate. Per tale motivo i prezzi potrebbero non riflettere adeguatamente il valore delle azioni della Banca.

- I Destinatari devono essere informati che la responsabilità della determinazione del prezzo, ai sensi dell'art. 7 dello Statuto della Banca, è di esclusiva competenza del Consiglio di Amministrazione, il quale sottoporrà la proposta di sovrapprezzo all'approvazione dell'Assemblea dei Soci. Resta espressamente inteso che Arché è sollevata da qualsiasi responsabilità nei confronti di terzi, direttamente o indirettamente, derivante dall'utilizzo della presente Relazione.
- I Destinatari della Relazione dovranno analizzare e valutare, nelle forme da essi ritenute più appropriate, le informazioni ivi contenute tenendo conto dei limiti e delle assunzioni di seguito riportati:
 - le stime di valore fornite in questo documento si basano su ipotesi e criteri valutativi generalmente accettati nella prassi e da noi applicati nella fattispecie attraverso le metodologie ritenute più appropriate, nel rispetto dell'incarico conferito;
 - l'analisi valutativa è stata condotta sulla base delle proiezioni economiche-finanziarie fornite dal management della Banca. I destinatari della Relazione devono essere informati che qualsiasi dato di carattere previsionale presenta per natura un profilo di incertezza. Infatti, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, gli scostamenti fra dati consuntivi e dati preventivati potrebbero essere significativi, anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni di carattere generale e ipotetico si manifestassero. Pertanto, nulla di quanto contenuto nella Relazione è o potrà essere ritenuto una dichiarazione espressa o implicita né alcuna garanzia da parte di Arché sul loro effettivo raggiungimento;
 - le proiezioni fornite dal management sono state elaborate in un contesto caratterizzato da uno straordinario grado di incertezza connessa all'attuale emergenza sanitaria legata alla diffusione del Coronavirus (COVID-19). Infatti nell'attuale condizione di mercato gli eventuali impatti ad essa connessi sono ancora difficilmente prevedibili e qualsiasi esercizio di carattere previsionale sarebbe caratterizzato da un ampio grado di discrezionalità, in quanto non vi è ancora contezza, né da parte di macroeconomisti né da parte di esperti di settore, della dimensione, in termini di ampiezza e durata, del fenomeno e delle relative conseguenze. In conseguenza di tale circostanza, sebbene le proiezioni possano riflettere la direzione del fenomeno connesso all'incremento dell'incertezza sulle proiezioni economiche (come la riduzione margine commissionale riferita al risparmio gestito e l'incremento rettifiche su crediti), allo stato attuale potrebbero non riflettere correttamente la dimensione di tali fenomeni;
 - tenuto conto della finalità per cui è richiesta la valutazione, nonché della prassi valutativa in tema di recesso, il processo valutativo alla base delle determinazioni del Consiglio di Amministrazione riflette in sostanza la consistenza patrimoniale della società e le sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni;
 - i risultati e il parere riportato in questo documento si basano sulle informazioni messe a nostra disposizione e/o a noi note fino alla data della Relazione. Non si assume alcuna responsabilità per possibili cambiamenti nelle condizioni di mercato e nessun obbligo di revisione dei contenuti della Relazione al fine di riflettere gli eventi e le nuove condizioni intervenute dopo la data di emissione della stessa.

- Per lo svolgimento dell'incarico abbiamo ottenuto dalla Banca i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine è stata utilizzata la seguente documentazione:
 - Bilancio preconsuntivo della Banca al 31 dicembre 2019 ed il bilancio approvato degli esercizi precedenti;
 - Proiezioni economico-patrimoniali 2020-24 della Banca, oltre all'andamento dei fondi propri, ai volumi di impieghi, raccolta diretta e indiretta per lo stesso periodo, che saranno oggetto di approvazione da parte del CdA previsto per il 28 aprile 2020;
 - Bozza della Policy in materia di determinazione del valore di rimborso delle azioni emesse dalla Banca, che sarà sottoposta all'approvazione da parte del CdA;
 - Comunicazione di Banca d'Italia del 7 febbraio 2020 in merito alla decisione sul capitale a conclusione del periodico processo di revisione prudenziale (SREP) condotto dalla Banca d'Italia;
 - Statuto di BPSA;
 - Altra documentazione di dettaglio e informazioni rese disponibili durante lo svolgimento del nostro incarico e nel corso degli incontri effettuati con il *Management* di BPSA, oltre a informazioni e dati pubblicamente disponibili fino alla data della Relazione.
- La documentazione e le informazioni utilizzate da Arché ai fini dello svolgimento del presente incarico non hanno costituito oggetto di verifiche, controlli, revisioni e/o certificazioni da parte della stessa, coerentemente con il mandato ricevuto. La responsabilità circa la correttezza e la completezza dei dati ricevuti rimane, quindi, esclusivamente a carico delle fonti.



