

**PROF. CARMELO INTRISANO**  
ORDINARIO DI FINANZA AZIENDALE  
UNIVERSITÀ DI CASSINO E DEL LAZIO MERIDIONALE

## **PERIZIA DI STIMA**

*AI SENSI E PER GLI EFFETTI DELL'ART. 5, COMMA 1 DELLA LEGGE 28.12.2001, N. 448, PER L'INDIVIDUAZIONE DEL VALORE DEL 100%  
DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA BANCA POPOLARE DEL CASSINATE S.C.P.A.*



## **Sommario**

<i>EXECUTIVE SUMMARY</i> .....	2
1. INTRODUZIONE.....	3
1.1 PREMESSA. ....	3
1.2 OGGETTO E AMBITO DELL'INCARICO. ....	3
1.3 NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE.....	3
1.4 DATA DI RIFERIMENTO. ....	3
1.5 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA. ....	3
1.6 FATTI DI RILIEVO. ....	4
1.7 LAVORO SVOLTO.....	4
1.8 IL CONTESTO DI RIFERIMENTO. ....	5
1.9 <i>ASSUMPTION</i> E LIMITI. ....	8
2. DESCRIZIONE DELLA BPC.....	9
2.1 DATI ECONOMICO-FINANZIARI, PATRIMONIALI E DI VIGILANZA. ....	9
2.2 IL PIANO STRATEGICO 2019 – 2021. ....	11
3. LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DI BPC. ....	14
3.1 PREMESSA. ....	14
3.2 IL <i>DIVIDEND DISCOUNT MODEL (DDM)</i> NELLA VARIANTE <i>EXCESS CAPITAL (EC)</i> . ....	16
4. IL METODO DI CONTROLLO: <i>PRICE/BOOK VALUE</i> . ....	23
5. ANALISI DI SENSITIVITA' .....	24
6. CONCLUSIONI.....	27

**EXECUTIVE SUMMARY**

Il valore del capitale economico di BPC è determinato applicando la metodologia del *Dividend Discount Model (DDM)*, nella variante *Excess capital (EC)*, ritenuto dalla prassi il metodo più coerente con la valutazione di società del settore bancario. Tale metodo richiede la stima preliminare dei flussi distribuibili agli azionisti nel periodo di previsione esplicita e del *Terminal Value (TV)* corrispondente ai flussi attualizzati distribuibili nel periodo successivo. I valori delle grandezze utilizzate sono:

- tasso *risk free* del 2,54%, pari al rendimento medio nell'anno 2018 dei BTP a 10 anni;
- coefficiente beta dello 0,945 stimato considerando il beta medio di settore opportunamente corretto in base alle due variabili esplicative della rischiosità specifica della Banca, rappresentate dal *NPE ratio* e dal *Total Capital ratio*;
- *Equity Risk Premium (ERP)* del 6,10% quale valore prevalente tra gli analisti per l'Italia nel 2018 (Fernandez 2018).
- tasso di deflazione dell'1,0% del costo del capitale ( $k_e$ ) pari al tasso di inflazione stimato per il 2019 (fonte: proiezioni macroeconomiche di Banca d'Italia, gennaio 2019);
- tasso di crescita  $g$  dell'1,0% corrispondente alla previsione di crescita del PIL reale italiano per il 2021 (fonte: proiezioni macroeconomiche di Banca d'Italia, gennaio 2019).

Ne discende un costo del capitale  $k_e$  del 7,23% e un valore del capitale economico di 177,6 mln di euro, equivalente a 16,06 euro per azione.

Il valore così stimato risulta compreso nell'intervallo [9,31 – 18,52], ottenuto dall'applicazione del metodo di controllo rappresentato dai multipli da transazioni comparabili.

METODO	DATA DI RIFERIMENTO	CAPITALE ECONOMICO PER AZIONE
<i>DDM Excess Capital</i>	31 dicembre 2018	Euro 16,06
Multipli di Transazioni Comparabili	31 dicembre 2018	Euro 9,31 – Euro 18,52

## **1. INTRODUZIONE.**

### **1.1 PREMESSA.**

La legge di Bilancio 2019 (Legge n. 145/2018), ha riaperto i termini per la rideterminazione del valore fiscale delle partecipazioni non negoziate in mercati regolamentati possedute al 1° gennaio 2019, fissando al 30 giugno 2019 la data entro cui deve essere giurata la perizia di stima ed effettuato il versamento dell'imposta sostitutiva.

La Banca Popolare del Cassinate S.C.p.A. (di seguito "Banca" o "BPC") intende procedere alla stima del valore da attribuire alle azioni costituenti il capitale sociale nell'ottica di consentire ai soci, ai sensi dell'art. 5 della legge 28 dicembre 2001 n. 448, di determinare le plusvalenze e minusvalenze di cui all'art. 81, comma 1 lettere c) e c-bis) del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 e successive modificazioni).

### **1.2 OGGETTO E AMBITO DELL'INCARICO.**

BPC, in data 8 febbraio 2019, ha conferito al sottoscritto prof. Carmelo Intrisano, residente in Ceprano, via Vignola 21, iscritto al Registro dei Revisori Legali n. 30481, l'incarico avente ad oggetto la stima, ai sensi e per gli effetti dell'art. 5, comma 1 della Legge n. 448/2001, per l'individuazione del valore del 100% del capitale economico della Banca.

### **1.3 NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE.**

La presente stima contiene, tra l'altro, l'indicazione dei metodi di valutazione adottati dal sottoscritto per la determinazione del valore del 100% del capitale economico della Banca. Il presente documento è predisposto esclusivamente ai fini di quanto previsto dall'art. 5 comma 1 della Legge 448/2001 e non potrà essere utilizzata per altri scopi.

### **1.4 DATA DI RIFERIMENTO.**

La data di riferimento della perizia è il 31 dicembre 2018. Le proiezioni economiche e gli altri elementi alla base del processo valutativo sono stati analizzati, considerati e aggiornati a tale data.

### **1.5 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA.**

Le elaborazioni si fondano sui documenti trasmessi da BPC nonché su *assumption* formulate in base a presupposti realistici e prudenziali. Per lo svolgimento dell'incarico e la conseguente elaborazione della perizia, il sottoscritto ha acquisito ed esaminato i seguenti documenti aziendali:

- bilancio al 31 dicembre 2017;



- bilancio al 31 dicembre 2018, non ancora approvato;
- piano strategico 2019-2021;
- piano operativo 2019;
- proiezioni economiche, patrimoniali e finanziarie sottostanti al piano strategico 2019-2021;
- SREP (*Supervisory Review & Evaluation Process*) al 18/04/2018, con cui la Banca d'Italia ha fissato le soglie minime dei coefficienti di capitale per BPC;
- RAF (*Risk Appetite Framework*) 2019;
- Prospetti di rideterminazione delle RWA (*Risk Weighted Assets*) 2018-2021.

Ad integrazione della documentazione raccolta, sono stati svolti incontri e colloqui con i manager della Banca durante i quali il sottoscritto ha richiesto chiarimenti e precisazioni. Si precisa che lo scrivente, nella predisposizione della valutazione, ha assunto che i dati, le informazioni, le dichiarazioni e le relazioni forniti dalla Banca siano veri e completi e che nessuna informazione rilevante sia stata omessa o non sia stata fornita. Sui documenti ricevuti lo scrivente non ha effettuato alcuna verifica, accertamento o analisi indipendente. Pertanto il sottoscritto non assume alcuna responsabilità circa la correttezza, veridicità e accuratezza delle informazioni utilizzate per la stima.

#### **1.6 FATTI DI RILIEVO.**

Non sono stati portati a conoscenza dello scrivente eventi successivi alla data di riferimento della stima tali da compromettere i risultati del presente lavoro.

