



Banca Popolare di Sant'Angelo S.c.p.a.

Parere sul processo di valutazione delle azioni ai fini dell'art. 7 dello Statuto sociale

23 aprile 2020

INDICE

1. Premessa	3
2. Analisi del processo di valutazione	3
2.1. Metodologia di valutazione e procedura adottata	3
2.2. Policy per la determinazione del prezzo delle azioni	3
2.3. Commenti sull'adeguatezza della scelta del metodo di valutazione	4
3. Analisi dei prezzi e delle valutazioni	4
3.1. Andamento prezzi Hi-MTF e valori determinati ai fini dell'art. 7 dello Statuto	4
3.2. Commenti rispetto all'andamento indici di mercato	5
4. Analisi delle modalità di applicazione del metodo di valutazione	6
4.1. Flussi finanziari attesi	6
4.2. Costo del capitale	8
4.3. Flusso normalizzato e tasso di crescita di lungo termine	11
5. Analisi degli scostamenti	12
5.1. Prezzi e parametri	12
5.2. Proiezioni economico-patrimoniali	12
6. Conclusioni	13

1. Premessa

Nel rispetto delle previsioni statutarie, annualmente il Consiglio di Amministrazione deve formulare la proposta di delibera da sottoporre all'Assemblea ordinaria dei Soci per la determinazione del valore delle azioni di propria emissione (di seguito "Azioni"). Nello specifico i commi 1 e 2 dell'art. 7 dello Statuto Sociale prevedono che: *"Su proposta degli Amministratori, sentito il Collegio Sindacale, l'Assemblea dei Soci determina annualmente, in sede di approvazione del bilancio, l'importo che, tenuto conto delle riserve patrimoniali risultanti dal bilancio approvato, deve essere versato in aggiunta al valore nominale per ogni nuova azione emessa nell'esercizio.*

Allo stesso valore complessivo ha luogo il rimborso delle azioni per i casi di scioglimento del rapporto sociale previsti dallo Statuto che si verificano nel corso dell'esercizio".

Fermo restando la regolamentazione in materia e tenuto conto della consolidata prassi della valutazione d'azienda nel settore bancario, a seguito della comunicazione della Banca d'Italia del 15 aprile la scrivente Unità, in ottemperanza a quanto richiesto, ha effettuato una valutazione della metodologia utilizzata dalla Banca per determinare il valore dell'azione che sarà sottoposta all'approvazione dell'assemblea ordinaria dei soci.

Occorre premettere che la Banca si è avvalsa del supporto della società di consulenza Arché in qualità di advisor finanziario, la quale ha assistito le funzioni aziendali per definire il modello applicativo finalizzato alla determinazione della valutazione. Un supporto è stato richiesto in particolare per definire i parametri di riferimento necessari alla configurazione del modello applicato.

2. Analisi del processo di valutazione

2.1. Metodologia di valutazione e procedura adottata

Nel recente passato, il prezzo delle azioni proposto all'approvazione dell'Assemblea dei Soci è stato determinato ai fini dell'art. 7 dello Stato Sociale dal Consiglio di Amministrazione con il supporto di un *advisor* esterno dotato dei necessari requisiti di professionalità. Sulla base di un intervallo di valori fornito dall'*advisor*, il Consiglio di Amministrazione, sentito il parere del Collegio Sindacale, a determinato il prezzo delle azioni proposto poi all'approvazione dell'Assemblea dei Soci.

Il metodo di valutazione utilizzato dall'*advisor* e fatto proprio dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni è stato il *Dividend Discount Model*, nella variante *excess capital* ("DDM"). Tale metodologia conduce a determinare il valore di una banca sulla base dei flussi di cassa prospettici potenzialmente distribuibili agli azionisti senza pregiudicare predefiniti livelli di patrimonio, quantificati selezionando un *capital ratio* obiettivo nel rispetto delle disposizioni normative di settore. Nello specifico i flussi finanziari futuri sono identificabili come i flussi che potenzialmente potrebbero essere distribuiti dopo aver soddisfatto i livelli di patrimonializzazione imposti dall'Autorità di Vigilanza per il presidio del rischio delle attività svolte.

2.2. Policy per la determinazione del prezzo delle azioni

La scrivente Unità nell'ambito dell'attività di valutazione della metodologia adottata, considerato che le azioni della Banca sono negoziate, a far data dal 25 giugno 2018 sul segmento "Order driven – azionario" del sistema multilaterale di negoziazione gestito da Hi-Mtf Sim S.p.A. , a partire dall'anno in corso la Banca ha ritenuto opportuno definire un sistema di calcolo del prezzo delle azioni da proporre all'Assemblea dei Soci che, nel rispetto delle previsioni statutarie, consenta di tenere in considerazione

anche l'andamento del prezzo di mercato derivante dagli scambi sul sistema Hi-MTF.