- ✓ Executive summary
- ✓ Introduzione
- ✓ **Metodologia valutativa**
- ✓ Sezione valutativa
- ✓ Analisi titolo BPSA

- Il metodo di valutazione impiegato per la stima del valore è identificabile con il *Discounted Cash Flow* ("DCF" o Metodo finanziario) il quale stima il valore di una attività mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi determinati sulla base delle proiezioni economico-finanziarie. Nel caso delle banche e delle istituzioni finanziarie, viene applicato il *Dividend Discount Model* - "DDM", nella forma dell'*Excess Capital Method* - "ECM", in cui il flusso di cassa disponibile è inteso come il flusso di cassa distribuibile tenendo conto dei vincoli patrimoniali imposti dall'Autorità di Vigilanza e ritenuti congrui per il presidio del rischio tipico dell'attività analizzata. Pertanto i flussi finanziari futuri sono identificabili come i flussi che potenzialmente potrebbero essere distribuiti dopo aver soddisfatto i vincoli minimi di capitale allocato.
- Il metodo finanziario del DDM è espresso dalla seguente formula:

$$W = D_1(1 + k_e)^{-1} + D_2(1 + k_e)^{-2} + \dots + D_n(1 + k_e)^{-n} + TV$$

dove:

W: Valore d'azienda;

D₁, D₂, ..., D_n: Flussi di cassa attesi, intesi come dividendi potenzialmente distribuibili;

k_e: Tasso di attualizzazione definito pari al costo del capitale determinato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM");

n: Orizzonte temporale di riferimento delle proiezioni economico-patrimoniali;

TV: *Terminal value*, stimato come valore attuale di una rendita perpetua pari al flusso di cassa normalizzato sostenibile nel medio-lungo termine, in formula:

$$TV = \frac{D}{(k_e - g)}(1 + k_e)^{-n}$$

dove:

D: Flusso di cassa normalizzato sostenibile nel medio-lungo termine;

g: Tasso di crescita di medio-lungo termine.



DDM - Parametri e assunzioni

- Lo sviluppo del DDM si basa sulla stima delle proiezioni dei flussi di cassa disponibili, del tasso di attualizzazione e del tasso di crescita "g" di lungo termine.
- I **flussi di cassa attesi** sono stati definiti sulla base dei dati preconsuntivi al 31 dicembre 2019 e delle proiezioni 2020-2024 fornite dal *Management* di BPSA. In particolare, nella determinazione dei flussi distribuibili, si è tenuto conto dei seguenti requisiti patrimoniali:
 - TIER 1 % target è stato assunto pari al 10,90%, somma del requisito del 6,00%, della riserva di conservazione del 2,50%, del requisito aggiuntivo determinato a esito dello SREP, pari al 2,35% e della componente target (Pillar 2 Guidance, P2G), a fronte di una maggiore esposizione al rischio in condizioni di stress, pari a 0,50%;
 - TCR % target è stato assunto pari al 13,60%, pari alla somma del requisito del 8,00, della riserva di conservazione del 2,50%, del requisito aggiuntivo determinato a esito dello SREP, pari al 2,35% e della componente target (Pillar 2 Guidance, P2G), a fronte di una maggiore esposizione al rischio in condizioni di stress, pari a 0,50%;
- Il **tasso di attualizzazione** pari al 9,80%, è stato stimato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM"). Più in dettaglio, il rendimento di un investimento è calcolato come somma del tasso *risk free* (1,30%), del premio per il rischio ad esso attribuito (dato dal *market premium*, 5,70%⁽¹⁾, ponderato per il beta, 1,14) e del rischio aggiuntivo "α" pari al 2,00%, come esposto nella tabella successiva.

Risk free: rendimento di un investimento privo di rischio espresso dai titoli di Stato italiani a lungo termine (10Y). È stato considerato il valore medio dei rendimenti in un intervallo di tempo di tre mesi. (Fonte: Thomson Reuters)

Market premium: dato dalla differenza tra il rendimento di un portafoglio diversificato composto da tutti gli investimenti rischiosi disponibili sul mercato e il rendimento di un titolo privo di rischio.

Beta: esprime la correlazione tra i rendimenti di un singolo investimento rischioso e i rendimenti del portafoglio di mercato. In questo caso è pari al beta medio di un campione di banche italiane quotate. (Fonte: Thomson Reuters)

Rischio aggiuntivo: si veda la slide successiva.