#### **1.7 LAVORO SVOLTO.**

Lo svolgimento dell'incarico si è articolato nei seguenti *step*:

- analisi della documentazione di cui al paragrafo 1.5;
- analisi del contesto di riferimento;
- analisi della situazione economica, patrimoniale e finanziaria di BPC;
- individuazione delle metodologie di valutazione ritenute maggiormente appropriate e selezione di quella più idonea alla valutazione oggetto della presente stima;



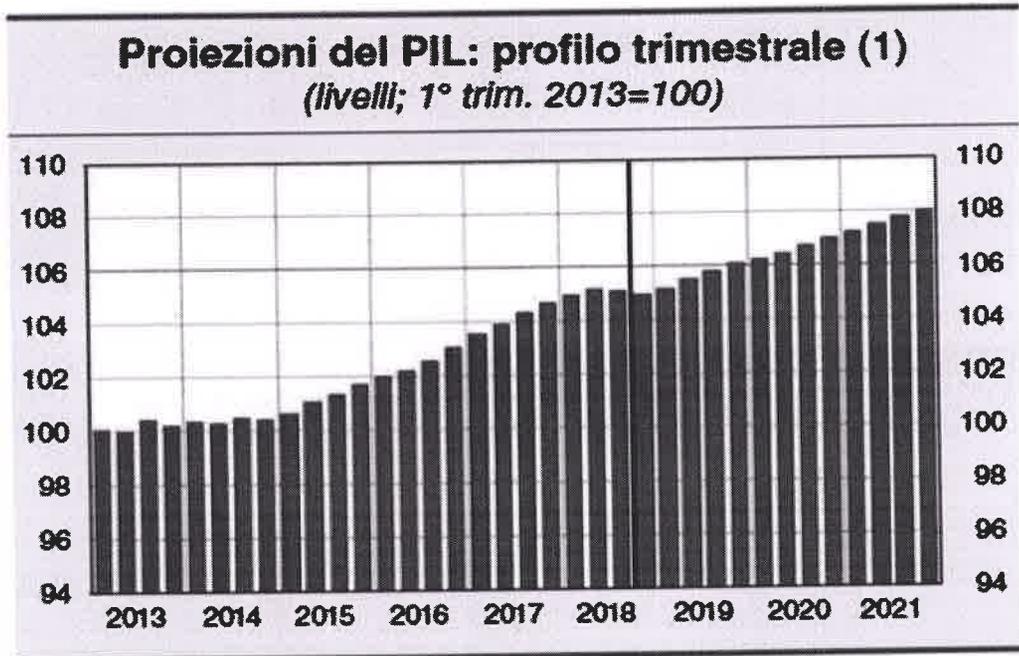
- definizione dei parametri da impiegare nella valutazione, tenuto conto delle caratteristiche di BPC;
- applicazione del metodo scelto e interpretazione dei risultati ottenuti;
- sviluppo dell'analisi di sensitività volta ad evidenziare le ripercussioni di una variazione dei parametri impiegati nella stima sul valore determinato;
- formulazione del giudizio di sintesi mediante l'individuazione di un valore del capitale economico della Banca;
- predisposizione del report finale.

In ogni caso lo scrivente dichiara di aver adottato le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione dei documenti e dati, nonché di aver svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio.

#### **1.8 IL CONTESTO DI RIFERIMENTO.**

Negli ultimi tempi l'economia reale è stata interessata dagli effetti di lungo periodo della crisi finanziaria che ha coinvolto i debiti sovrani e l'economia reale di alcuni Stati europei, in particolar modo l'Italia. Secondo le previsioni elaborate da Banca d'Italia a gennaio 2019, si stima un trend di ripresa nei prossimi anni per l'economia italiana con tassi di crescita del PIL dello 0,6% nel 2019, 0,9% nel 2020 e 1,0% nel 2021.





Fonte: Bollettino economico n.1 del 2019; proiezioni macroeconomiche per l'Italia.  
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 3° trimestre 2018; proiezioni per i trimestri successivi.

In linea con il PIL i consumi delle famiglie dovrebbero aumentare, anche grazie alle misure di sostegno incluse nella manovra di bilancio. Nel triennio 2019 – 2021 la spesa per investimenti, invece, risentirebbe dell'incremento dei costi di finanziamento e del deterioramento della fiducia delle imprese. Le esportazioni, dopo aver registrato una contrazione nei primi mesi del 2018, dovrebbero tornare a crescere a un ritmo prossimo a quello della domanda estera. Più contenuta la dinamica delle importazioni condizionata in parte dal rallentamento della domanda interna. L'inflazione viene stimata al 1,0% nel 2019, e al 1,5% nel biennio successivo.



Fonte: Bollettino economico n.1 del 2019; proiezioni macroeconomiche per l'Italia.

Il tasso di interesse interbancario (Euribor) a tre mesi, pari a -0,3% e -0,1% rispettivamente nel 2019 e nel 2020, dovrebbe risalire allo 0,1% nel 2021. Il tasso di interesse sui BTP a dieci anni è stimato al 3,2% nel 2019, al 3,5% nel 2020 e al 3,8% nel 2021. Il rendimento dei BOT a un anno è previsto allo 0,4% nel 2019 e allo 0,6% e 0,9% rispettivamente nel 2020 e 2021.

Per quanto riguarda il sistema bancario nel suo insieme, si prevede<sup>1</sup> per il 2019 una crescita dell'1,6% della raccolta da residenti. I depositi dovrebbero crescere del 2,4%: nello specifico, crescono i depositi in c/c (+3,7%) e quelli rimborsabili con preavviso (+0,6%) mentre si riducono i depositi con durata prestabilita (-7,6%). Per gli impieghi vivi si prevede nel 2019 una crescita del 2,1%. I titoli in possesso dovrebbero aumentare del 2,4% nel 2019. Relativamente alle sofferenze lorde si prevede un calo del 5,6% nel 2019 grazie alle operazioni di cartolarizzazione. Si prevede un incremento del margine di interesse e di intermediazione rispettivamente dell'1,2% e del 2,4%. Al contempo i costi operativi dovrebbero scendere dell'1,4%. Il risultato di gestione è stimato in aumento del 10%.

<sup>1</sup> Assopopolari, stime-elaborazioni effettuate sui dati disponibili al 14 dicembre 2018.

*AP*

Per le banche popolari si prevede<sup>2</sup> una crescita della raccolta del 2,3% nel 2019. Gli aumenti più significativi interessano i depositi (+2,5%) e i pronti contro termine (+14,5%). Prosegue il calo delle obbligazioni (-2,5% nel 2019). Positiva la dinamica degli impieghi vivi con una variazione del +2,5%, superiore a quella registrata dal sistema bancario nel complesso. La componente titoli si prevede aumenterà del 2,3% mentre le sofferenze lorde dovrebbero registrare una dinamica di riduzione del 3,3%. Il margine di interesse dovrebbe aumentare dell'1,5% determinando un incremento del margine di intermediazione del 2,6%. I costi operativi sono stimati in riduzione dell'1,6% e si prevede una crescita del 9% del risultato di gestione.

### **1.9 ASSUMPTION E LIMITI.**

L'analisi è sviluppata tenendo conto delle *assumption* e dei limiti come di seguito dettagliati:

- il sottoscritto non ha svolto autonomamente procedure di revisione contabile sui bilanci né accertamenti sulla sussistenza di passività potenziali non risultanti dai bilanci;
- la stima si basa su metodologie riconosciute dalla dottrina e dalla prassi;
- la valutazione scaturisce da un complesso processo di analisi e stima e si basa sull'assunto di condizioni operative correnti, in ottica *stand alone* e nella prospettiva di continuità aziendale (*going concern*);
- le proiezioni economico finanziarie contenute nel piano strategico hanno natura aleatoria e presentano profili di incertezza connessi a possibili mutamenti di mercato e di scenario;
- l'analisi non sconta i possibili effetti derivanti da eventi di natura straordinaria.

---

<sup>2</sup> Assopopolari, stime-elaborazioni effettuate sui dati disponibili al 14 dicembre 2018.

## 2. DESCRIZIONE DELLA BPC.

BPC, costituita in forma di società cooperativa per azioni (s.c.p.a.), nasce nel 1955 per contribuire alla ricostruzione della città di Cassino e del territorio limitrofo in seguito alla seconda guerra mondiale. Si occupa di intermediazione creditizia e finanziaria e di fornitura di servizi.