Nello specifico la formula che il Consiglio di Amministrazione intende proporre all'Assemblea dei Soci permette di determinare il prezzo di rimborso delle azioni ogni mese dell'anno quale risultante della media tra il prezzo medio a 6 mesi rilevato sull'Hi-MTF e il prezzo di Riferimento che l'Assemblea approva in continuità con il passato sulla base delle valutazioni ottenute con il metodo del *Dividend Discount Model*.

Al contempo, in considerazione dell'esigenza di garantire nel tempo continuità valutativa, la Banca ha deciso, sempre a partire dall'anno in corso di formalizzare in una *Policy* le modalità ed i criteri adottati dalle strutture interessate e dal Consiglio di Amministrazione di formulare la proposta di delibera da sottoporre all'Assemblea ordinaria dei Soci per la determinazione del valore di rimborso delle azioni di propria emissione ai sensi dell'art. 7 dello Statuto Sociale.

2.3. Commenti sull'adeguatezza della scelta del metodo di valutazione

La scelta del DDM quale metodo di valutazione, a parere della scrivente Unità, risulta condivisibile alla luce delle caratteristiche proprie del metodo stesso e delle caratteristiche di una azienda bancaria, oltre che essere il metodo più diffuso nella migliore prassi che si è sviluppata nel settore.

L'utilizzo di tale metodologia permette meglio di apprezzare le caratteristiche intrinseche della Banca beneficiando della più diretta conoscenza del relativo *business* e del maggior flusso di informazioni interne rispetto a quelle note al mercato. È prassi nel settore, infatti, che i flussi finanziari siano di norma stimati utilizzando l'ultimo piano d'impresa pubblico disponibile, o, in mancanza di tale informazione, attraverso la formulazione di un piano previsionale interno da parte del *management* per un periodo massimo di 5 anni ed elaborato utilizzando tutte le informazioni interne utili.

Inoltre risulta di particolare importanza come il metodo scelto (DDM) determina il valore dell'azienda bancaria sulla base della sua principale caratteristica che la distingue da una normale azienda, ovvero la dotazione patrimoniale minima. Questa caratteristica della metodologia permette di rispettare pienamente le previsioni civilistiche e statutarie in quanto, valorizza le prospettive reddituali per il tramite dei dividendi potenzialmente distribuibili in futuro e al contempo la consistenza patrimoniale – e quindi le riserve patrimoniali – dato che i flussi distribuibili dipendono dai requisiti di patrimonializzazione previsti dalla normativa di settore.

Infine è pienamente condivisibile la scelta della banca di proporre all'approvazione dell'Assemblea dei Soci una formula in modo da poter tenere in considerazione nella determinazione del prezzo di rimborso delle azioni anche l'andamento del prezzo a cui vengono scambiati i titoli sul mercato. Ciò si infatti, oltre ad essere in linea con le previsioni statutarie, si conforma alle previsioni civilistiche dove all'art. 2437-ter si richiede, in caso di recesso del socio, di determinare il prezzo di liquidazione delle azioni tenendo adeguatamente in considerazione oltre alla consistenza patrimoniale – quindi anche delle riserve patrimoniali – le prospettive reddituali della Banca nonché l'eventuale valore di mercato delle Azioni.

3. Analisi dei prezzi e delle valutazioni

3.1. Andamento prezzi Hi-MTF e valori determinati ai fini dell'art. 7 dello Statuto

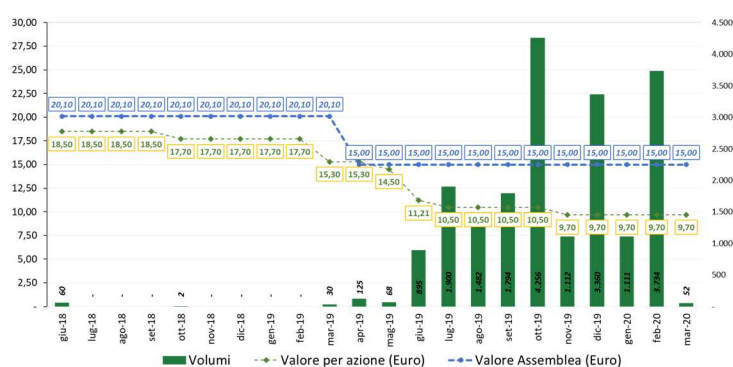
Il grafico seguente mostra l'andamento del prezzo e dei volumi dell'azione di BPSA nel mercato Hi-Mtf, in cui la stessa si è quotata a partire dal 25 giugno 2018. Vengono inoltre mostrati i prezzi determinati dall'Assemblea ad aprile 2018, 2019.

Il prezzo per azione che sarà sottoposto all'approvazione dell'assemblea 2020 sarà compreso in un intervallo di valori fra Euro 9,40 e Euro 10,80.

Il grafico evidenzia una graduale convergenza del prezzo delle azioni definito dall'Assemblea annualmente rispetto al prezzo a cui le azioni vengono scambiate sul sistema multilaterale di negoziazione Hi-MTF.