Costo del capitale

Risk free rate R_f 1,30%

Market premium $R_m - R_f$ 5,70%⁽¹⁾

Beta β 1,14

Rischio aggiuntivo α 2,00%

Costo del capitale K_e **9,80%**

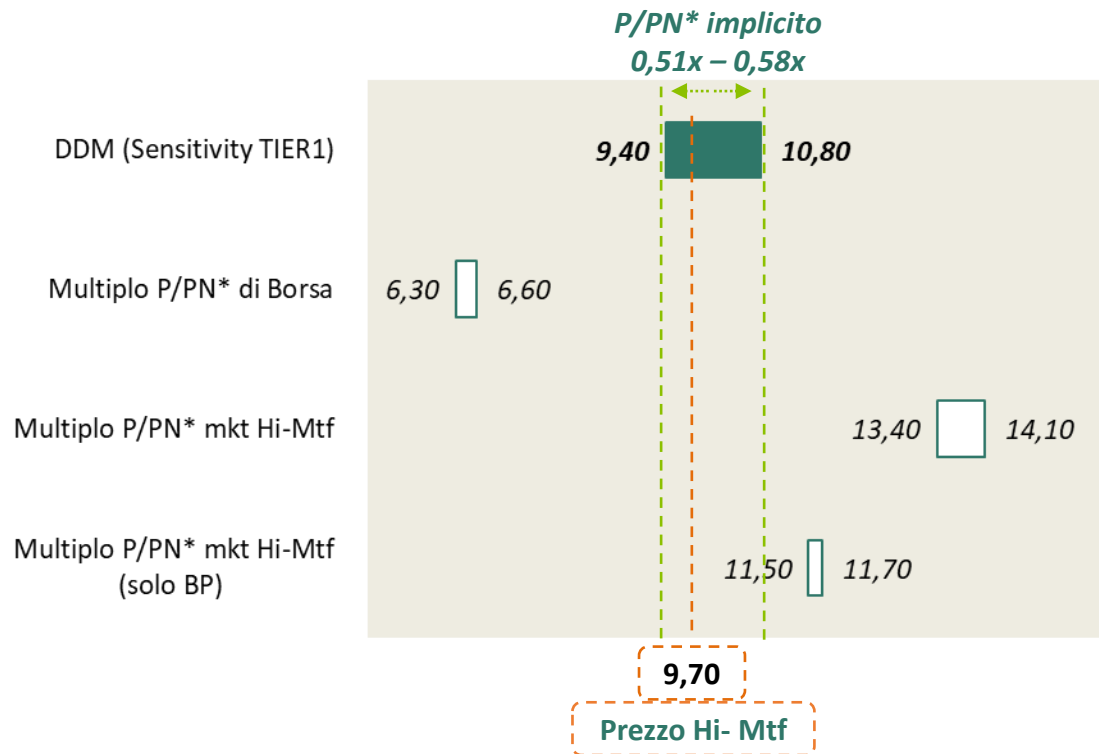
⁽¹⁾ L'impiego di un market premium del 5,70% è confermato nella prassi valutativa sia da un'analisi empirica degli Impairment test riportati in alcuni bilanci analizzati sia da un'analisi condotta su alcuni broker report di recente emissione, nonché da analisi pubblicate periodicamente da ricercatori quali Damodaran e Pablo Fernandez.

- L'analisi valutativa è stata condotta sulla base delle proiezioni economiche-finanziarie elaborate dal *Management*. Occorre tener presente che qualsiasi dato di carattere previsionale presenta per natura un profilo di incertezza. Infatti, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, gli scostamenti fra dati consuntivi e dati preventivati potrebbero essere significativi, anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni di carattere generale e ipotetico si manifestassero.
- Come è noto il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri si basa sul presupposto che l'incertezza delle previsioni venga adeguatamente riflessa nell'utilizzo di un appropriato fattore di attualizzazione, come accennato in precedenza.
- Sul punto va osservato che le proiezioni fornite dal *Management* sono state elaborate in un contesto caratterizzato da uno straordinario grado di incertezza connessa all'attuale emergenza sanitaria legata alla diffusione del Coronavirus (COVID-19). Infatti nell'attuale condizione di mercato gli eventuali impatti ad essa connessi sono ancora difficilmente prevedibili e qualsiasi esercizio di carattere previsionale sarebbe caratterizzato da un ampio grado di discrezionalità, in quanto non vi è ancora contezza, né da parte di macroeconomisti né da parte di esperti di settore, della dimensione, in termini di ampiezza e durata, del fenomeno e delle relative conseguenze.
- Nella consapevolezza del grado di sensibilità di una stima di valore rispetto ai dati previsionali utilizzati alla base del processo valutativo, la prassi professionale fornisce alcune modalità e tecniche per calmierare l'incertezza insita in tali informazioni. A tal fine e in coerenza anche con la Policy che la Banca intende adottare, è stato ritenuto opportuno aggiungere nella stima del costo del capitale un premio di rischio aggiuntivo pari al 2,00%.
- Inoltre data la circostanza di straordinaria incertezza a cui è associato il rischio di deterioramento del contesto economico e finanziario, si è ritenuto prudente considerare quali livelli minimi di patrimonializzazione, i livelli *target* (Pillar 2 Guidance, P2G) indicati dall'Autorità di Vigilanza nell'ultima comunicazione relativa alla decisione sul processo di revisione e valutazione prudenziale ("SREP"), anziché i livelli vincolanti indicati nella stessa comunicazione (quest'ultimi più bassi di 50 basis point).

- La stima del **tasso di crescita di lungo termine (g)** è stata effettuata seguendo la prassi di settore e nel rispetto del disposto dello IAS 36. Il Paragrafo 33 lettera c) dello IAS 36 prevede che, per le proiezioni economiche relative agli anni successivi al periodo coperto da *budget/piani*, occorre *“far uso di un tasso di crescita stabile o in diminuzione, a meno che un tasso crescente possa essere giustificato. Questo tasso di crescita non deve eccedere il tasso medio di crescita a lungo termine della produzione, dei settori industriali, del Paese o dei Paesi in cui l’entità opera, o dei mercati nei quali il bene utilizzato è inserito, salvo che un tasso superiore possa essere giustificato”*.
- Per i settori maturi, qual è quello bancario, è prassi utilizzare un tasso di crescita di lungo termine sostanzialmente allineato all’inflazione attesa assumendo implicitamente un tasso di crescita reale dei flussi di cassa pari a zero.
- Nel caso specifico la stima del 1,5% risulta da un’analisi articolata su più fonti, basata sul principio di ragionevolezza. Nello specifico i fattori che sono stati considerati sono:
 - *variazione dell’indice dei prezzi al consumo italiani* – la variazione media dell’Indice generale nazionale dei prezzi al consumo per il periodo 2009-2018 è stato pari a circa 1,3% (Fonte: *ECB - All-items*);
 - *stime sul tasso di inflazione in crescita* – sulla base delle stime diffuse dall’*International Monetary Fund (IMF)* si prevede per i prossimi anni una crescita del tasso di inflazione; in particolare, l’Istituto prevede un tasso crescente pari allo 0,74% nel 2019, all’1,036% nel 2020, all’1,139% nel 2021, all’1,324% nel 2022, all’1,425% nel 2023 e all’1,498 nel 2024;
 - *orientamenti della prassi di settore* – da un’analisi condotta su un campione di banche italiane in merito ai parametri utilizzati per l’*impairment test* degli avviamenti, effettuato in occasione della chiusura del bilancio 2018, il tasso «g» mediamente applicato è pari al 1,85%.
- Sulla base di queste considerazioni e tenuto conto che il tasso «g» è una stima legata ad un arco temporale di lungo termine, si è ritenuto ragionevole e prudente considerare una stima pari all’1,5%.