Attualmente conta 25 filiali ed impiega circa 150 dipendenti, costituendo un riferimento per la crescita e lo sviluppo del territorio. L'espansione territoriale è stata accompagnata da un progressivo innalzamento della qualità dei servizi offerti. È partner delle principali istituzioni culturali e di formazione del territorio, quali l'Università di Cassino e del Lazio Meridionale, dei quali promuove le attività di ricerca, tutela il diritto allo studio mediante l'erogazione di borse di studio e la possibilità di rateizzare le tasse di iscrizione, supporta l'attività di aggiornamento dei docenti.

### 2.1 DATI ECONOMICO-FINANZIARI, PATRIMONIALI E DI VIGILANZA.

Di seguito si riportano i dati economico – patrimoniali e di vigilanza di BPC per gli esercizi 2017 e 2018.

Stato Patrimoniale	2017	2018	Variazione % (2017-2018)
Crediti verso clientela	392.305	503.315	28,30%
Crediti verso banche	55.166	51.962	-5,81%
Portafoglio di proprietà	1.510.503	1.297.249	-14,12%
Partecipazioni	0	5465	-
Attività materiali ad uso investimento	23.206	24.950	7,52%
<b>Attivo fruttifero</b>	<b>1.981.179</b>	<b>1.882.941</b>	<b>-4,96%</b>
Cassa e disponibilità liquide	9.862	9.288	-5,82%
Attività materiali ad uso funzionale	37.011	35.151	-5,03%
Attività immateriali	219	151	-31,05%
Altre voci dell'attivo	29.100	26.854	-7,72%
<b>Attivo non fruttifero</b>	<b>76.192</b>	<b>71.444</b>	<b>-6,23%</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>2.057.371</b>	<b>1.954.385</b>	<b>-5,01%</b>
Debiti verso clientela	652.061	654.785	0,42%
Debiti netti verso banche	1.150.000	1.068.358	-7,10%
Titoli in circolazione	113.420	78.215	-31,04%
<b>Passivo oneroso</b>	<b>1.915.482</b>	<b>1.801.358</b>	<b>-5,96%</b>
Altre passività non onerose	22.189	51.171	130,61%
<b>Patrimonio netto</b>	<b>119.700</b>	<b>101.856</b>	<b>-14,91%</b>
Capitale sociale	55.942	55.270	-1,20%
Sovraprezzo emissione	7.520	7.520	0,01%
Riserve	48.151	29.461	-38,82%
Azioni proprie	0	0	-
Utile (perdita) d'esercizio	8.087	9.605	18,77%
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>2.057.371</b>	<b>1.954.385</b>	<b>-5,01%</b>

Fonte: bilancio esercizi 2017 e 2018 (valori in mg/euro).

Nonostante una riduzione del 4,96% dell'attivo fruttifero, i crediti verso la clientela registrano una crescita del 28,30% a fronte di un aumento dei debiti verso clientela soltanto dello 0,42%.

Ciò si è riflesso positivamente sul margine di interesse cresciuto del 2,86% e sul risultato netto della gestione finanziaria aumentato del 9,96% nonostante un margine di intermediazione diminuito del 2,69%.

Conto Economico	2017	2018	Variazione % [2017-2018]
<b>Interessi attivi e proventi assimilabili</b>	<b>31.064</b>	<b>30.677</b>	<b>-1,25%</b>
derivanti da			
Attività finanziarie disponibili per la vendita	8.011	8.225	2,67%
Attività creditizia verso banche	126	61	-51,59%
Attività creditizia verso clientela	22.747	19.763	-13,12%
Attività finanziarie valutate al fair value	0	2.628	-
Attività finanziarie detenute per la negoziazione	180	0	-100,00%
<b>Interessi passivi</b>	<b>-6.603</b>	<b>-5.516</b>	<b>-16,46%</b>
derivanti da			
Debiti verso banche	1	112	11.100,00%
Debiti verso clientela	3.680	3.529	-4,10%
Titoli in circolazione	2.922	1.791	-38,71%
Passività finanziarie valutate al fair value	0	84	-
<b>MARGINE DI INTERESSE</b>	<b>24.461</b>	<b>25.161</b>	<b>2,86%</b>
Commissioni attive	6.743	7.116	5,53%
Commissioni passive	-1.571	-1.813	15,40%
<b>COMMISSIONI NETTE</b>	<b>5.172</b>	<b>5.303</b>	<b>2,53%</b>
Dividendi e proventi simili	3	4	33,33%
Risultato netto dell'attività di negoziazione	66	-883	-1.437,88%
Utile/perdita da cessione/riacquisto	6.640	5.619	-15,38%
Attività finanziarie disponibili per la vendita	6.658	5.619	-15,61%
Titoli in circolazione	-18	0	-100,00%
<b>Risultato netto delle altre attività e passività valutate al fair value con impatto a conto economico</b>	<b>0</b>	<b>159</b>	<b>-</b>
di cui			
attività finanziarie (Titoli di debito, titoli di capitale, Quote di O.I.C.R.)	0	159	-
<b>MARGINE DI INTERMEDIAZIONE</b>	<b>36.342</b>	<b>35.363</b>	<b>-2,69%</b>
Rettifiche di valore per deterioramento crediti	-4.169	13	-100,31%
Crediti verso clientela	-3.698	76	-102,06%
Altre operazioni finanziarie	-471	-63	-86,62%
<b>RISULTATO NETTO GESTIONE FINANZIARIA</b>	<b>32.173</b>	<b>35.376</b>	<b>9,96%</b>
Spese amministrative	-20.298	-20.388	0,44%
a) spese per il personale	-11.003	-10.926	-0,70%
b) spese amministrative	-9.295	-9.462	1,80%
Accantonamenti per rischi e oneri	-104	-192	84,62%
Rettifiche di valore su attività materiali	-1.691	-1.630	-3,61%
Rettifiche di valore su attività immateriali	-104	-76	-26,92%
Altri oneri/proventi di gestione	3047	3.150	3,38%
<b>COSTI OPERATIVI</b>	<b>-19.150</b>	<b>-19.136</b>	<b>-0,07%</b>
Utile/perdita da cessione di investimento	-5	-15	200,00%
<b>UTILE/PERDITA ANTE IMPOSTE</b>	<b>13.018</b>	<b>16.225</b>	<b>24,64%</b>
Imposte sul reddito del periodo	-4.932	-6.621	34,25%
<b>UTILE/PERDITA NETTO</b>	<b>8.086</b>	<b>9.604</b>	<b>18,77%</b>

Fonte: bilancio esercizi 2017 e 2018 (valori in mgli/euro).

In ragione dell'utile di esercizio, cresciuto da 8,1 mln a 9,6 mln, anche il ROE aumenta dal 6,76% del 2017 al 9,43% del 2018.

Oltre all'accresciuta redditività, BPC mostra nel 2018 un miglioramento del profilo di rischio come testimoniato dai *ratio* patrimoniali.

Ratio patrimoniali	2017	2018
CET 1 capital ratio	18,01%	20,94%
Tier 1 capital ratio	18,04%	20,94%
Total capital ratio	18,01%	20,94%

Fonte: bilancio esercizi 2017 e 2018.

Il TCR migliora dal 18,01% nel 2017 ed al 20,94% al termine dell'esercizio 2018.