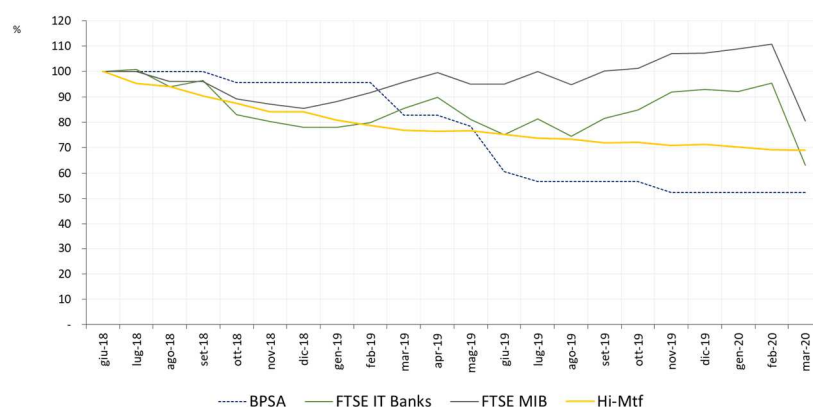
3.2. Commenti rispetto all'andamento indici di mercato

Il grafico seguente mostra il confronto fra il FTSE MIB, l'indice di tutte le banche quotate, il titolo BPSA e l'indice di tutte le banche che erano quotate sull'Hi-MTF alla data di quotazione di BPSA. Gli indici sono stati costruiti considerando base 100, giugno 2018, data di quotazione di BPSA presso l'Hi-MTF e



calcolando la relativa variazione fino alla fine del mese di marzo 2020.

Si nota come l'andamento del titolo BPSA risulta essere allineato all'andamento dell'indice di tutte le banche quotate presso l'Hi-MTF seppur presentando una maggiore riduzione di valore nel periodo analizzato. Il titolo BPSA, infatti ha subito un decremento di circa il 50% dalla data della quotazione contro una riduzione di circa il 30% registrata dall'indice di tutte le banche quotate presso l'Hi-Mtf.



Si nota, inoltre, come l'andamento dei due indici di borsa, FTSE MIB e indice di tutte le banche italiane quotate, a partire da dicembre 2018, sia sostanzialmente allineato. Si evidenzia una performance costantemente negativa per l'indice delle banche al contrario del FTSE MIB che, a partire da settembre 2018, stava iniziando a registrare una performance positiva fino a fine febbraio 2020, periodo nel quale entrambi gli indici registrano un crollo ed evidenziano una perdita pari a circa -40% per l'indice delle banche e -20% per il FTSE MIB, rispetto al dato di fine giugno 2018.

Complessivamente la perdita registrata dal titolo BPSA nel corso del periodo analizzato, risulta essere coerente con l'andamento registrato dagli indici analizzati.

4. Analisi delle modalità di applicazione del metodo di valutazione

Lo sviluppo del DDM richiede la stima dei seguenti parametri e grandezze:

- i **flussi finanziari attesi** rappresentati dai dividendi potenzialmente distribuibili. Questa grandezza dipende a sua volta da tre componenti:
 - richiede la stima dei risultati economici prospettici;
 - l'evoluzione dei Fondi Propri nel rispetto della normativa di vigilanza;
 - il livello minimo di patrimonializzazione che la Banca è tenuta a rispettare;
- il costo opportunità del capitale impiegato nel tasso di attualizzazione;
- il tasso di crescita di lungo termine.

4.1. Flussi finanziari attesi

Proiezioni economico-finanziarie

Coerentemente con il metodo di valutazione descritto, i flussi finanziari prospettici utilizzati nel modello valutativo corrispondono ai dividendi potenzialmente distribuibili agli azionisti, i quali sono stati stimati considerando le proiezioni economiche elaborate dalla Banca e i vincoli patrimoniali richiesti dalla normativa a presidio del rischio.

Le proiezioni economico-finanziarie sono state sviluppate dal *management* della Banca con riferimento ad un arco temporale di previsione di 5 anni (2020-2024). Al fine di sviluppare le previsioni economico-patrimoniali, oggetto di approvazione da parte dell'Organo Amministrativo, le strutture interne della Banca hanno fatto affidamento sulle informazioni disponibili al momento delle elaborazioni, quali:

- dati preconsuntivi riferiti alla data del 31 dicembre 2019 come situazione di partenza;
- dati di budget 2020;
- andamento registrato negli anni precedenti dalla Banca e l'evoluzione attesa a livello di Sistema (tra cui le previsioni fornite da *infoprovider* esterni, quali Prometeia).

L'elaborazione di previsioni economico-patrimoniali dell'ultimo anno (2024) sono sviluppate con l'obiettivo di individuare un reddito normalizzato sostenibile nel lungo termine da poter impiegare nella stima del cosiddetto *terminal value*.

