



## DETERMINAZIONE DEL VALORE DELLE AZIONI

ABSTRACT Relazione Esperto Indipendente

25 maggio 2021

## Indice

1.	Premessa e contesto di riferimento .....	3
1.1	<i>Policy</i> in materia di determinazione del valore delle azioni.....	3
1.2	L'Esperto e la natura dell'incarico .....	4
2.	Analisi delle Proiezioni Pluriennali .....	5
3.	Stima del valore economico delle azioni.....	6
3.1	Configurazione di valore.....	6
3.2	Definizione dell'impianto valutativo .....	6
3.3	Analisi di sensitività .....	7
3.4	Sintesi dei risultati .....	7
4.	Confronto con i multipli di mercato .....	8
4.1	Multipli Hi-MTF .....	8
4.2	Multipli di Borsa .....	8
4.3	Riconduzione del valore intrinseco al <i>fair value</i> .....	9
5.	Conclusioni dell'Esperto .....	10

## 1. Premessa e contesto di riferimento

Ogni anno, in sede di approvazione del bilancio di esercizio, il Consiglio di Amministrazione di Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a. (la “Banca” o “BPMed”) presenta all’Assemblea dei soci la proposta di quantificazione del valore delle azioni, ai sensi dello Statuto.

In tale contesto, e secondo quanto stabilito dalla *Policy* in materia di determinazione del valore delle azioni, la Banca ha conferito l’incarico ad un esperto indipendente (“Esperto”) di determinare il valore intrinseco delle azioni della Banca.

Il presente documento rappresenta una sintesi<sup>1</sup> (“*Abstract*”) delle attività svolte dall’Esperto indipendente, delle metodologie valutative adottate, nonché delle risultanze alle quali lo stesso esperto è giunto.

### 1.1 *Policy* in materia di determinazione del valore delle azioni

In data 25 maggio 2021, il Consiglio di Amministrazione di Banca Popolare del Mediterraneo ha adottato una specifica *Policy* che definisce e illustra le linee guida e le modalità da seguire nell’annuale processo di determinazione del valore delle azioni della Banca da proporre all’Assemblea dei soci.

La *Policy* dispone che il valore delle azioni rappresenti la configurazione di valore economico, inteso come valore intrinseco, ossia quel valore che un soggetto razionale operante sul mercato, senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa, esprimerebbe alla data di riferimento della stima, in funzione dei benefici economici attesi e dei relativi rischi.

In particolare, sulla base delle disposizioni della *Policy*, il valore economico deve riflettere la realtà operativa della Banca nelle sue condizioni correnti ed è funzione della capacità di reddito e delle opportunità di crescita connesse ad azioni manageriali e progetti realizzabili dalla Banca nelle sue attuali condizioni.

Tenuto conto della rilevanza dell’informazione di natura prospettica nell’ambito del processo di stima del valore economico, la *Policy* prevede esplicitamente che siano sviluppate, da parte di un soggetto terzo indipendente – l’Esperto - e con il supporto dell’Ufficio Amministrazione, apposite analisi in merito alle proiezioni pluriennali predisposte dalla Banca. In tale contesto, l’Esperto deve illustrare nella propria relazione le analisi svolte e le sue considerazioni in merito alla ragionevolezza dei dati prospettici e alla loro coerenza rispetto alle sottostanti ipotesi reddituali adottate dalla Banca.

Le indicazioni della *Policy* prevedono inoltre che, con riferimento alle metodologie valutative adottate, siano condotte apposite analisi di sensitività considerando ambiti di variabilità e scenari di scostamento ragionevoli e non contraddittori e che tali analisi siano sviluppate, sia in

---

<sup>1</sup> La Relazione integrale, unitamente al presente abstract, sono state approvate dal CdA nella seduta del 25/05/2021

termini positivi che in termini negativi, con riferimento a variazioni plausibili dei principali parametri valutativi e dei fattori chiave sottostanti le proiezioni pluriennali.