A conclusione del processo di revisione prudenziale (SREP), la Banca d'Italia ha individuato i seguenti requisiti patrimoniali specifici aggiuntivi rispetto ai coefficienti di capitale minimi previsti dalla vigente regolamentazione in rapporto alla propria esposizione ai rischi:

- coefficiente di capitale primario di classe 1 (*CET 1 ratio*) pari al 10,256%, composto da un OCR CET1 ratio del 7,859% e da una *capital guidance*, a fronte di una maggiore esposizione al rischio in condizioni di stress, pari al 2,397%;
- coefficiente di capitale di classe 1 (*Tier 1 ratio*) pari al 12,259%, composto da un OCR T1 ratio del 9,863% e da una *capital guidance*, a fronte di una maggiore esposizione al rischio in condizioni di stress, pari al 2,397%;
- coefficiente di capitale totale (*Total Capital ratio*) pari al 14,922%, composto da un OCR TC ratio del 12,525% e da una *capital guidance*, a fronte di una maggiore esposizione al rischio in condizioni di stress, pari al 2,397%;

Ratio	Descrizione	Requisito minimo	Riserva conservazione capitale	Aggiuntivo specifico BPC	Capital guidance	Requisito totale
CET 1 ratio	Coefficiente di capitale primario di classe 1	4,500%	1,875%	1,484%	2,397%	10,256%
Tier 1 ratio	Coefficiente di capitale di classe 1	6,000%	1,875%	1,988%	2,397%	12,260%
Total Capital ratio	Coefficiente di capitale totale	8,000%	1,875%	2,650%	2,397%	14,922%

Fonte: Supervisory Review and Evaluation Process (SREP).

Dal confronto tra i *ratio* patrimoniali indicati da Banca d'Italia e quelli effettivi di BPC emerge, dunque, un *excess capital*.

## 2.2 IL PIANO STRATEGICO 2019 – 2021.

Il Piano strategico 2019 – 2021 rappresenta un aggiornamento del Piano strategico 2018 – 2020 approvato dal Consiglio di Amministrazione del 29/01/2018 e revisionato al 30/06/2018.

Di seguito si riportano i dati emergenti dal Piano:

Conto Economico	2018	2019	2020	2021	Variazione % (2018- 2021)	CAGR
Interessi attivi e proventi assimilabili derivanti da	30.677	31.111	36.420	41.413	35,00%	10,52%
Attività finanziarie disponibili per la vendita	8.225	8.566	10.085	11.663	41,80%	12,35%
Attività creditizia verso banche	61	6	3	2	-96,72%	-67,99%
Attività creditizia verso clientela	19.763	20.782	24.470	28.027	41,82%	12,35%
Attività finanziarie valutate al fair value	2.628	1.757	1.862	1.721	-34,51%	-13,16%
Attività finanziarie detenute per la negoziazione	0	0	0	0	-	-
Interessi passivi derivanti da	-5.516	-4.408	-5.793	-6.217	12,71%	4,07%
Debiti verso banche	112	0	1.068	1.074	858,93%	112,45%
Debiti verso clientela	3.529	3.432	3.886	4.362	23,60%	7,32%
Titoli in circolazione	1.791	976	839	781	-56,39%	-24,17%
Passività finanziarie valutate al fair value	84	0	0	0	-100,00%	-100,00%
<b>MARGINE DI INTERESSE</b>	<b>25.161</b>	<b>26.703</b>	<b>30.627</b>	<b>35.196</b>	<b>39,88%</b>	<b>11,84%</b>
Commissioni attive	7.116	7.600	8.740	10.051	41,25%	12,20%
Commissioni passive	-1.813	-1.800	-2.160	-2.592	42,97%	12,65%
<b>COMMISSIONI NETTE</b>	<b>5.303</b>	<b>5.800</b>	<b>6.580</b>	<b>7.459</b>	<b>40,66%</b>	<b>12,04%</b>
Dividendi e proventi simili	4	6	6	6	50,00%	14,47%
Risultato netto dell'attività di negoziazione	-883	0	0	0	-100,00%	-100,00%
Utile/perdita da cessione/riacquisto	5.619	1.000	0	0	-100,00%	-100,00%
Attività finanziarie disponibili per la vendita	5.619	1.000	0	0	-100,00%	-100,00%
Titoli in circolazione	0	0	0	0	-	-
Risultato netto delle altre attività e passività valutate al fair value con impatto a conto economico	159	0	0	0	-100,00%	-100,00%
di cui						
attività finanziarie (Titoli di debito, titoli di capitale, Quote di O.I.C.R.)	159	0	0	0	-100,00%	-100,00%
<b>MARGINE DI INTERMEDIAZIONE</b>	<b>35.363</b>	<b>33.509</b>	<b>37.213</b>	<b>42.661</b>	<b>20,64%</b>	<b>6,45%</b>
Rettifiche di valore per deterioramento crediti	13	1.000	3.250	5.600	42.976,92%	655,23%
Crediti verso clientela	76	1.000	3.250	5.600	7.268,42%	319,24%
Altre operazioni finanziarie	-63	0	0	0	-100,00%	-100,00%
<b>RISULTATO NETTO GESTIONE FINANZIARIA</b>	<b>35.376</b>	<b>32.509</b>	<b>33.963</b>	<b>37.061</b>	<b>4,76%</b>	<b>1,56%</b>
Spese amministrative	-20.388	-19.800	-19.750	-19.700	-3,37%	-1,14%
a) spese per il personale	-10.926	-10.400	-10.150	-10.000	-8,48%	-2,91%
b) spese amministrative	-9.462	-9.400	-9.600	-9.700	2,52%	0,83%
Accantonamenti per rischi e oneri	-192	-200	-100	-100	-47,92%	-19,54%
Rettifiche di valore su attività materiali	-1.630	-1.700	-1.750	-1.800	10,43%	3,36%
Rettifiche di valore su attività immateriali	-76	-100	100	14	-118,42%	-156,90%
Altri oneri/proventi di gestione	3.150	3.300	3.700	3.900	23,81%	7,38%
<b>COSTI OPERATIVI</b>	<b>-19.136</b>	<b>-18.500</b>	<b>-17.800</b>	<b>-17.686</b>	<b>-7,58%</b>	<b>-2,59%</b>
Utile/perdita da cessione di investimento	-15	0	0	0	-100,00%	-100,00%
<b>UTILE/PERDITA ANTE IMPOSTE</b>	<b>16.225</b>	<b>14.009</b>	<b>16.163</b>	<b>19.375</b>	<b>19,41%</b>	<b>6,09%</b>
Imposte sul reddito del periodo	-6.621	-5.743	-6.626	-7.943	19,97%	6,26%
<b>UTILE/PERDITA NETTO</b>	<b>9.604</b>	<b>8.266</b>	<b>9.537</b>	<b>11.432</b>	<b>19,03%</b>	<b>5,98%</b>

Fonte: piano strategico 2019 – 2021 (valori in mg/euro).

Il risultato di esercizio mostra una variazione percentuale complessiva del 19,03% e un CAGR del 5,98% ascrivibile per lo più al margine di interesse previsto in crescita del 39,88% nei tre anni di previsione e delle commissioni nette in aumento del 42,97% nello stesso periodo. Il tutto porta ad una previsione di incremento del 20,64% del margine di intermediazione.

Stato Patrimoniale	2018	2019	2020	2021	Variazione % (2018-2021)	CAGR
Crediti verso clientela	503.315	557.000	585.000	636.000	26,36%	8,11%
Crediti verso banche	51.962	25.000	13.000	15.000	-71,13%	-33,91%
Portafoglio di proprietà	1.297.249	1.324.635	1.364.635	1.379.635	6,35%	2,07%
Partecipazioni	5.465	5.365	5.365	5.365	-	-
Attività materiali ad uso investimento	24.950	22.120	21.120	21.120	-15,35%	-5,40%
<b>Attivo fruttifero</b>	<b>1.882.941</b>	<b>1.934.120</b>	<b>1.989.120</b>	<b>2.057.120</b>	<b>9,25%</b>	<b>2,99%</b>
Cassa e disponibilità liquide	9.288	8.500	8.800	8.571	-7,72%	-2,64%
Attività materiali ad uso funzionale	35.151	35.280	33.530	31.730	-9,73%	-3,36%
Attività immateriali	151	114	14	0	-100,00%	-100,00%
Altre voci dell'attivo	26.854	22.000	22.100	21.300	-20,68%	-7,43%
<b>Attivo non fruttifero</b>	<b>71.444</b>	<b>65.894</b>	<b>64.444</b>	<b>61.601</b>	<b>-13,78%</b>	<b>-4,82%</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>1.954.385</b>	<b>2.000.014</b>	<b>2.053.564</b>	<b>2.118.721</b>	<b>8,41%</b>	<b>2,73%</b>
Debiti verso clientela	654.785	730.000	780.000	845.000	29,05%	8,87%
Debiti netti verso banche	1.068.358	1.068.000	1.068.000	1.080.000	1,09%	0,36%
Titoli in circolazione	78.215	50.000	45.000	40.000	-48,86%	-20,03%
<b>Passivo oneroso</b>	<b>1.801.358</b>	<b>1.848.000</b>	<b>1.893.000</b>	<b>1.965.000</b>	<b>9,08%</b>	<b>2,94%</b>
Altre passività non onerose	51.171	47.588	52.367	40.128	-21,58%	-7,78%
<b>Patrimonio netto</b>	<b>101.856</b>	<b>104.426</b>	<b>108.197</b>	<b>113.593</b>	<b>11,52%</b>	<b>3,70%</b>
Capitale sociale	55.270	55.270	53.770	52.270	-5,43%	-1,84%
Sovrapprezzo emissione	7.520	7.520	7.520	7.520	0,00%	0,00%
Riserve	29.461	34.870	38.870	43.870	48,91%	14,19%
Azioni proprie	0	-1.500	-1.500	-1.500	-	-
Utile (perdita) d'esercizio	9.605	8.266	9.537	11.433	19,03%	5,98%
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>1.954.385</b>	<b>2.000.014</b>	<b>2.053.564</b>	<b>2.118.721</b>	<b>8,41%</b>	<b>2,73%</b>