Nell'elaborazione delle previsioni economiche-patrimoniali, le strutture interne della Banca hanno tenuto conto, in particolare, delle seguenti assunzioni:

- lo sviluppo degli aggregati commerciali e dei ricavi prendendo a riferimento le previsioni Prometeia (scenario di gennaio 2020) che incorpora, tra l'altro, una previsione di tassi negativi fino al 2022. A fronte di un leggero incremento degli impieghi e della raccolta indiretta, è stato stimato un margine d'intermediazione pressoché stabile nel periodo con un CAGR 2020-2024 pari allo 0,6%;

- per quanto concerne i costi operativi, a fronte di un leggero incremento nel 2020, successivamente, in linea con quanto previsto da Prometeia sono state previste azioni gestionali di efficientamento che sostanzialmente si stabilizzano nel 2023 su valori pari a quelli registrati nel corso del 2019;
- con riferimento al costo del credito è stato stimato un incremento nel 2020 e una successiva riduzione su livelli pari allo 0,90% del totale dell'attivo fruttifero nel 2023
- la distribuzione degli impatti sui fondi propri derivanti dall'introduzione del principio contabile IFRS 9 in un periodo transitorio di 5 anni fino a completa imputazione nel 2023 così come previsto dalla normativa di Vigilanza (*phase-in*);

I flussi di cassa distribuibili sono stati stimati considerando i requisiti patrimoniali calcolati sulle attività ponderate per il rischio (RWA) determinate in funzione dell'andamento previsto per gli impieghi lungo tutto il periodo.

Con riferimento ai vincoli patrimoniali, il modello valutativo sviluppato si è basato sulle disposizioni europee in materia di requisiti patrimoniali, facendo riferimento ad un livello *target* di *Tier 1 ratio* e *Total Capital ratio* che tiene conto del più recente processo di revisione e valutazione prudenziale "SREP". Il modello valutativo assume costante il livello *target* di *Tier 1 ratio* per tutto il periodo previsionale.

Il flusso di cassa normalizzato impiegato nella stima del *terminal value*, considerato pari a quello dell'ultimo anno di previsione eventualmente rettificato da effetti transitori e straordinari, tiene conto dell'assorbimento di capitale legato al requisito di Vigilanza nel lungo periodo.

Alla luce delle verifiche svolte da questo Ufficio in merito alle previsioni patrimoniali ed economiche della Banca emergono le seguenti considerazioni:

- si tratta di proiezioni frutto di un processo ormai consolidato ed affidabile, elaborate sulla base di informazioni interne da parte della struttura dedicata alla pianificazione della Banca e rappresentano la migliore stima disponibile al momento in cui si effettuano le valutazioni. Le proiezioni, inoltre, sono oggetto di approvazione da parte dell'Organo amministrativo;
- le proiezioni coprono un periodo di 5 anni e sono caratterizzate da tassi di crescita delle masse e di livelli di redditività in linea con l'andamento previsto a livello di Sistema corretto per tenere conto delle peculiarità della Banca e dell'area geografica di operatività.
- le proiezioni economiche per il periodo 2024 sono state elaborate in ottica di individuare un flusso di reddito normalizzato. Dato tale obiettivo eventuali effetti straordinari, quali ad esempio le rettifiche sui crediti legate al particolare momento della fase economica, sono stati aggiusti in modo da giungere ad una loro graduale normalizzazione;
- la stima dei fondi propri è coerente con l'attuale dotazione patrimoniale della Banca e risulta in linea con la normativa in vigore. In riferimento a quest'ultimo aspetto, si evidenzia che l'evoluzione del capitale primario di classe 1 tiene conto della graduale imputazione della riserva emersa a seguito della prima applicazione del principio contabile IFRS 9 (*phase-in*).

In sintesi a parere della scrivente Unità i flussi finanziari futuri sono stati elaborati sulla base di presupposti ragionevoli e sostenibili, tenuto conto del più recente andamento delle grandezze economico-patrimoniali, delle attese sull'evoluzione dei principali riferimenti di mercato a livello di Sistema (tra cui, andamento dei tassi di riferimento, attese sul tasso di inflazione, ecc.) e in grado di rappresentare la migliore stima effettuabile sulla base delle informazioni al momento disponibili.

4.2. Costo del capitale

Secondo la dottrina e la prassi più consolidata, il costo del capitale impiegato come tasso di attualizzazione dei flussi prospettici, è stato stimato in una logica *equity side*, coerentemente con la modalità di stima dei flussi alla base del *Dividend Discount Model*, che comprende quelli derivanti dalle attività e passività finanziarie. Pertanto, il costo del capitale da utilizzare deve essere stimato pari al rendimento atteso del capitale proprio (k_e) che esprime una misura di redditività giudicata soddisfacente in relazione al profilo di rischio e al settore nel quale la società opera.

