

RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DEL 100% DEL CAPITALE ECONOMICO
AI SENSI E PER GLI EFFETTI DELL'ART. 5, COMMA 1 DELLA LEGGE N. 448/2001

DELLA SOCIETÀ

BANCA POPOLARE DEL CASSINATE

SEDE CENTRALE E DIREZIONE GENERALE: CASSINO – P.ZZA A. DIAZ

CAPITALE SOCIALE: EURO 54.551.270

SOMMARIO

1. PREMESSA	2
1.1. Finalità e oggetto dell'incarico	2
1.2. Documentazione utilizzata e limiti della perizia	2
1.3. Lavoro svolto	3
1.4. Data di riferimento della stima	4
2. ANALISI STORICA E PROSPETTICA DELLA BPC.....	5
2.1. La Società.....	5
2.2. Analisi storica economico-patrimoniale.....	5
2.4. Analisi prospettica economico-patrimoniale.....	7
3. LA VALUTAZIONE DI BPC.....	10
3.1. La scelta del metodo di valutazione	10
3.2. La valutazione del capitale economico di BPC.....	15
3.3. Analisi di sensitività	19
3.4. Controllo e verifica del risultato della stima	19
4. CONCLUSIONI	21



1. PREMESSA

1.1. Finalità e oggetto dell'incarico

La Legge 29 dicembre 2022 n. 197 ha riaperto, con l'art. 1 comma 108, i termini per rideterminare il valore di acquisto delle partecipazioni non negoziate in mercati regolamentati mediante il pagamento dell'imposta sostitutiva, ai sensi e per gli effetti dell'art. 5, comma 1 della Legge n. 448/2001, considerato il valore della frazione del patrimonio netto della società, associazione o ente, determinato sulla base di una perizia giurata di stima, riferita all'intero patrimonio sociale, redatta da soggetti iscritti all'albo dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, nonché nell'elenco dei revisori contabili.

Il Consiglio di Amministrazione di Banca Popolare del Cassinate (in seguito "BPC", "Banca"), alla luce di quanto testé premesso, ha conferito, in data 14 marzo 2023, al sottoscritto, dott. Sergio Ferreri, nato a Venafro (IS) il 01/02/1964, residente a Venafro, in via P. Lucanio Quadrato al n° 14, C.F: FRRSRG64B01L725C, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Isernia al n° 29/A e al Registro dei Revisori Legali al n° 23485 Dm 12/04/1995, l'incarico di stimare, mediante perizia giurata, il valore riferito all'intero patrimonio sociale della BPC.

Lo scrivente, in ottemperanza all'incarico, ha provveduto quindi alla stesura della presente perizia di stima del valore attribuibile a BPC al 31 dicembre 2022, sulla base della documentazione ricevuta dalla Banca stessa.

La prospettiva valutativa in cui si è posto lo scrivente è quella di un soggetto che avesse effettuato al 31/12/2022 la stima del capitale economico con le sole informazioni disponibili a quella data. Infatti, visto che lo spirito della legge è quello di disporre di un valore effettivo di mercato alla data del 31/12/2022, il valore del capitale economico, inteso come valore generale di mercato o prezzo "teorico", non può che essere stimato ponendosi nella posizione di un valutatore indipendente a quella data, con le informazioni che potevano essere disponibili in quel periodo.

1.2. Documentazione utilizzata e limiti della perizia

La presente stima è stata predisposta considerando BPC come un'impresa in funzionamento, senza significativi mutamenti di attività o di indirizzo negli esercizi a venire. La stima è effettuata con riferimento agli elementi esistenti al 31/12/2022, senza considerare la possibilità di verificarsi di eventi imprevedibili, in grado di compromettere la situazione patrimoniale e la futura capacità di BPC di generare reddito.

Si indica di seguito la documentazione utilizzata:

- statuto;
- bilancio d'esercizio anno 2020;

- bilancio d'esercizio anno 2021;
- bilancio d'esercizio anno 2022;
- piano operativo 2023;
- piano strategico 2023-2025;
- *Supervisory Revue & Evaluation Process* (SREP) di Banca d'Italia del 03/05/2022;
- prospetto RWA al 31/12/2022;
- prospetti di rideterminazione delle RWA 2023-2025;
- informazioni e dati pubblicamente disponibili fino alla data della relazione;
- altra documentazione e informazioni resi disponibili durante lo svolgimento dell'incarico e nel corso degli incontri effettuati con il *Management* della Banca.