Fonte: piano strategico 2019 – 2021 (valori in mg/euro).

L'accresciuta redditività è il risultato di una rimodulazione degli impieghi con una maggiore incidenza dei crediti verso la clientela, che crescono nel periodo del 26,36%, e un peso maggiore della raccolta verso la clientela.

In sostanza, si prevede un rafforzamento dell'operatività tradizionale come testimoniato dall'aumento del grado di dipendenza del margine di intermediazione dal margine di interesse.

Oltre agli effetti che in tal modo si prevede di generare, la superiore redditività sarà il risultato anche di interventi volti all'ottimizzazione dell'efficienza come dimostrato dal *Cost/Income ratio* che, nonostante già mediamente inferiore rispetto alle altre banche popolari, arriva ad attestarsi al 41,46% nel 2021.

Ratio economici	2018	2019	2020	2021	Variazione % (2018-2021)	CAGR
ROE	9,43%	7,92%	8,81%	10,06%	6,73%	2,20%
Cost/Income Ratio	54,11%	55,21%	47,83%	41,46%	-23,39%	-8,50%
Margine di Interesse/Margine di intermediazione	71,15%	79,69%	82,30%	82,50%	15,96%	5,06%

Fonte: bilancio 2018 e piano strategico 2019 – 2021 (valori in mg/euro).

### 3. LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DI BPC.

#### 3.1 PREMESSA.

La stima del valore del capitale economico richiede lo svolgimento di un articolato processo funzionale all'espressione di un giudizio determinato sulla base di criteri di valutazione razionali. Detta stima deve rispondere a requisiti di verificabilità, coerenza ed affidabilità. La dottrina e la prassi nel corso degli anni hanno proposto diversi metodi di valutazione del capitale economico. In linea generale è possibile distinguere tra metodologie basate su grandezze flusso (reddituale e finanziarie), su grandezze stock (patrimonio aziendali e beni immateriali) e su grandezze flusso-stock (metodi misti). A queste si aggiungono i cosiddetti metodi diretti (o *market approach*) che individuano il valore economico sulla base dei prezzi di mercato.

Nel caso delle banche possono eventualmente trovare applicazione i metodi patrimoniali complessi, posto che i metodi patrimoniali semplici sono compatibili esclusivamente con aziende in cui gli *asset* immobilizzati rappresentano la maggioranza dell'attivo aziendale. Segnatamente, i metodi patrimoniali complessi prevedono la stima di due componenti rappresentate dal patrimonio netto rettificato e dall'avviamento. Per le banche quest'ultimo viene generalmente identificato con la capacità di raccolta diretta e indiretta, sicché risulta la seguente determinazione del valore del capitale economico:

$$W = K + c_1 \times D_d + c_2 \times D_i$$

nella quale:

$W$  = valore della banca

$K$  = patrimonio netto rettificato

$D_d$  = ammontare della raccolta diretta

$c_1$  = coefficiente medio di valorizzazione della raccolta diretta

$D_i$  = ammontare della raccolta indiretta

$c_2$  = coefficiente di valorizzazione della raccolta indiretta

L'applicazione dell'avviamento non può quindi prescindere dall'analisi preliminare delle diverse tipologie di raccolta bancaria e dei relativi coefficienti di valorizzazione.

La raccolta bancaria è definita come l'insieme delle forme tecniche di provvista che consentono alla banca di procurarsi le risorse finanziarie a titolo di debito per lo svolgimento della propria attività di intermediazione creditizia. Pertanto, essa è l'espressione massima di una serie di *intangibles* quali:

- l'immagine;
- il posizionamento sul mercato;
- il grado di efficienza;
- il rapporto con la clientela.

L'identificazione dell'attività di raccolta come bene immateriale trova fondamento sul fatto che l'operatività tipica e le dinamiche gestionali di un'azienda bancaria portano a ritenere che l'azienda si approvvigioni sul mercato a tassi di remunerazione inferiori rispetto ai tassi normalmente praticati attraverso strumenti di uguale durata, valuta e stabilità.

La valorizzazione della raccolta viene effettuata sulla base di coefficienti empirici differenziati a seconda delle diverse forme tecniche onde rappresentarne la diversa onerosità.

In particolare, come emerge dalla seguente matrice, il coefficiente di avviamento per la forma di raccolta diretta i-esima è ricavabile attualizzando al costo del capitale il suo *markdown* (inteso come differenza tra il tasso di interesse medio delle transazioni finanziarie in Euro tra le principali banche europee e il tasso medio sui depositi) al netto dei costi e delle imposte.

In formula:

$$\text{Coefficiente di Avviamento Raccolta Diretta}_i = \frac{\text{Markdown}_i \times (1 - \text{Cost Income Ratio}_i) \times (1 - \text{Tax Rate})}{\text{coe}}$$

	Cost Income Ratio				
	40,00%	50,00%	60,00%	70,00%	80,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,25%	1,00%	0,84%	0,67%	0,50%	0,33%
0,50%	2,01%	1,67%	1,34%	1,00%	0,67%
0,75%	3,01%	2,51%	2,01%	1,50%	1,00%
1,00%	4,01%	3,34%	2,67%	2,01%	1,34%
1,25%	5,01%	4,18%	3,34%	2,51%	1,67%
1,50%	6,02%	5,01%	4,01%	3,01%	2,01%
1,75%	7,02%	5,85%	4,68%	3,51%	2,34%
2,00%	8,02%	6,69%	5,35%	4,01%	2,67%

Ne discende che la valorizzazione dell'avviamento e, quindi, la concreta possibilità di applicazione del metodo patrimoniale complesso ricorre unicamente laddove nel mercato finanziario il tasso interbancario sia superiore al tasso medio sui depositi, diversamente da quanto accade oggi con un Euribor addirittura negativo.

Né d'altra parte l'avviamento è valorizzabile con la capacità di raccolta indiretta vista la scarsa incidenza di quest'ultima sulla redditività complessiva della banca.

Parimenti, sono stati esclusi i metodi diretti trattandosi di società non quotata.

Coerentemente, dunque, con la prassi è stata adottata la metodologia del *Dividend Discount Model (DDM)* nella variante *Excess Capital (EC)* in quanto ritenuto dal *consensus* il metodo maggiormente compatibile con la stima del valore del capitale economico delle banche, coniugando la redditività con la rischiosità, in linea con i requisiti di vigilanza imposti dalla Banca d'Italia.

### 3.2 IL *DIVIDEND DISCOUNT MODEL (DDM)* NELLA VARIANTE *EXCESS CAPITAL (EC)*.

L'applicazione del *DDM* si basa sull'assunto che il valore del capitale economico discende dalla somma delle seguenti componenti:

- il valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti in base alla politica di dividendi perseguita;
- il *Terminal value* ossia il valore attuale dei flussi nel periodo di previsione implicita.