- Ai soli fini informativi è stato applicato il **metodo dei multipli** che si basa sull'esistenza di una relazione quantitativa tra la misura di alcune variabili fondamentali e il valore che il mercato attribuisce all'impresa. Dato che imprese simili dovrebbero essere caratterizzate da valori analoghi del rapporto tra il valore di mercato e le dette variabili, il metodo dei multipli prevede che la misura del rapporto riscontrata sull'insieme di tali imprese sia utilizzata per ricavare il valore di mercato teorico di imprese per cui non si dispone del valore di mercato diretto, ma si dispone della misura delle variabili correlate. Tale metodo è stato applicato nella variante dei **Multipli di mercato**, che prendono a riferimento multipli stimati rispettivamente sulla base dei prezzi di alcune società quotate e comparabili alla *target*.
- Nel caso in esame, va tenuto in considerazione che:
 - l'applicazione del metodo dei **multipli di Borsa** si basa su campione di banche italiane che non sono perfettamente comparabili a BPSA per struttura societaria, radicamento territoriale e dimensione patrimoniale;
 - l'applicazione del metodo dei **multipli Hi-Mtf** si basa su prezzi formati in un sistema di scambio caratterizzato da limitati volumi di transazioni.
- I metodi precedenti, tuttavia, opportunamente analizzati, possono fornire un quadro informativo più completo e offrire un utile riferimento al possibile di valore di mercato delle azioni della Banca.

- Per fornire dei valori di confronto, al metodo del DDM sono state affiancate le valutazioni eseguite tramite i multipli di mercato (multipli di Borsa, multipli Hi-Mtf).
- Per i multipli Hi-Mtf sono stati considerati due campioni: (i) il campione "tutte" che considera l'insieme delle società quotate sul mercato Hi-Mtf e (ii) il campione "solo BP" ovvero che, rispetto al campione precedente considera le sole con la forma di Banca Popolare.



P/PN = multiplo del prezzo sul patrimonio netto tangibile.*

- L'analisi valutativa svolta con DDM fornisce un intervallo di valori, compreso tra **Euro 9,40** ed **Euro 10,80** per azione.



- ✓ Executive summary
- ✓ Introduzione
- ✓ Metodologia valutativa
- ✓ **Sezione valutativa - DDM**
- ✓ Analisi titolo BPSA

- La figura seguente riporta i dati economici al 31 dicembre 2019 e previsionali come da proiezioni economiche 2020-2024. I dati previsionali citati sono stati elaborati dal *Management* della Banca e saranno oggetto di approvazione da parte del CdA previsto per il 28 aprile 2020.

Conto Economico (valori Euro mln)	2019	%	2020E	%	2021E	%	2022E	%	2023E	%	2024E	%
Margine di interesse	21,2	64%	20,1	58%	20,1	61%	20,2	60%	20,7	60%	21,4	60%
Commissioni nette	11,5	35%	12,2	35%	12,5	38%	12,9	38%	13,3	38%	13,8	38%
Altri proventi operativi	0,6	2%	2,6	7%	0,6	2%	0,6	2%	0,6	2%	0,6	2%
Margine di intermediazione	33,4	100%	34,8	100%	33,2	100%	33,7	100%	34,6	100%	35,7	100%
Rettifiche nette	(9,5)	-29%	(10,5)	-30%	(9,2)	-28%	(9,1)	-27%	(9,0)	-26%	(9,0)	-27%
Risultato netto ges.ne finan.	23,8	71%	24,3	70%	24,0	72%	24,6	73%	25,6	74%	26,7	73%
Spese del personale	(14,9)	-45%	(15,0)	-43%	(14,0)	-42%	(13,7)	-41%	(13,7)	-40%	(13,5)	-41%
Altre spese ammin.ve	(10,7)	-32%	(11,3)	-32%	(11,2)	-34%	(11,1)	-33%	(11,0)	-32%	(10,9)	-33%
Accantonamenti	(0,2)	-1%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Ammortamenti	(2,2)	-7%	(2,1)	-6%	(2,1)	-6%	(2,1)	-6%	(2,1)	-6%	(2,1)	-6%
Proventi di gestione	7,4	22%	6,6	19%	6,4	19%	6,3	19%	6,1	18%	6,0	19%
Costi operativi	(20,7)	-62%	(21,8)	-63%	(20,9)	-63%	(20,6)	-61%	(20,7)	-60%	(20,5)	-61%
Ris.to operatività corrente	3,1	9%	2,5	7%	3,1	9%	3,9	12%	4,9	14%	6,2	12%
Imposte sul reddito	(1,1)	-3%	(0,9)	-2%	(1,1)	-3%	(1,4)	-4%	(1,7)	-5%	(2,2)	-4%
Risultato netto	2,0		1,6		2,0		2,6		3,2		4,0	

- La figura seguente riporta i dettagli sul Patrimonio di Vigilanza al 31 dicembre 2019 e previsionali come da proiezioni economico-patrimoniali 2020-2024. I dati previsionali citati sono stati elaborati dal *Management* della Banca e saranno oggetto di approvazione da parte del CdA previsto per il 28 aprile 2020.