Secondo la migliore prassi, il rendimento atteso del capitale proprio è stato adottato il modello *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Il CAPM esprime una relazione lineare in condizioni di equilibrio dei mercati tra il rendimento di un investimento e il suo rischio sistematico. Più in dettaglio, il rendimento di un investimento è calcolato come somma del tasso *risk free* e del premio per il rischio mediamente riconosciuto dal mercato alla società *target* oggetto di valutazione. La formula utilizzata è la seguente:

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

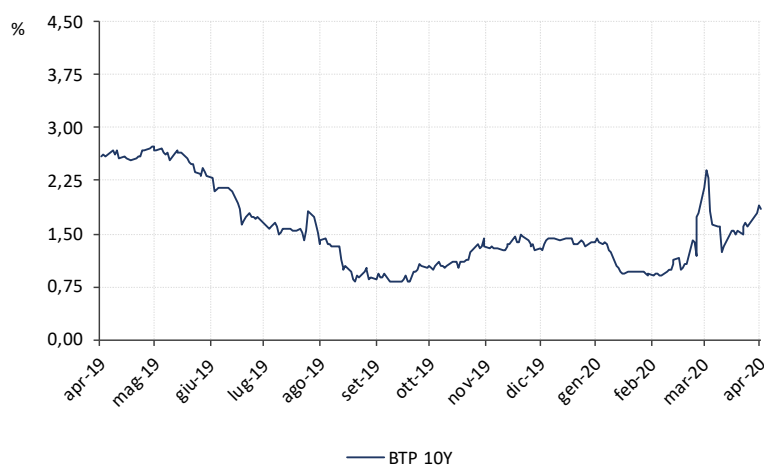
dove:

- k_e = Rendimento dell'investimento rischioso.
- R_f = Tasso *risk free* corrispondente al rendimento di un investimento privo di rischio normalmente rappresentato da titoli di Stato.
- $(R_m - R_f)$ = Premio per il rischio di mercato (o *Market Risk Premium* – MRP), 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.
- β = Rischiosità specifica dell'investimento. Il beta esprime la correlazione tra i rendimenti di un singolo investimento rischioso e i rendimenti del portafoglio di mercato. Un coefficiente pari a 1 indica che l'investimento considerato segue esattamente l'andamento del portafoglio di mercato, mentre un beta maggiore di uno individua un investimento "aggressivo" il cui rendimento varia in misura maggiore di quanto lo faccia il rendimento di mercato. Ad un investimento "difensivo" corrisponde invece un beta inferiore ad uno; in questo caso le variazioni dei rendimenti dell'investimento sono meno sensibili.

In riferimento alla stima del tasso privo di rischio (R_f) l'orientamento che è prevalso nella prassi valutativa è quello di selezionare un tasso di rendimento di titoli di Stato a lungo termine, generalmente identificato con i titoli di Stato con durata di almeno 10 anni. In modo più specifico, viene utilizzato il rendimento dei titoli di Stato a 10 anni del paese in cui opera l'azienda valutata. Coerentemente con tale prassi, anche in Italia è prevalso l'utilizzo del rendimento dei titoli di Stato a 10 anni (BTP 10Y) come *proxy* di un rendimento *risk free*, sebbene come è noto il rendimento dei titoli di Stato Italiani non rappresentano propriamente un rendimento privo di rischio ma includono di fatto il premio per il rischio paese. Tuttavia tale condizione risulta coerente con l'impostazione del CAPM.

In tale ambito la scrivente Unità, avvalendosi del documento di valutazione redatto dal perito indipendente (advisor), riporta a seguire la sintesi grafica relativa all'andamento nel corso degli ultimi 12 mesi del tasso di rendimento dei BTP 10Y da cui emerge un incremento della volatilità soprattutto nell'ultimo periodo.

Andamento del tasso di rendimento BTP 10Y



Stante tale evoluzione, nella prassi comune è prevalso l'impiego di un tasso medio e non puntuale, calcolato su un periodo di osservazioni ampio ma comunque recente, il quale permette di mediare le oscillazioni giornaliere i periodi di elevata volatilità.

Pertanto in questo contesto, mantenendo l'impostazione generale del CAPM, nel processo di valutazione è stata considerata la componente di tasso che rappresenta il valore temporale del denaro pari al rendimento dei BTP 10Y rilevato come valore medio negli ultimi 3 mesi. Sulla base di tale impostazione è stato stimato un tasso *risk free* pari all'1,30%.

La componente di tasso che rappresenta il premio per il rischio di mercato è pari al 5,70%, mentre il *beta* impiegato è stato stimato pari all'1,14 e corrispondente al beta rilevato su un periodo di 5 anni per un campione di banche quotate italiane a carattere regionale o nazionale.

Infine, tenuto conto dell'attuale contesto di particolare incertezza connesso emergenza sanitaria legata alla diffusione del Coronavirus (COVID-19), nel calcolo del costo del capitale è stato considerato un premio aggiuntivo pari al 2,0% per tener conto della maggiore rischiosità insita delle proiezioni economiche.

I risultati ottenuti sono riportati nella tabella seguente.

Costo opportunità del capitale (*cost of equity* - CoE)

Costo del capitale		
<i>Risk free rate</i>	R_f	1,30%
<i>Market premium</i>	$R_m - R_f$	5,70%
<i>Beta</i>	β	1,14
<i>Rischio aggiuntivo</i>	α	2,00%
Costo del capitale	K_e	9,80%

A valle del processo di stima descritto è stato individuato un costo opportunità del capitale (*cost of equity* - CoE) pari al 9,80%.