Nel *DDM Excess Capital* i flussi di cassa sono distribuibili nella misura in cui non riducono il livello di patrimonializzazione risultante dai *capital ratio* della normativa di vigilanza.

In breve:

$$W_0 = EC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{TV}{(1 + k_e)^n}$$

dove:

$W_0$  = *Equity value* della banca oggetto di valutazione;

$EC_0$  = *Excess Capital*, ossia il surplus/deficit patrimoniale al momento della valutazione rispetto ai requisiti regolamentari;

$D_t$  = flussi di cassa futuri distribuibili ai soci nell'anno  $t$  dell'intervallo temporale esplicito di proiezione, sempre nel rispetto del requisito di capitale minimo regolamentare;

$n$  = numero di anni di previsione esplicita;

$k_e$  = costo dell'*equity* impiegato quale tasso di attualizzazione dei flussi di cassa distribuibili agli azionisti, stimato in base al CAPM;

$TV$  = *Terminal Value*, rappresentativo del valore attuale dei flussi di cassa distribuibili agli azionisti e previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale di proiezione esplicita.

La metodologia del *DDM* prevede i seguenti step:

*Fase 1: identificazione dei flussi economici futuri e dell'arco temporale di riferimento.*

A tal fine si è fatto riferimento ai flussi economici del periodo 2019 – 2021 come risultanti dal Piano strategico. Per la stima dei flussi di cassa distribuibili è stato definito il livello minimo di patrimonializzazione necessario per garantire l'operatività della Banca considerato il *Total Capital Ratio* fissato nello SREP al 14,922%. L'eccesso di patrimonio viene considerato come liberamente distribuibile agli azionisti. La relativa distribuzione ed il conseguente aumento del *leverage*, a compensazione della riduzione dei mezzi propri, rende necessario quantificare l'eventuale impatto sul risultato d'esercizio. Più chiaramente è stato ipotizzato un incremento delle passività onerose mediante il ricorso all'indebitamento sul mercato interbancario. Tuttavia, l'andamento dell'Euribor, previsto negativo nel 2019 e nel 2020 e pari a 0,10% nel 2021, porta a stimare un effetto nullo nei primi due anni 2019 e 2020 e una correzione del risultato di esercizio per il 2021.

Gli utili rettificati e i flussi distribuibili sono di seguito sintetizzati:

Indicatore	2018	2019	2020	2021
Utili rettificati	9.604.000	8.266.000	9.536.376	11.410.430
Flussi distribuibili	31.286.553	762.169	5.853.944	3.352.377

(Valori in euro)

*Fase 2: Stima del tasso di attualizzazione.*

Il tasso di attualizzazione dei flussi corrisponde al costo del capitale di rischio (*cost of equity*), calcolato con la metodologia del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* sulla base della formula:

$$k_e = r_f + \beta \times ERP$$

dove:

$r_f$  è il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio (*risk free*);

$\beta$  è il coefficiente di correlazione tra rendimento di un titolo azionario e rendimento complessivo dell'indice di riferimento;

ERP rappresenta l'*Equity Risk Premium* calcolato come differenza tra l'*expected market return* e il *risk free rate*.

#### Il risk free rate.

Il rendimento delle attività *risk free* è assunto pari al 2,54% corrispondente al rendimento medio dei BPT decennali per l'anno 2018.

#### Il parametro beta.

Ai fini della stima del beta, come da prassi valutativa, si determina anzitutto il beta medio di settore, dato un panel di società comparabili. Nel caso specifico, al fine di determinare il campione rappresentativo, si è proceduto dapprima all'individuazione delle banche quotate su Borsa Italiana e, sulla base dell'analisi dimensionale e del *core business*, sono state selezionate le società comparabili. Le banche quotate sono le seguenti:

1. Banca Finnat;
2. Banca Monte Paschi Siena;
3. Banca Pop Sondrio;
4. Banca Profilo;
5. Banca Sistema;
6. Banco Bpm;
7. Banco Di Sardegna Rsp;
8. Bper Banca;
9. Credito Emiliano;
10. Credito Valtellinese;
11. Dobank;
12. Fincobank;
13. Intesa Sanpaolo;
14. Mediobanca;
15. Ubi Banca;
16. Unicredit.

Si precisa che Banca Popolare di Milano, nonostante sia una banca popolare, è stata esclusa a causa di una eccessiva dimensione dell'attivo se paragonata a BPC. Sono state altresì escluse: Banca Intesa San Paolo, Banca Monte Paschi Siena, Banca Unicredit ed Ubi Banca in ragione della loro rilevanza nazionale. Altre sono state escluse considerato il modello di *business* differente da quello tipico della BPC. Si tratta in particolare di Banca Profilo e



Banca Finnat, che operano soprattutto nel settore del *private banking*, Dobank operante maggiormente nel settore dei crediti deteriorati, Finecobank, Mediolanum e Banca Intermobiliare, operanti prevalentemente nel settore di gestione degli investimenti, Banca Farmafactoring, Banca Sistema e Banca Ifis, aventi un *core business* incentrato sui servizi finanziari all'impresa, Banca Generali, operante maggiormente nel settore assicurativo. Infine, Banco di Sardegna è stato escluso tenuto conto che risultano quotate unicamente le azioni di risparmio.

Per il calcolo del beta di settore sono state, dunque, selezionate le seguenti banche quotate, comparabili, per dimensione e attività svolta, con BPC: Banca Popolare dell'Emilia-Romagna, Banca Popolare di Sondrio, Banco di Desio e della Brianza, Credito Emiliano e Credito Valtellinese.

Sono state impiegate osservazioni a due anni (1 gennaio 2017 – 31 dicembre 2018) con rilevazione *weekly*, ciò allo scopo di disporre di un numero significativo di dati ed escludere l'effetto di eventi avvenuti in epoche troppo distanti rispetto alla data di valutazione. Come indice rappresentativo del portafoglio di mercato si è fatto riferimento al *FTSE Italia All Share*. Ne deriva un beta medio di settore di 1,07 come di seguito specificato:

Banche	Beta
Beta Banca Popolare di Sondrio	1,11
Beta Credito Emiliano	1,10
Beta Banca Popolare Emilia-Romagna	1,07
Beta Credito Valtellinese	1,25
Beta Banco di Desio e della Brianza	0,82
<b>Beta medio di settore</b>	<b>1,07</b>

Il profilo di rischio di BPC è stato altresì valutato analizzando il posizionamento della Banca sulla base delle classifiche stilate da S.G.A. (Società per la Gestione di Attività) S.P.A. con riferimento al *Non Performing Exposure ratio (NPE)* e al *Total capital ratio (TCR)* che si riportano di seguito:

Banche	NPE ratio
Banca di credito popolare	27,60%
BP Ragusa	25,10%
Banca di Cividale	22,50%
BP Bare	22,40%
BP S. Angelo	19,60%
BP Valconca	17,90%
BP Lazio	16,10%
BP Pugliese	15,90%
BP Frusinate	15,70%
BP Puglia e Basilicata	14,80%
BP Fondi	13,50%
BP Vesuviana	13,40%
Sanfelice 1893	13,40%
Banca di Piacenza	12,80%
Banca Valsabbina	11,70%
BP Cortona	10,80%
BP Lajatico	9,40%
BP Province Molisane	7,30%
BP Cassinate	7,00%

Fonte: *Value proposition* di SGA per le Banche Popolari, marzo 2019.

L'indice *NPE*, dato dal rapporto tra ammontare dei crediti deteriorati (*non performing exposure*) e il totale dei crediti erogati, costituisce uno dei parametri utilizzati nei processi di *monitoring* del rischio di credito delle banche. Su tali basi, BPC con il 7% rappresenta il valore più basso del *ratio* tra le banche popolari. Perciò, in ragione dell'*NPE ratio* il beta attribuibile a BPC dovrebbe corrispondere al beta minimo di settore (0,82).