Patr. di vigilanza <i>(valori in Euro mln)</i>	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Capitale + Riserve iniziali	75,4	77,4	52,2	54,8	58,2	62,5
Risultato di esercizio	2,0	1,6	2,0	2,6	3,2	4,0
Apporto/(distribuzione) capitale	-	(26,2)	1,2	1,7	2,0	0,0
Rettifica dell'utile	-	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(0,9)	(0,8)
Totale PN post distribuzione	77,4	52,2	54,8	58,2	62,5	65,8
Altri Elementi del CET1	9,3	6,5	3,5	(0,2)	(3,9)	(2,9)
Totale Capitale di Classe 1	86,7	58,7	58,3	58,1	58,7	62,9

- La rettifica dell'utile tiene conto di due effetti:
 - i maggiori/minori interessi a fronte della distribuzione/apporto di capitale alla base del DDM. Ai fine della stima è stato considerato un tasso lordo della raccolta in linea con l'andamento previsionale dell'EURIBOR lungo il periodo di proiezioni, così come stimato da Prometeia. Gli interessi sono stati corretti per tenere conto dell'effetto fiscale.
 - l'impatto prodotto dal maggiore Patrimonio Supplementare teorico di cui la Banca si dovrebbe dotare per raggiungere il requisito *Total Capital ratio* del 13,60% che le consentirebbe la distribuzione piena dei dividendi secondo quanto previsto da Basilea 3. A tal fine sono stati considerati i maggiori interessi derivanti dalla necessità di dotarsi di tale dotazione di capitale. Gli interessi sono stati corretti per tenere conto dell'effetto fiscale.

Flussi distribuibili (valori Euro mln)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
RWA ponderato	554,70	550,00	550,38	550,75	538,50	538,75
Tier1 equity target	60,5	60,0	60,0	60,0	58,7	58,7
TIER1 target %	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%
Eccesso/(Carenza) di capitale	26,2	(1,2)	(1,7)	(2,0)	(0,0)	4,2

Patrimonio Supplementare teorico	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
TCR target %	13,60%	13,60%	13,60%	13,60%	13,60%	13,60%
Differenziale	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%
Patrimonio supplementare teorico	15,0	14,9	14,9	14,9	14,5	14,5
Prestito subordinato in essere	4,8	2,9	1,0	-	-	-

- I flussi distribuibili sono stati stimati tenendo conto delle disposizioni in materia di vigilanza prudenziale per gli istituti di credito ("Basilea 3") e di quanto comunicato da Banca d'Italia con riferimento ai requisiti patrimoniali da rispettare per la Banca. Nello specifico, ed esclusivamente ai fini valutativi, si è assunto un TIER 1 *target ratio* ("TIER 1 *target %*") pari all' 10,90%.
- Inoltre nel calcolo dei flussi distribuibili si è tenuto conto del costo figurativo del Capitale di Classe 2 che la Banca dovrebbe emettere per soddisfare il requisito minimo di *Total Capital Ratio* pari al 13,60%.
- Considerata la circostanza di straordinaria incertezza a cui è associato il rischio di deterioramento del contesto economico e finanziario, si è ritenuto prudente considerare quali livelli minimi di patrimonializzazione, i livelli *target* (Pillar 2 Guidance, P2G) indicati dall'Autorità di Vigilanza nell'ultima comunicazione relativa alla decisione sul processo di revisione e valutazione prudenziale ("SREP"), anziché i livelli vincolanti indicati nella stessa comunicazione (quest'ultimi più bassi di 50 basis point).

Calcolo del Terminal Value (valori in Euro mln)		
Reddito netto (2024)	a)	4,0
Rettifica dell'utile	b)	(0,9)
Reddito netto adjusted	$c = (a + b)$	3,2
Reddito netto adjusted di lungo periodo	$d = (c * (1 + 1,5\%))$	3,2
RWA (2024)	e)	538,8
TIER1 target (2024)	$f = (e * 10,90\%)$	58,7
Assorbimento di lungo periodo	$g = (f * 1,5\%)$	0,9
Flusso normalizzato	$h = (g - d)$	2,3
Ke	i)	9,80%
Tasso "g"	l)	1,50%
Terminal Value	$m = h / (i - l)$	28,0

- Per il calcolo del reddito netto *adjusted* è stata considerata la Rettifica dell'utile dell'ultimo anno delle proiezioni economico-patrimoniali, data dalla somma di:
 - interessi passivi ottenuti applicando all'ammontare di capitale cumulato distribuito fino a quell'anno un tasso lordo della raccolta in linea con l'andamento previsionale dell'EURIBOR lungo il periodo di proiezioni, così come stimato da Prometeia. Gli interessi sono stati corretti per tenere conto dell'effetto fiscale;
 - l'impatto economico figurativo prodotto dal maggiore Patrimonio Supplementare teorico di cui la Banca si dovrebbe dotare per raggiungere il requisito *Total Capital ratio* del 13,60% che le consentirebbe la distribuzione piena dei dividendi secondo quanto previsto da Basilea 3.
- Il TIER1 è stato determinato in percentuale, pari al 10,90% dell'RWA ponderato dell'ultimo anno di proiezioni economico-patrimoniali.
- Si è ipotizzato, infine, che parte del Reddito netto *adjusted* di lungo periodo venga assorbito per il rispetto dei requisiti di vigilanza nel lungo periodo e quindi cresca al tasso "g".