Nella predisposizione della stima, il sottoscritto ha assunto che le informazioni, le dichiarazioni e le relazioni fornite dalla Banca, di natura finanziaria o di altro tipo, siano vere e complete, senza condurre alcuna verifica, accertamento e analisi indipendente di natura formale e/o sostanziale e che nessuna informazione rilevante sia stata omessa o non sia stata fornita.

Le conclusioni esposte derivano dall'insieme delle valutazioni contenute nella presente perizia; pertanto, nessuna sua parte potrà essere utilizzata disgiuntamente, integralmente o in forma sintetica, rispetto alla perizia nella sua interezza. Il sottoscritto non è quindi responsabile di un uso improprio o diverso da parte del committente o di terze parti. Si declina, inoltre, ogni responsabilità in merito all'accuratezza o alla completezza delle informazioni poste a base delle valutazioni. La stima risente dei limiti e delle specificità proprie del metodo di valutazione scelto.

1.3. Lavoro svolto

L'espletamento dell'incarico ricevuto ha richiesto lo svolgimento delle seguenti attività:

- lettura ed analisi del bilancio al 31 dicembre 2022 nonché dell'ulteriore documentazione riportata al paragrafo precedente;
- analisi e incontri con il *management* di BPC, utili ad identificare le linee guida e assunzioni sottostanti il Piano Operativo 2023 e il Piano Strategico 2023-2025;
- rassegna dei metodi di valutazione comunemente applicati nella prassi per la stima del valore;
- applicazione delle metodologie di valutazione scelte, tenuto anche conto delle caratteristiche della Banca;
- individuazione dei parametri sottostanti l'applicazione delle metodologie di valutazione;
- stima del valore del capitale economico della Banca, sulla base delle analisi svolte;
- sviluppo di analisi di sensitività rispetto ai principali parametri adottati;
- predisposizione della relazione di stima.

1.4. Data di riferimento della stima

La data di riferimento della stima è il 31 dicembre 2022. L'art. 5 del Legge 28 dicembre 2001, n. 448 fissa che *agli effetti della determinazione delle plusvalenze e minusvalenze di cui all'articolo 81, comma 1, lettere c) e c-bis), del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 91, e successive modificazioni, per i titoli, le quote o i diritti non negoziati nei mercati regolamentati, posseduti alla data del 1° gennaio 2002, può essere assunto, in luogo del costo o valore di acquisto, il valore a tale data della frazione del patrimonio netto della società (...)*. La già citata Legge 29 dicembre 2022 n. 197 ha riaperto i termini per l'affrancamento delle plusvalenze modificando al 1° gennaio 2023 il suddetto termine di riferimento del possesso dei titoli, delle quote o dei diritti non negoziati non negoziati nei mercati regolamentati.

Le analisi e valutazioni hanno, dunque, preso a riferimento la situazione economica, patrimoniale e di vigilanza della Banca a tale data.



2. ANALISI STORICA E PROSPETTICA DELLA BPC

2.1. La Società

La BPC è una società cooperativa per azioni, nata nel 1955 per contribuire alla ricostruzione della città di Cassino, dopo la Seconda guerra mondiale. Ad oggi BPC vanta una presenza capillare con le sue 22 filiali, a testimonianza del forte legame con il territorio. Al 31/12/2022, il capitale sociale è di euro 54.551.270, suddiviso in n. 10.910.254 azioni.

2.2. Analisi storica economico-patrimoniale

Sotto il profilo gestionale, la Banca è riuscita a contenere nell'ultimo biennio gli effetti economici prodotti dalla pandemia da COVID-19.