La *Policy* prevede infine che il quadro informativo derivante dall'analisi valutativa sia completato attraverso il confronto fra il valore intrinseco stimato e i risultati dell'applicazione di criteri sintetico - empirici, basati sull'applicazione di moltiplicatori osservati nel settore di riferimento.

## 1.2 L'Esperto e la natura dell'incarico

La Banca ha conferito incarico a REV01 S.R.L. (l' "Esperto" o "REV01") di analizzare le proiezioni pluriennali della Banca e di sviluppare considerazioni in merito alla loro ragionevolezza e coerenza rispetto alle sottostanti ipotesi e di svolgere analisi e considerazioni in merito al valore intrinseco ragionevolmente attribuibile alle azioni di BPMed.

L'Esperto, secondo quanto stabilito dalla *Policy* ha svolto le seguenti attività:

- ◇ Analisi del contesto di riferimento e delle finalità dell'incarico ricevuto.
- ◇ Identificazione e definizione della configurazione di valore ricercata in ossequio alle disposizioni della *Policy* in materia.
- ◇ Acquisizione della base informativa necessaria allo svolgimento dell'incarico.
- ◇ Analisi della base informativa acquisita.
- ◇ Sviluppo dell'analisi fondamentale di Banca Popolare del Mediterraneo.
- ◇ Analisi delle Proiezioni Pluriennali predisposte dalla Banca.
- ◇ Definizione dell'approccio valutativo previsto dalla *Policy*.
- ◇ Determinazione delle variabili necessarie all'applicazione dei metodi di valutazione, costruzione e implementazione dei modelli valutativi e sviluppo di analisi di sensitività al fine di apprezzare la variabilità dei risultati al variare dei principali parametri adottati.
- ◇ Analisi del complessivo quadro dei risultati ottenuti.
- ◇ Predisposizione della relazione ("Relazione").

## 2. Analisi delle Proiezioni Pluriennali

Il Consiglio di Amministrazione di Banca Popolare del Mediterraneo ha approvato in data 28 maggio 2020, il Piano Strategico 2020-2023, successivamente, in data 29 gennaio 2021, nell'ambito dell'esercizio di *self assessment* richiesto da Banca d'Italia, il Consiglio di Amministrazione ha rivisto quanto riportato nel Piano Strategico 2020-2023 e approvato le proiezioni pluriennali ("Proiezioni Pluriennali").

Nell'ambito delle proprie analisi, l'Esperto ha proceduto ad analizzare il processo di formazione delle Proiezioni Pluriennali, al fine di comprendere e verificare che tale processo fosse coerente con quanto previsto dalle *policy* interne, nonché in linea con la prassi di mercato.

Proseguendo nelle proprie attività, l'Esperto ha analizzato gli scostamenti del *budget* 2020 predisposto dalla Banca rispetto a quanto osservato nei dati consuntivi aggiornati al 31 dicembre 2020. A fronte di tale verifica non sono state riscontrate dall'Esperto delle differenze ritenute materiali. Inoltre, in aggiunta alle attività appena presentate, nell'ambito dei propri test, l'Esperto ha analizzato le principali differenze osservate fra i dati consuntivi al 31 dicembre 2020 e i dati preconsuntivi 2020 adottati ai fini della predisposizione delle Proiezioni Pluriennali adottate come base di partenza per lo svolgimento dell'esercizio valutativo svolto ai fini della determinazione del valore intrinseco delle azioni della Banca.

Infine, l'Esperto ha proceduto con lo studio delle Proiezioni Pluriennali a partire dall'analisi delle assunzioni strategiche, dello scenario macroeconomico, nonché agli andamenti evolutivi delle principali voci di stato patrimoniale e conto economico. Questi ultimi sono stati confrontati anche con quanto osservato nei piani industriali di altri istituti di credito.