Dalle attività di analisi e verifica svolte da questa Unità emergono le seguenti considerazioni:

- la definizione del costo del capitale, date le caratteristiche evidenziate, rappresenta, comunque, uno dei punti critici di un processo di valutazione dove le soluzioni adottate in termini di metodologie, parametri, formule dipendono anche dalla discrezionalità di chi effettua la valutazione. Nel caso specifico, la discrezionalità nelle scelte operate nel processo valutativo rappresenta, comunque, il punto di arrivo di un processo di analisi logico e non arbitrario.
- Le modalità di stima dei parametri alla base della determinazione del costo del capitale utilizzate sono conformi alle più diffuse tecniche riconosciute in dottrina e utilizzate nella prassi valutativa internazionale.
- Nello specifico è stato applicato un tasso *risk free* stimato sulla base del rendimento medio dei titoli di Stato italiano a 10 anni, che negli ultimi anni inglobano il rischio Paese come si evince dalla misura dello *spread* verso tassi realmente *risk free* come il BUND. Il tasso è stato stimato come media dei rendimenti registrati nei 3 mesi precedenti la data della valutazione, un periodo considerato sufficientemente ampio da mediare le variazioni giornaliere, mantenendo, comunque, costanza metodologia di stima del parametro con la precedente valutazione presentata all'assemblea del mese di aprile 2019.
- La stima del premio per il rischio di mercato è avvenuta utilizzando parametri forniti da *Infoprovider* di comprovata esperienza e supportati da stime rilevate da diverse fonti¹. Nello specifico si evidenzia è stato utilizzato un premio per il rischio di mercato del 5,70%, in aumento rispetto a quello impiegato nella precedente valutazione dell'aprile 2019. Tale valore è in linea con la tendenza diffusa nella prassi valutativa e confermata da un'analisi empirica di varie fonti informative, da cui emerge l'impiego negli ultimi tempi di un premio per il rischio per i mercati maturi compreso tra un minimo del 5,20% ed un massimo del 6,16%.
- Il beta, pari 1,14, è stato stimato su un arco temporale di 5 anni prendendo a riferimento un campione di banche quotate italiane ad operatività regionale o nazionale (sono state escluse le banche con operatività internazionale come UniCredit e Banca Intesa-Sanpaolo. Si rileva, che in linea di principio tale grandezza esprime la rischiosità specifica di un investimento nel medio-lungo termine e per questa ragione viene stimata condizioni normali di mercato su un arco temporale di 2-3 anni. Tuttavia è ragionevole aspettarsi che lo *shock* registrato sui mercati nel mese di mar'20 come conseguenza del diffondersi del Covid-19, può aver inciso sulla rilevazione di tale stima rendendola statisticamente distorta. Per tale ragione si ritiene condivisibile la scelta effettuata di allargare il periodo di stima a 5 anni: il maggior numero di osservazioni, che include un arco temporale più ampio, tende infatti a mitigare gli effetti dello *shock* registrato sui mercati in un dato momento.
- In riferimento all'applicazione di un premio per il rischio specifico pari a 2,0%, oltre ad essere coerente con le previsioni della Policy che la Banca intende adottare, a parere della scrivente Unità la scelta è condivisibile, data l'attuale situazione di incertezza che caratterizza il contesto macro-economico sia a livello globale sia a livello nazionale.

Su tale aspetto va infatti tenuto in considerazione che l'analisi valutativa, secondo la metodologia proposta, è stata condotta sulla base delle proiezioni economiche-finanziarie le quali, come qualsiasi dato di carattere previsionale presentano per loro natura un profilo di incertezza. Come è noto il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri si basa sul presupposto che

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'incertezza delle previsioni venga adeguatamente riflessa nell'utilizzo di un appropriato fattore di attualizzazione.

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). 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 grado di soggettività largamente superiore alla norma, anche in mancanza di consenso da parte di economisti ed esperti di settore, sulla dimensione, in termini di ampiezza e durata, del fenomeno e sulle 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, nell'ambito del processo valutativo è stato ritenuto, quindi, di aggiungere nella stima del costo del capitale un premio di rischio aggiuntivo pari a 2,0%.

In conclusione, si ritiene che le stime elaborate nel processo valutativo riflettono adeguatamente la direzione dell'attuale contesto macroeconomico.

4.3. Flusso normalizzato e tasso di crescita di lungo termine

Il flusso normalizzato utilizzato per il calcolo del *terminal value* è stato stimato sulla base del risultato economico dell'ultimo periodo di proiezione al netto dell'assorbimento di capitale necessario a finanziare la crescita di lungo termine e ai costi figurativi per finanziare il Capitale di Classe 2 al fine di rispettare il Total Capital *ratio*; il risultato economico dell'ultimo anno è stato stimato al fine di esprimere una redditività normalizzata sostenibile nel lungo periodo.