Stima del valore della Banca

- Di seguito si riporta la stima del valore della Banca alla data del 31 dicembre 2019, effettuata tramite il DDM.
- Il *Terminal Value* è stato stimato come descritto nella slide precedente.
- I flussi distribuibili sono stati scontati sulla base di un costo del capitale “ K_e ” pari a circa il 9,80%.

Valore della Banca (valori Euro mln)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	TV
Flussi distribuibili	26,2	(1,2)	(1,7)	(2,0)	(0,0)	4,2	28,0
<i>Fattore di attualizzazione</i>	1,000	0,911	0,829	0,755	0,688	0,627	
Flussi attualizzati	26,2	(1,1)	(1,4)	(1,5)	(0,0)	2,6	
Somma flussi attualizzati	24,8	58,5%					
TV attualizzato	17,6	41,5%					
Equity value	42,4						
<u>Multipli impliciti</u>							
<i>P/PN</i> 2019 <i>tangible</i>	0,55x						

- Sulla base delle analisi svolte e delle assunzioni descritte, la **stima del valore di BPSA** è pari a **Euro 42,4 milioni**.

- È stata svolta un'analisi di sensibilità al fine di verificare la variazione dei valori ottenuti rispetto ai parametri di mercato utilizzati, ed in particolare rispetto alla variazione del tasso di attualizzazione K_e e al requisito patrimoniale, TIER 1 target ratio ("TIER 1 % target"). In particolare, è stata considerata una variazione di ± 50 bps dei parametri utilizzati.

		Valore della Banca				
		TIER1 target %				
		10,40%	10,65%	10,90%	11,15%	11,40%
K_e	9,30%	45,3	44,6	43,9	43,3	42,6
	9,55%	44,5	43,8	43,1	42,4	41,8
	9,80%	43,8	43,1	42,4	41,7	41,0
	10,05%	43,1	42,4	41,6	40,9	40,2
	10,30%	42,4	41,7	41,0	40,2	39,5

Euro mln

- L'analisi di sensibilità ha fornito un *range* di valori per BPSA compreso tra **Euro 39,5 milioni** ed **Euro 45,3 milioni**, a cui corrisponde un valore per azione rispettivamente compreso fra **Euro 9,50** e **Euro 10,80**.

		Valore per azione				
		TIER1 target %				
		10,40%	10,65%	10,90%	11,15%	11,40%
K_e	9,30%	10,8	10,6	10,5	10,3	10,2
	9,55%	10,6	10,4	10,3	10,1	10,0
	9,80%	10,4	10,3	10,1	9,9	9,8
	10,05%	10,3	10,1	9,9	9,8	9,6
	10,30%	10,1	9,9	9,8	9,6	9,4

Euro



- ✓ Executive summary
- ✓ Introduzione
- ✓ Metodologia valutativa
- ✓ **Sezione valutativa – Multipli di mercato**
- ✓ Analisi titolo BPSA
- ✓ Analisi di Mercato

- La tabella seguente riporta il valore medio e mediano dei multipli P/PN tangibile di dieci banche italiane quotate. In questo caso è stata esclusa Carige poiché presentava rilevanti e persistenti difficoltà economico-patrimoniali che la rendevano non comparabili alla Banca.
- Il prezzo sul Patrimonio Netto tangibile, ovvero il Patrimonio Netto al netto dell'avviamento contabile, è un multiplo ampiamente utilizzato nel settore bancario considerati i vincoli imposti dalla normativa di Vigilanza in termini di capitale minimo da detenere e di copertura delle perdite potenziali future legate ai crediti deteriorati netti.
- La valutazione è stata effettuata impiegando entrambi i multipli, medio e mediano, come di seguito riportato.

Campione Multipli di Borsa

<i>Banca</i>	<i>P/PN*</i>	<i>CET1 Ratio</i>
Intesa Sanpaolo	0,46x	13,9%
Unicredit	0,27x	13,1%
UBI Banca	0,29x	12,3%
Banco BPM	0,16x	14,6%
Banca Monte dei Paschi di Siena	0,15x	14,7%
Credito Emiliano	0,44x	13,5%
BPER Banca	0,27x	13,9%
Banca Popolare di Sondrio	0,23x	15,7%
Banco di Desio e della Brianza	0,36x	14,4%
Credito Valtellinese	0,20x	20,1%
	Media	0,28x
	Mediana	0,27x

PN = Patrimonio netto tangibile, ovvero al netto dell'avviamento contabile.*

- Nella tabella seguente è riportato il *range* di valori stimati applicando al patrimonio netto stimato al 31 dicembre 2019 della Banca il multiplo P/PN*, medio e mediano, calcolato con riferimento al campione di società quotate comparabili.