A valle delle analisi svolte, l'Esperto ha concluso che alla luce del quadro informativo messo a disposizione dalla Banca e delle analisi svolte non sono emersi fatti o circostanze tali da far ritenere che le ipotesi e gli elementi posti alla base delle proiezioni pluriennali non costituiscano una base ragionevole e non siano stati coerentemente adottati nella predisposizione delle stesse.

## 3. Stima del valore economico delle azioni

### 3.1 Configurazione di valore

Come prescritto dalla *Policy* della Banca, la configurazione di valore oggetto di analisi da parte dell'Esperto è stata il valore economico delle azioni della Banca, inteso quale espressione del valore intrinseco delle stesse.

Tale configurazione di valore, in ossequio alle disposizioni della *Policy*, ha riflesso la realtà operativa della Banca nelle sue condizioni correnti ed è funzione della capacità di reddito e delle opportunità di crescita connesse ad azioni manageriali e progetti realizzabili dalla Banca nelle sue attuali condizioni.

È opportuno evidenziare come la configurazione di valore intrinseco, oggetto delle analisi svolte dall'Esperto, differisca dal *fair value*. Quest'ultimo rappresenta infatti il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività in una regolare operazione nel mercato alla data di stima.

### 3.2 Definizione dell'impianto valutativo

Una volta identificata la configurazione di valore, rappresentata appunto dal valore intrinseco (o valore economico) delle azioni, l'Esperto ha individuato un impianto valutativo definito sulla base dei seguenti elementi di considerazione:

- ◇ Le disposizioni della *Policy*, che prevede che il valore intrinseco delle azioni sia stimato in funzione dell'applicazione di metodologie valutative analitiche, basate sull'analisi fondamentale della Banca, che tengano conto sia della consistenza patrimoniale sia della capacità di generare flussi di risultato nel futuro e del relativo livello di rischiosità. La *Policy* precisa inoltre che il valore intrinseco debba riflettere la realtà operativa della Banca, in funzione e della capacità di reddito e delle opportunità di crescita connesse ad azioni manageriali e progetti realizzabili dalla Banca nelle sue attuali condizioni.
- ◇ Le caratteristiche economiche, patrimoniali ed operative della Banca.
- ◇ Le aspettative sull'andamento futuro, come rappresentate nelle Proiezioni Pluriennali.
- ◇ Le indicazioni della dottrina e della prassi professionale in tema di valutazione di titoli bancari.

Alla luce di tali elementi di considerazione, come prescritto dalla *Policy*, ai fini della stima del valore intrinseco delle azioni, l'Esperto ha sviluppato le seguenti metodologie valutative analitiche:

- ◇ Metodo del *Dividend Discount Model* nella sua accezione con *Excess Capital*.
- ◇ *Warrant Equity Method*.

### 3.3 Analisi di sensitività

Le analisi di sensitività realizzate dall'Esperto sono volte a verificare la variabilità del valore intrinseco stimato al variare dei principali parametri valutativi adottati e dei risultati prospettici assunti alla base della stima.

In tale contesto, l'Esperto ha proceduto a sviluppare uno scenario costruito ipotizzando una variazione in aumento del costo del rischio pari a 0,5% lungo il periodo 2021 – 2023.

Con riferimento ai parametri valutativi, sono stati considerati i seguenti ambiti di variabilità:

- ◇ +/-0,15% del costo del capitale proprio.
- ◇ +/-0,15% del tasso di crescita di lungo periodo.

### 3.4 Sintesi dei risultati

Sulla base delle complessive considerazioni valutative sviluppate e alla luce dei risultati ottenuti attraverso l'applicazione delle metodologie descritte, l'Esperto è giunto alla conclusione che il valore intrinseco delle azioni Banca Popolare del Mediterraneo si colloca nel seguente intervallo, in funzione delle seguenti analisi di sensitività:

- ◇ Variazioni pari a +/-0,15% del tasso di attualizzazione.
- ◇ Variazioni pari a +/-0,15% del tasso di crescita di lungo periodo.