Alla luce delle verifiche effettuate, è parere di questo Ufficio che nel processo valutativo sono stati utilizzati parametri ragionevoli ed in linea con il profilo di rischio della Banca, per la cui stima è stato adottato un processo logico e non arbitrario coerente con la migliore prassi valutativa.

Analisi di sensibilità

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.

Alla luce di tale circostanza, come da prassi più consolidata, sono state sviluppate delle simulazioni al fine di verificare l'impatto sul valore delle azioni al mutare delle condizioni di mercato che si riflettono sui parametri quali il costo del capitale e i requisiti regolamentari di Vigilanza.

In tale logica, è stato considerato:

- una variazione del costo del capitale di +/- 50 basis point;
- una variazione del livello *target* di *Tier 1* +/- 50 basis point.

da cui è emerso un valore per azione compreso tra euro 9,40 e euro 10,80.

La scrivente Unità ritiene la suddetta analisi di sensibilità coerente ai possibili scenari insiti nelle previsioni formulate dal *Management* e idonea a riflettere gli effetti sulla valutazione delle azioni derivanti da possibili oscillazioni dei parametri posti alla base del modello valutativo.

5. Analisi degli scostamenti

5.1. Prezzi e parametri

Nella tabella seguente si riporta il confronto dei prezzi e dei parametri riferiti alla valutazione proposta nel corrente esercizio rispetto alla valutazione effettuata nello scorso esercizio in occasione dell'Assemblea ordinaria dei Soci convocata nel mese di aprile 2019.

Confronto		2019	2020	
		<i>Deliberato</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
Prezzo		15,00	9,40	10,80
P/PN <small>tangibile</small> Implicito		0,83x	0,51x	0,58x
Costo del capitale	K_e	9,00%		9,80%
	=			
<i>Risk free rate</i>	R_f	2,70%		1,30%
	+			
<i>Market premium</i>	$R_m - R_f$	5,50%		5,70%
	x			
<i>Beta</i>	β	1,15		1,14
	+			
<i>Rischio aggiuntivo</i>	α	0,00%		2,00%
Tasso di crescita	g	1,50%		1,50%

L'analisi di confronto emerge una riduzione compresa tra il 28% e il 37% dei valori 2020 rispetto al prezzo determinato dall'assemblea nel 2019; tale riduzione è espressa anche in termini relativi, poiché il multiplo implicito sul patrimonio netto contabile passa da 0,83x a un valore compreso tra 0,51x e 0,58x. Si osserva che nello stesso periodo il prezzo di scambio si è ridotto del 37% passando da euro 15,30 rilevato nel mese di marzo 2019 a euro 9,70 rilevato a fine marzo 2020.

Tale riduzione risulta coerente con i parametri utilizzati alla base della valutazione per i quali si osserva in generale incremento del fattore di rischio utilizzato nel tasso di attualizzazione, il quale risulta incrementato di 80 *basis point* passando dal 9,00% utilizzato nel 2019 al 9,80% impiegato nella valutazione del corrente anno.

5.2. Proiezioni economico-patrimoniali

La tabella seguente mostra le proiezioni economiche patrimoniali per il periodo 2020-2024 confrontate con le proiezioni 2019-2023 utilizzate per la precedente valutazione di aprile 2019.

Dall'analisi di confronto tra i dati previsionali utilizzati nella precedente valutazione e i dati consuntivi 2019 emerge quanto segue:

Analisi scostamenti Proiezioni																					
(Valori in Euro min arrotondati alla seconda cifra decimale)																					
	2019			2020			2021			2022			2023			2024			CAGR		
	Old	Act.	Δ%	Old	New	Δ%	Old	New	Δ%	Old	New	Δ%	Old	New	Δ%	New	19-23	20-24	Δ bps		
DATI PATRIMONIALI																					
Attivo Fruttifero	951,61	918,01	-3,53%	928,56	925,25	-0,36%	938,81	968,06	+3,12%	950,11	976,57	+2,78%	966,38	984,55	+1,88%	999,57	0,39%	1,95%	+156 bps		
Raccolta diretta	902,26	926,63	+2,70%	912,26	936,63	+2,67%	922,26	946,63	+2,64%	932,26	956,63	+2,61%	942,52	966,63	+2,56%	976,63	1,10%	1,05%	-5 bps		
Raccolta indiretta	349,45	333,56	-4,55%	374,45	353,56	-5,58%	399,45	378,56	-5,23%	424,45	403,56	-4,92%	449,45	428,56	-4,65%	453,56	6,49%	6,42%	-7 bps		
Masse intermedie	2.203,32	2.178,20	-1,14%	2.215,27	2.215,44	+0,01%	2.260,52	2.293,25	+1,45%	2.306,82	2.336,76	+1,30%	2.358,35	2.379,74	+0,91%	2.429,76	1,71%	2,34%	+62 bps		
DATI ECONOMICI																					
Margine interesse	23,80	21,19	-10,97%	24,97	20,10	-19,50%	25,97	20,13	-22,49%	26,30	20,21	-23,16%	26,67	20,74	-22,23%	21,36	2,89%	1,53%	-136 bps		
Margine commissionale	11,50	11,53	+0,26%	11,85	12,15	+2,53%	12,20	12,50	+2,46%	12,20	12,90	+5,74%	12,69	13,30	+4,81%	13,75	2,49%	3,14%	+65 bps		
Margine intermediazione	35,32	33,36	-5,55%	36,84	34,81	-5,51%	38,19	33,19	-13,09%	38,52	33,67	-12,59%	39,38	34,60	-12,14%	35,67	2,76%	0,61%	-215 bps		
Rettifiche su crediti	(12,00)	(9,52)	-20,67%	(10,20)	(10,50)	+2,94%	(10,15)	(9,20)	-9,36%	(10,10)	(9,10)	-9,90%	(10,25)	(9,00)	-12,20%	(9,00)	-3,86%	-3,78%	+8 bps		
Margine finanziario	23,32	23,84	+2,23%	26,64	24,31	-8,75%	28,04	23,99	-14,44%	28,42	24,57	-13,55%	29,13	25,60	-12,12%	26,67	5,72%	2,34%	-338 bps		
Costi operativi	(20,15)	(20,70)	+2,73%	(20,05)	(21,84)	+8,93%	(20,20)	(20,89)	+3,42%	(20,45)	(20,64)	+0,93%	(20,63)	(20,69)	+0,29%	(20,49)	0,59%	-1,58%	-217 bps		
Risultato ante-imposte	3,17	3,14	-0,95%	6,59	2,47	-62,52%	7,84	3,10	-60,46%	7,97	3,93	-50,69%	8,50	4,91	-42,24%	6,18	27,96%	25,77%	-220 bps		
Imposte	(1,43)	(1,10)	-23,08%	(2,97)	(0,87)	-70,71%	(3,53)	(1,09)	-69,12%	(3,59)	(1,38)	-61,56%	(2,73)	(1,72)	-37,00%	(2,17)	17,55%	25,67%	+813 bps		
Risultato netto	1,74	2,04	+17,24%	3,62	1,60	-55,80%	4,31	2,01	-53,36%	4,38	2,55	-41,78%	5,77	3,19	-44,71%	4,01	34,94%	25,82%	-912 bps		
RWA ponderato	588,25	554,70	-5,70%	585,75	550,00	-6,10%	580,44	550,38	-5,18%	576,69	550,75	-4,50%	579,83	538,50	-7,13%	538,75	-0,36%	-0,52%			
INDICI																					
Marg. Interm. / MI medie	1,60%	1,53%	-7 bps	1,67%	1,58%	-8 bps	1,71%	1,47%	-23 bps	1,69%	1,45%	-23 bps	1,69%	1,47%	-22 bps	1,48%					
Rettifiche nette/Att. frutt.	1,26%	1,04%	-22 bps	1,10%	1,13%	+4 bps	1,08%	0,95%	-13 bps	1,06%	0,93%	-13 bps	1,06%	0,91%	-15 bps	0,90%					
Costi operativi / MI medie	0,91%	0,95%	+4 bps	0,91%	0,99%	+9 bps	0,90%	0,93%	+2 bps	0,90%	0,89%	-0 bps	0,88%	0,88%	-1 bps	0,85%					
Cost income ratio	57,05%	62,05%		54,42%	62,74%		52,89%	62,94%		53,09%	61,30%		52,39%	59,80%		57,44%					

- Margine di interesse in calo di 2,3 migliaia di euro. Tale riduzione è in parte spiegata da una riduzione dell'attivo fruttifero di circa Euro 20 milioni ed un incremento della raccolta di circa Euro 35 milioni;
- Commissioni nette in linea con le previsioni;
- Rettifiche su crediti migliorative rispetto alle previsioni;
- Costi operativi sostanzialmente in linea con le previsioni.

Le proiezioni per il periodo 2020-2023 sono state riviste in ribasso rispetto alle proiezioni elaborate in precedenza al fine di riflettere sia gli scostamenti registrati nel corso del 2019 sia gli effetti che possono essere conseguenza dell'attuale contesto.

A parere di questa Unità l'incertezza che caratterizza le stime di utili futuri risulta adeguatamente scontata dal tasso di attualizzazione utilizzato alla base del modello valutativo adottato.

6. Conclusioni

Sulla base delle analisi svolte e tenuto conto dei commenti esposti nel presente documento, si ritiene che il processo di valutazione finalizzato alla determinazione delle Azioni ai sensi dell'art. 7 dello Statuto Sociale sia stato svolto in conformità alla migliore prassi per la valutazione delle aziende e nel rispetto delle disposizioni civilistiche e statutarie, che le scelte effettuate in termini di parametri siano adeguate, ragionevoli e non arbitrarie, e che i metodi di valutazione siano stati correttamente applicati.

Le verifiche e i risultati delle analisi svolte confermano, quindi, la validità delle stime e le conclusioni a cui sono giunte le strutture della Banca con il supporto dell'advisor esterno.