Per un più corretto impiego del multiplo P/PN*, si è proceduto con la stima di valore attraverso il seguente procedimento:

- definizione di un CET1 teorico, ottenuto moltiplicando il rapporto CET1/RWA mediano registrato nel campione di comparabile a RWA della Banca valutata;
- calcolo della differenza tra il PN tangibile e il CET1 effettivo della Banca al fine di ottenere un valore di Rettifica di Vigilanza;
- definizione del PN* teorico target, ottenuto sommando al CET1 effettivo la Rettifica di Vigilanza;
- applicazione del multiplo P/PN* al PN* teorico target della Banca valutata;
- il valore teorico ottenuto al punto precedente viene rettificato per l'eccesso/(carenza) di capitale, quest'ultimo ottenuto come differenza tra il CET1 effettivo della Banca e il CET1 teorico.



Note		Multipli di borsa	
PN tangibile (PN*) al 31 dicembre 2019	a)	77,4	
RWA 31 dicembre 2019	b)	554,9	
CET1 mediano target campione	c)	14,2%	
CET1 teorico	d) = (b*c)	78,6	
CET1 effettivo	e)	86,7	
Rettifica vigilanza	f) = (a-e)	(9,3)	
PN teorico target	g) = (d+f)	69,3	
		P / PN*	
		min	max
Multiplo campione	h)	0,27x	0,28x
Valore teorico	i) = (g*h)	18,5	19,6
Eccesso/(Carenza) capitale	j) = (e-d)	8,1	8,1
Equity value	(i+j+k)	26,6	27,7
Valore per azione		6,30	6,60

N° di azioni in circolazione: 4.177.256

- Nella tabella si riporta il campione composto dai multipli di realtà comparabili impliciti in recenti transazioni avvenute nel mercato Hi-Mtf. Tale campione considera le quotazioni di quelle banche che storicamente hanno presentato delle transazioni ed esclude quelle società per le quali non si sono registrati scambi azionari.
- Sono stati considerati due differenti campioni: (i) il campione che considera l'insieme delle società quotate sul mercato Hi-Mtf con un certo periodo di osservazioni e la disponibilità di dati riferiti al 31 dicembre 2019 (dove non disponibili sono stati utilizzati gli ultimi dati disponibili alla data di valutazione) e (ii) il campione che considera le sole banche con la forma di Banca Popolare.

Campione Multipli Hi-Mtf

<i>Banca</i>	<i>P/PN*</i>	<i>CET1 Ratio</i>
Banca Agricola Popolare di Ragusa	0,88x	26,1%
Banca di Imola	0,67x	19,0%
Banca Macerata	0,85x	15,0%
Banca Popolare Cortona	0,86x	15,3%
Banca Popolare di Fondi	0,86x	15,0%
Banca Popolare Lajatico	0,63x	13,9%
Banca Popolare del Lazio	0,59x	18,6%
Banca Popolare Pugliese	0,27x	17,2%
Banca Popolare Valconca	0,23x	13,1%
Banca Sella	0,68x	11,4%
Banca Valsabbina	0,42x	14,4%
Banca del Frusinate	0,92x	17,2%
Banca Popolare Puglia e Basilicata	0,32x	13,6%
CR Asti	0,89x	13,4%
CR Bolzano	0,78x	13,0%
CiviBank	0,38x	13,7%
CR Cento	0,16x	12,5%
Credit Agricole Friuladria	1,38x	10,5%
La Cassa di Ravenna	1,06x	11,6%
Banca Popolare Altro Adige	0,78x	12,8%
Media	0,68x	14,9%
Mediana	0,73x	13,8%
Media (selezione solo BP)	0,60x	15,9%
Mediana (selezione solo BP)	0,61x	14,7%

- Nella tabella seguente è riportato il *range* di valori stimati applicando al patrimonio netto stimato al 31 dicembre 2019 della Banca il multiplo $P/PN_{\text{tangibile}}$ medio e mediano, calcolato con riferimento al campione relativo al mercato di scambio Hi-Mtf in precedenza descritto con riferimento a tutte le banche quotate.
- Coerentemente con il calcolo dei multipli relativi alle precedenti valutazioni e in linea con la prassi valutativa, è stato qui considerato il PN tangibile della Banca (PN*), ossia al netto dell'avviamento contabile.

Note		Multipli Hi-mtf tutti	
PN tangibile (PN*) al 31 dicembre 2019	a)	77,4	
RWA 31 dicembre 2019	b)	554,7	
CET1 mediano target campione	c)	13,8%	
CET1 teorico	d) = (b*c)	76,3	
CET1 effettivo	e)	86,7	
Rettifica vigilanza	f) = (a-e)	(9,3)	
PN teorico target	g) = (d+f)	67,0	
		P / PN*	
		<i>min</i>	<i>max</i>
Multiplo campione	h)	0,68x	0,73x
Valore teorico	i) = (g*h)	45,6	48,7
Eccesso/(Carenza) capitale	j) = (e-d)	10,4	10,4
Equity value	(i+j+k)	56,0	59,1
Valore per azione		13,40	14,10

N° di azioni in circolazione: 4.177.256

- Nella tabella seguente è riportato il *range* di valori stimati applicando al patrimonio netto stimato al 31 dicembre 2019 della Banca il multiplo $P/PN_{\text{tangibile}}$ medio e mediano, calcolato con riferimento al campione relativo al mercato di scambio Hi-Mtf in precedenza descritto con riferimento alle sole banche popolari.
- Coerentemente con il calcolo dei multipli relativi alle precedenti valutazioni e in linea con la prassi valutativa, è stato qui considerato il PN tangibile della Banca (PN*), ossia al netto dell'avviamento contabile.