Metodologia Valutativa (Euro)	Minimo	Massimo
Dividend Discount Model	27,9	29,4
Warranted Equity Method	23,3	24,0
<b>Valore intrinseco per azione</b>	<b>23,3</b>	<b>29,4</b>
<i>Multiplo implicito P/BV</i>	<i>0,98x</i>	<i>1,23x</i>

## 4. Confronto con i multipli di mercato

Coerentemente con le indicazioni della *Policy*, a completamento del quadro informativo derivante dall'analisi svolta, l'Esperto ha confrontato il valore intrinseco stimato delle azioni con il valore derivante dall'applicazione di criteri sintetico-empirici basati sull'applicazione di moltiplicatori osservati nel settore di riferimento.

Tenuto conto di quanto sopra riportato, nonché delle già richiamate differenti caratteristiche della configurazione di valore tra valore intrinseco e *fair value*, sono state svolte considerazioni in merito ai moltiplicatori impliciti osservati con riferimento:

- ◇ Alle banche i cui titoli azionari sono scambiati sulla piattaforma di negoziazione Hi-MTF, segmento *Order Driven* (Multipli Hi-MTF).
- ◇ Alle banche i cui titoli azionari sono scambiati sul mercato gestito da Borsa Italiana (Multipli di Borsa).

### 4.1 Multipli Hi-MTF

Nell'ambito delle analisi svolte, l'Esperto ha, a puri fini illustrativi, rilevato i moltiplicatori impliciti *Price/Book Value* ("P/BV") e *Price/Tangible Book Value* ("P/TBV") di alcuni istituti di credito quotati sulla piattaforma Hi-MTF. In particolare, sono stati considerati i titoli che hanno presentato scambi nel mese di dicembre 2020 e per i quali era pubblicamente disponibile l'indicazione del BV e del TBV aggiornato al 31 dicembre 2020.

Sulla base dell'applicazione del metodo dei Multipli Hi-MTF – tenuto conto dei suddetti limiti e delle finalità di tale metodologia - è emersa una valorizzazione per azione di Banca Popolare del Mediterraneo compresa tra Euro 15,1 ed Euro 15,9.

### 4.2 Multipli di Borsa

In aggiunta ai multipli Hi-MTF, l'Esperto ha provveduto ad osservare i Multipli di Borsa relativi a banche commerciali italiane quotate sul mercato gestito da Borsa Italiana.

Ai fini delle presenti analisi sono stati considerati i multipli P/BV e P/TBV facendo riferimento (i) alle consistenze patrimoniali consuntive al 31 dicembre 2020 e (ii) alle capitalizzazioni medie osservate con riferimento al mese di dicembre.

I moltiplicatori medi osservati sono stati infine applicati ai corrispondenti fondamentali al 31 dicembre 2020 di Banca Popolare del Mediterraneo ed è emersa una valorizzazione per azione della Banca compresa tra Euro 8,8 ed Euro 9,6.

Nell'ambito dell'applicazione dei Multipli di Borsa è opportuno tenere conto che il metodo in esame determina il valore per analogia rispetto a realtà simili osservabili sul mercato. La significatività dei risultati ottenuti è pertanto funzione diretta della comparabilità dell'oggetto della valutazione con le società osservate per la rilevazione dei moltiplicatori.