Banche	TCR
Banca agricola popolare di Ragusa	24,70%
BPC	18,00%
Banca Popolare del Lazio	17,70%
Banca di Piacenza	17,20%
Banca Popolare del Frusinate	17,10%
Banca Valsabbina	16,60%
Banca Popolare Pugliese	16,10%
Banca Popolare di Cortona	15,70%
Banca Popolare del Lavoro	15,00%
Banca Popolare di Fondi	14,20%
Sanfelice 1893	14,00%
Banca Popolare di Bari	13,80%
Banca Popolare di Sondrio	13,70%
Banca Popolare di Cividale	13,60%
Banca Popolare di Puglia e Basilicata	13,30%
Banca di Credito Popolare	12,60%
Banca Popolare Valconca	11,80%

Fonte: *Value proposition* di SGA per le Banche Popolari, marzo 2019.

Analizzando i valori del *Total capital ratio (TCR)*, BPC con il 18% si colloca al di sopra valore medio delle banche popolari. Tuttavia, in base a detta variabile, prudenzialmente possiamo assumere che il beta presunto per BPC sia 1,07 ossia il beta medio di settore.

Poiché *NPE* e *TCR* sono parimenti significativi per la stima dell'esposizione al rischio, si ritiene di poter quantificare il beta da attribuire alla Banca come media dei beta individuati come *testé* approssimati in base ai due *ratio*. Ne deriva, dunque, un beta di 0,945.

#### L'Equity Risk Premium.

Si tratta di un parametro rappresentativo del premio che remunera il rischio di un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio. È stato applicato il 6,10% corrispondente all'*ERP* rilevato nell'indagine di Fernandez "*Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in 2018: a survey*" come il premio maggiormente utilizzato dagli analisti italiani.

Il calcolo del costo del capitale di rischio.

Considerati i valori di  $r_f$ ,  $\beta$  e  $ERP$ , il tasso di sconto  $k_e$ , calcolato con il CAPM, in valore nominale risulta pari all'8,30%. Poiché i flussi utilizzati nel Piano strategico sono reali,  $k_e$  è stato corretto, con la formula di Fisher, per il tasso di inflazione previsto all'1% per il 2019 (fonte: previsioni macroeconomiche di Banca d'Italia, gennaio 2019). Ne discende un costo reale del capitale del 7,23%:

$$K_e = \left( \frac{1 + 0,083}{1 + 0,01} \right) - 1 = 7,23\%$$

*Fase 3: calcolo del Terminal Value.*

Il valore terminale è stato calcolato in base alla formula:

$$VF = \frac{D_{TV}}{k_e - g}$$

dove  $D_{TV}$  è pari all'utile rettificato dell'ultimo anno di previsione esplicita ridotto dell'incremento dei mezzi propri necessario, come detto, a garantire il rispetto del requisito patrimoniale di *Total Capital Ratio* al 14,922%. L'importo così ottenuto è stato incrementato del tasso di crescita di lungo termine ( $g$ ) stimato all'1%, corrispondente alla previsione di crescita del PIL reale italiano per il 2021 (fonte: proiezioni macroeconomiche di Banca d'Italia, gennaio 2019). Da qui il *Terminal Value* di 169,8 mln.

*Fase 4: determinazione del valore economico di BPC.*

L'*Excess Capital* iniziale, in quanto flusso immediatamente disponibile al momento della valutazione, non necessita di essere attualizzato. Tale componente, determinata alla data di riferimento della perizia, è di 31,3 mln.

L'attualizzazione dei flussi di cassa distribuibili, applicando il costo del capitale del 7,23%, genera un valore di 8,5 mln come specificato nella tabella seguente.

	2019	2020	2021	Totale
Flussi distribuibili	762.169	5.853.944	3.352.377	
fattore di attualizzazione	1,072277228	1,149778453	1,232881252	
<b>Flussi di cassa distribuibili attualizzati</b>	<b>710.795</b>	<b>5.091.367</b>	<b>2.719.141</b>	<b>8.521.303</b>

(Valori in euro)

Il *Terminal Value* attualizzato è di 137,8 mln.

	Importi
<i>Terminal Value</i>	169.833.562
fattore di attualizzazione	1,232881252
<b>Terminal Value attualizzato</b>	<b>137.753.382</b>

(Valori in euro)

Pertanto, il valore del capitale economico della Banca risulta pari a 177,6 mln.

Sintesi dei risultati	Importi
<i>Excess Capital</i> iniziale	31.286.553
Flussi di cassa distribuibili attualizzati	8.521.303
<i>Terminal Value</i> attualizzato	137.753.382
<b>Valore del capitale economico</b>	<b>177.561.237</b>

(Valori in euro)

Tenuto conto del numero di azioni assunto a riferimento (n. 11.054.066), il valore unitario delle azioni BPC calcolato con il metodo *DDM Excess Capital* è di euro 16,06.

**4. IL METODO DI CONTROLLO: PRICE/BOOK VALUE.**

Per riscontrare e controllare il valore sopra determinato di euro 16,06 si è proceduto con l'analisi del multiplo *Price/Book value* (P/BV). Segnatamente sono stati considerati i multipli P/BV osservati in occasione di processi di riorganizzazione aziendale di banche italiane nel periodo 2014 – 2016. I valori osservati sono riportati di seguito:

Transazioni comparabili	P/BV
Banca popolare di Bari	1,01x
Banca Regionale Europea S.p.A.	1,38x
Banca Caripe	1,11x
CR di Saluzzo	1,15x
CR Umbria	1,35x
Banca Popolare dell'Etna	2,01x
CR Firenze	1,68x
CR Civitavecchia	1,38x
CariRI	1,27x
CariVit	1,22x
Banca di Trento e Bolzano	1,39x
Banca Monteparma	1,53x
Min	1,01x
Media	1,37x
Max	2,01x
<b>Banca Popolare del Cassinate</b>	<b>1,74x</b>

Il multiplo stimato per BPC di 1,74x, considerando l'*equity value* di 16,06, si colloca nel *range* dei multipli assunti come riferimento. Il metodo dei multipli delle transazioni comparabili conferma, quindi, il valore di 16,06 stimato con il *DDM Excess Capital*.

## 5. ANALISI DI SENSITIVITA'

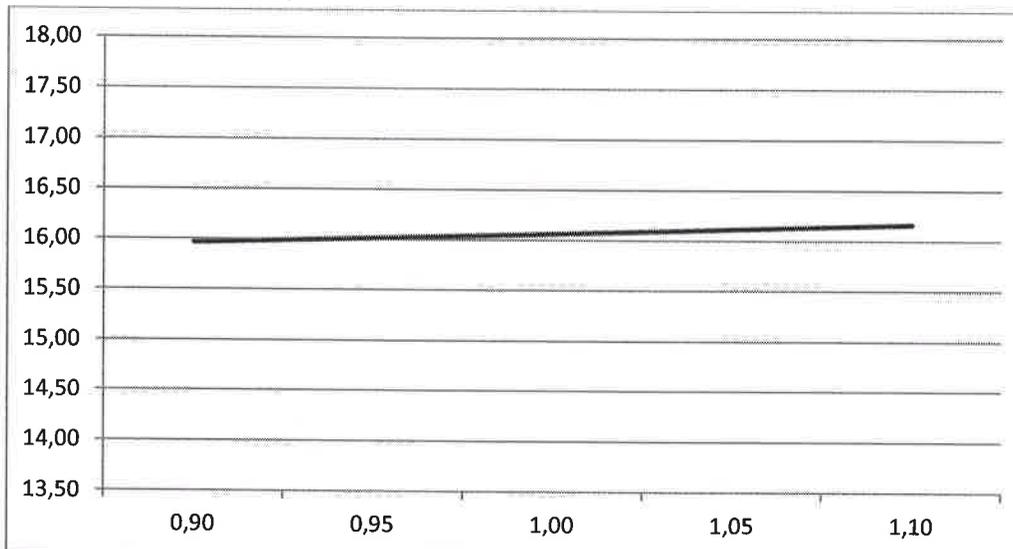
L'analisi di sensitività dei risultati ottenuti è stata svolta con riferimento prima alle singole variabili rappresentate dal *beta*, dal *ERP* e *g* e, successivamente, considerando l'effetto combinato di  $k_e$  e di *g* ipotizzata una variazione del  $\pm 10\%$ .