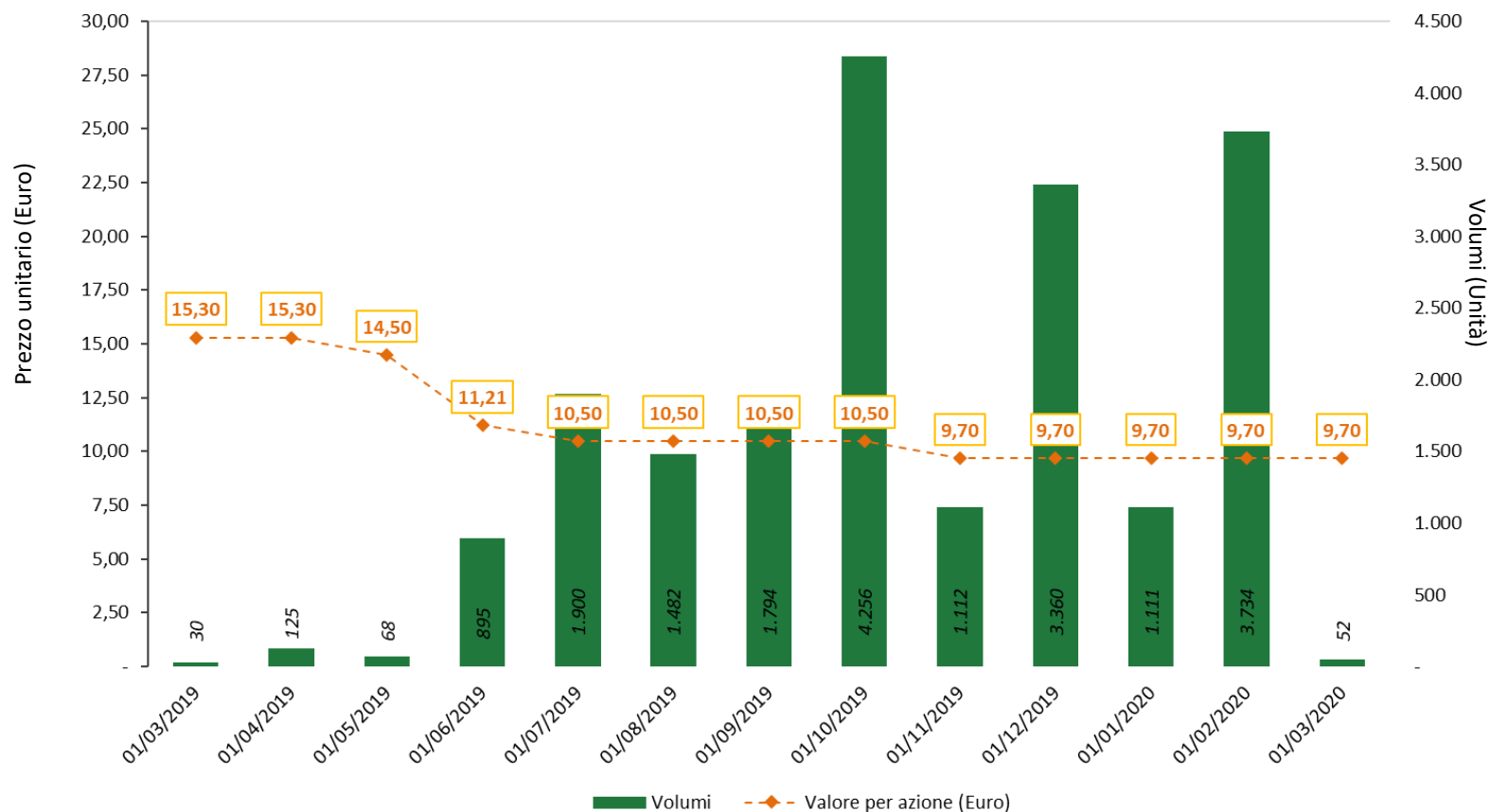
Note		Multipli Hi-mtf BP	
PN tangibile (PN*) al 31 dicembre 2019	a)	77,4	
RWA 31 dicembre 2019	b)	554,7	
CET1 mediano target campione	c)	14,7%	
CET1 teorico	d) = (b*c)	81,6	
CET1 effettivo	e)	86,7	
Rettifica vigilanza	f) = (a-e)	(9,3)	
PN teorico target	g) = (d+f)	72,4	
		P / PN*	
		min	max
Multiplo campione	h)	0,60x	0,61x
Valore teorico	i) = (g*h)	43,1	44,2
Eccesso/(Carenza) capitale	j) = (e-d)	5,0	5,0
Equity value	(i+j+k)	48,1	49,3
Valore per azione		11,50	11,70

N° di azioni in circolazione: 4.177.256



- ✓ Executive summary
- ✓ Introduzione
- ✓ Metodologia valutativa
- ✓ Sezione valutativa
- ✓ **Analisi titolo BPSA**

- Il grafico seguente mostra l'andamento del prezzo dell'azione di BPSA nel mercato Hi-Mtf, in cui la stessa si è quotata a partire dal 25 giugno 2018:



- Dall'analisi dei prezzi e dei volumi trattati emerge che il mercato Hi-Mtf, per quanto rappresenti un mercato con un proprio regolamento e aperto a diversi operatori, presenta importanti limiti dimensionali, tanto che i volumi trattati dell'azione della Banca nei mesi che vanno da gennaio 2019 a fine marzo 2020 sono stati complessivamente pari a 19.981 azioni, circa l'0,48% del totale delle azioni in circolazione.