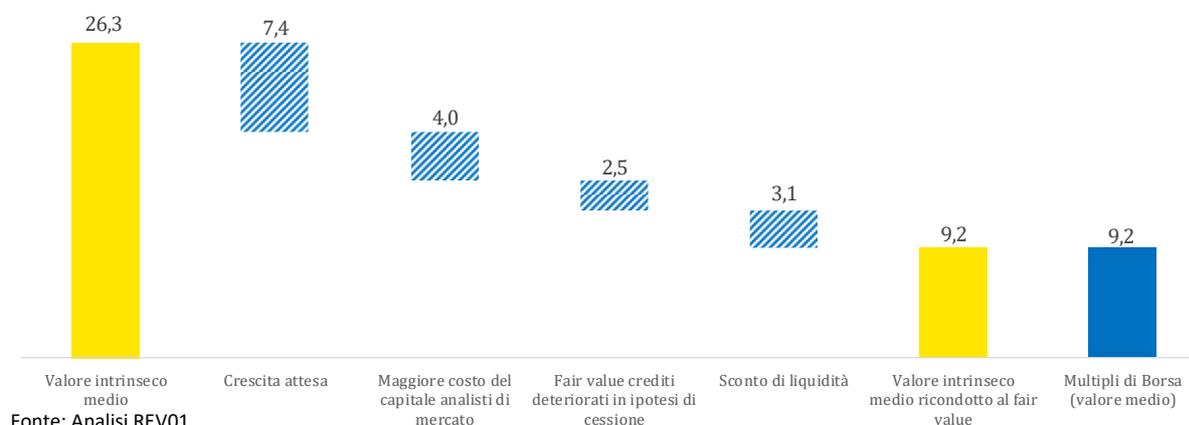
### 4.3 Riconduzione del valore intrinseco al *fair value*

Come precedentemente riportato, la configurazione di valore intrinseco – così come prevista dalla *Policy* - si discosta concettualmente e nei suoi elementi fondamentali dalla configurazione di *fair value*.

L'Esperto ha evidenziato che i Principi Italiani di Valutazione evidenziano come il valore espresso dal mercato possa discostarsi, in misura anche significativa, dal valore intrinseco, per una serie di fattori. Il valore intrinseco è normalmente il riferimento di investitori con un orizzonte di investimento di lungo termine. I prezzi di borsa e i *target price* degli analisti viceversa incorporano risultati reddituali attesi di breve periodo. A spiegare la differenza fra le due configurazioni di valore interviene inoltre un diverso apprezzamento di alcune variabili fondamentali. In particolare, come emerge dall'analisi degli *equity report* pubblicati con riferimento alle banche italiane quotate, il mercato tende ad apprezzare i seguenti aspetti diversamente rispetto alla prospettiva del valore intrinseco adottata dalla *Policy*:

- ◇ Le stime di crescita attese. Gli analisti tendono a identificare valorizzazioni di breve termine basate sostanzialmente sulla redditività corrente.
- ◇ Il rischio del settore bancario italiano. La comunità finanziaria è ampiamente composta da operatori internazionali (in particolare banche di investimento e fondi comuni) che apprezzano il rischio specifico del Paese riflesso nel settore bancario italiano. Questo si traduce nell'adozione di un maggiore costo del capitale proprio.
- ◇ La qualità degli attivi. A fini valutativi, gli analisti applicano fattori di sconto ai crediti deteriorati allineandoli ai multipli di transazioni, assumendo implicitamente uno scenario di pronta dismissione dell'intero portafoglio deteriorato.
- ◇ Liquidità dei titoli. Il valore intrinseco prescinde da considerazioni in merito alla liquidità dei titoli e alla effettiva capacità di monetizzare l'investimento in tempi brevi.

Alla luce di tali elementi, con finalità illustrative, l'Esperto ha sviluppato un esercizio teorico di riconduzione del valore intrinseco medio al *fair value* derivante dai Multipli di Borsa.



## 5. Conclusioni dell'Esperto

Alla luce delle analisi svolte, tenuto conto della finalità, dei presupposti e dei limiti del proprio incarico, l'Esperto ha concluso che il valore intrinseco delle azioni rappresentative del capitale sociale di Banca Popolare del Mediterraneo, stimato secondo le disposizioni della *Policy*, alla data di riferimento del 31 dicembre 2020, si colloca in un intervallo compreso tra Euro 23,3 ed Euro 29,4 per azione.