Si riportano di seguito i risultati.

Sensitività del valore per azione rispetto a *g*

Tasso di crescita <i>g</i>	Variazione %	Valore per azione (€)	Variazione %
0,90	-10,00%	15,96	-0,62%
0,95	-5,00%	16,01	-0,31%
1,00	0,00%	16,06	0,00%
1,05	5,00%	16,11	0,31%
1,10	10,00%	16,17	0,68%

Sensitività del valore per azione rispetto a *g*

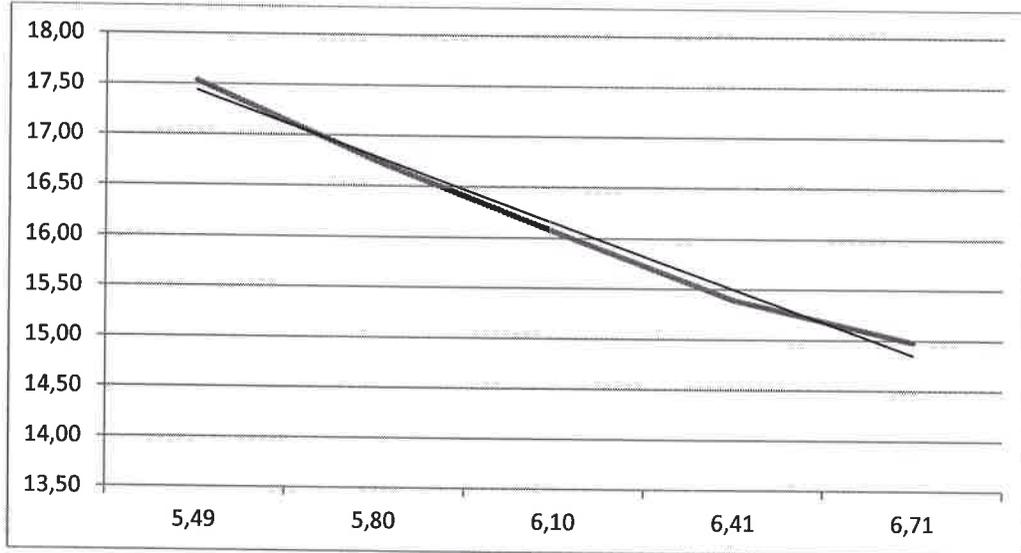


Emerge, dunque, una ridotta sensitività del valore stimato rispetto a *g* considerato che rileva variazioni percentuali più contenute rispetto alle variazioni ipotizzate per *g*.

Sensibilità del valore per azione rispetto al *Equity Risk Premium*

ERP	Variazione %	Valore per azione (€)	Variazione %
5,49	-10,00%	17,53	9,15%
5,80	-5,00%	16,75	4,30%
6,10	0,00%	16,06	0,00%
6,41	5,00%	15,39	-4,17%
6,71	10,00%	14,98	-6,72%

Sensibilità del valore per azione rispetto al *Equity Risk Premium*

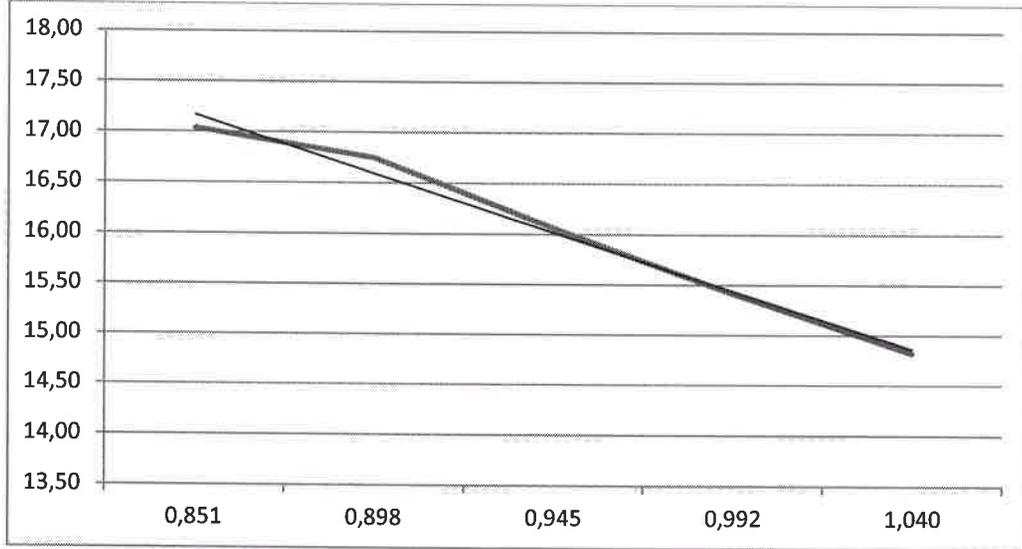


Al contrario, il valore presenta una più marcata sensibilità rispetto all'ERP come testimoniato dalle variazioni percentuali di cui in tabella e dal grafico.

Sensitività del valore per azione rispetto al beta

Beta	Variazione %	Valore per azione (€)	Variazione %
0,851	-10,00%	17,04	5,75%
0,898	-5,00%	16,75	4,12%
0,945	0,00%	16,06	0,00%
0,992	5,00%	15,41	-4,22%
1,040	10,00%	14,82	-8,37%

Sensitività del valore per azione rispetto al beta



Anche in riferimento al beta, il valore mostra una elevata sensitività.

Sensitività del valore per azione rispetto alle variazioni combinate del costo del capitale e di g

Costo del capitale (ke)		Tasso di crescita g				
		0,90	0,95	1,00	1,05	1,10
6,50	6,50	17,87	17,94	18,01	18,09	18,16
	6,87	16,84	16,90	16,96	17,02	17,08
	7,23	15,96	16,01	16,06	16,11	16,17
	7,59	15,17	15,21	15,25	15,30	15,34
	7,95	14,46	14,50	14,53	14,57	14,60

## 6. CONCLUSIONI.

Alla luce delle analisi svolte, considerate la finalità, i presupposti ed i limiti dell'incarico, si ritiene che il valore del capitale economico della Banca Popolare del Cassinate, stimato alla data di riferimento del 31 dicembre 2018 ai sensi dell'articolo 5, comma 1, della Legge 28 dicembre 2001, n. 448, è di 177.561.237 euro corrispondenti ad un valore unitario di euro 16,06 calcolato su un totale di 11.054.066 azioni del valore nominale di 5,00 euro ciascuna.



# DR. ROBERTO LABATE

NOTAIO

Via Vittorio Veneto, 11/A - Tel. 0776.832173 - 0776.833701

Fax 0776.833747

03039 - SORA - (FR)

rlabate@notariato.it

## VERBALE DI GIURAMENTO DI PERIZIA STRAGIUDIZIALE

L'anno 2019 (duemiladiciannove) il giorno undici del mese di aprile (11 aprile 2019).

In Cassino al Corso della Repubblica n.128.

Avanti a me **Dott. FEDERICO LABATE**, Notaio in Pontecorvo, iscritto nel Ruolo del Distretto Notarile di Cassino,

E' presente

Il Dr. CARMELO INTRISANO, nato a Frosinone (FR) il 30 dicembre 1960, residente in Ceprano (FR), Via Vignola n.21 (C.F.NTR CML 60T30 D810F), della cui personale identità sono certo, il quale, nella sua qualità di Perito, mi chiede di asseverare con giuramento l'allegata relazione di stima.

Il sottoscritto, previa le ammonizioni di legge, deferisce al Perito il giuramento di rito che egli presta pronunciando la formula:

"GIURO DI AVER BENE E FEDELMENTE ADEMPIUTO ALL'INCARICO AFFIDATOMI AL SOLO SCOPO DI FAR CONOSCERE A CHI SPETTI LA VERITA".

Letto, confermato e sottoscritto.

Il Perito