Conto Economico	2020	2021	2022	CAGR
Interessi attivi e proventi assimilabili	25,1	26,0	37,7	14,49%
Interessi passivi	-3,6	-2,3	-3,2	-3,97%
MARGINE DI INTERESSE	21,6	23,7	34,6	17,01%
Commissioni attive	7,5	8,5	9,8	9,31%
Commissioni passive	-1,9	-2,3	-2,9	16,09%
COMMISSIONI NETTE	5,6	6,2	6,9	6,89%
Dividendi e proventi simili	0,2	0,5	0,6	42,95%
Risultato netto dell'attività di negoziazione	0,0	0,3	0,2	NR
Utile/perdita da cessione/riacquisto	12,0	5,6	2,8	-38,75%
Risultato netto delle altre attività e passività valutate al <i>fair value</i>	-0,1	-0,1	-0,1	NR
MARGINE DI INTERMEDIAZIONE	39,3	36,2	45,0	4,56%
Rettifiche per rischio di credito relativo a attività finanz. valutate al costo amm.to	-5,8	-4,4	-4,9	-5,26%
Utili/perdite da modifiche contrattuali senza cancellazioni	0,0	0,0	0,0	NR
RISULTATO NETTO GESTIONE FINANZIARIA	33,5	31,7	40,0	6,13%
Spese amministrative	-20,5	-21,0	-22,3	2,78%
a) spese per il personale	-10,1	-10,4	-10,8	2,37%
b) altre spese amministrative	-10,4	-10,6	-11,4	3,17%
Accantonamenti per rischi e oneri	-0,3	0,2	-0,6	31,82%
Rettifiche di valore su attività materiali	-1,7	-1,6	-1,5	-4,47%
Rettifiche di valore su attività immateriali	0,0	0,0	0,0	0,87%
Altri oneri/proventi di gestione	3,2	3,3	3,5	3,54%
COSTI OPERATIVI	-19,4	-19,1	-20,9	2,56%
Utile/perdita da cessione di investimento	0,1	2,6	-1,0	NR
UTILE/PERDITA ANTE IMPOSTE	14,2	15,2	18,1	8,43%
Imposte sul reddito del periodo	-4,9	-5,0	-6,2	8,01%
UTILE/PERDITA NETTO	9,3	10,2	11,9	8,65%

(valori in mln/euro)



Il *Margine di interesse* è cresciuto da 21,6 a 34,6 milioni, con un CAGR del 17,01%: gli interessi attivi sono aumentati nel periodo da 25,1 a 37,7 milioni (CAGR 14,49%) a fronte di una riduzione degli interessi passivi, da 3,6 a 3,2 milioni (CAGR -3,97%).

Le *Commissioni nette* mostrano un incremento da 5,6 a 6,9 milioni (CAGR 6,89%): segnatamente emerge un aumento delle commissioni attive di 2,3 milioni (CAGR 9,31%) e una crescita delle commissioni passive per 1,0 milioni (CAGR 16,09%).

Parimenti, il *Margine di intermediazione* è passato da 39,5 a 45,0 milioni di euro (CAGR 4,56%).

Il *Risultato netto della gestione finanziaria* è cresciuto da 33,5 a 40,0 (CAGR 6,13%). Si osserva un aumento dei *Costi operativi* da 19,4 a 20,9 milioni (CAGR 2,56%). L'*Utile d'esercizio* si attesta a 11,9 milioni (CAGR 8,65%).

Stato Patrimoniale	2020	2021	2022	CAGR
ATTIVO				
Cassa e disponibilità liquide	53,0	20,2	23,2	-24,13%
Attività finanziarie valutate al <i>fair value</i> con impatto a conto economico	75,9	90,1	48,2	-14,04%
Attività finanziarie valutate al <i>fair value</i> con impatto sulla redditività complessiva	1,6	0,4	0,8	-21,02%
Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato	1.262,7	1.078,5	1.141,3	-3,31%
a) crediti verso banche	67,0	48,4	42,0	-14,44%
b) crediti verso clientela	1.262,7	1.030,2	1.099,3	-4,52%
Attività materiali	59,3	47,2	46,3	-7,95%
Attività immateriali	0,2	0,2	0,2	4,73%
Attività fiscali	11,2	8,3	7,2	-13,57%
Altre attività	17,6	36,7	49,5	41,05%
TOTALE ATTIVO	1.481,5	1.281,6	1.316,6	-3,86%
PASSIVO				
Passività finanziarie valutate al costo ammortizzato	1.344,8	1.138,1	1.180,8	-4,24%
a) debiti verso banche	463,1	196,2	212,5	-22,87%
b) debiti verso la clientela	833,7	904,0	934,4	3,88%
c) titoli in circolazione	48,0	37,9	33,9	-10,93%
Passività fiscali	0,4	0,1	0,4	1,35%
Altre passività	25,9	31,6	15,3	-16,11%
Trattamento di fine rapporto del personale	1,4	1,5	1,2	-5,69%
Fondi per rischi e oneri	3,5	2,8	3,2	-2,85%
Riserve da valutazione	-4,0	-0,2	-0,1	-75,47%
Riserve	38,1	36,5	41,8	3,09%
Sovrapprezzi di emissione	7,5	7,5	7,5	0,00%
Capitale	54,6	54,6	54,6	0,00%
Azioni proprie	0,0	-1,0	0,0	NR
Utile (Perdita) d'esercizio	9,3	10,2	11,9	8,65%
TOTALE PASSIVO	1.481,5	1.281,6	1.316,6	-3,86%

(valori in mln/euro)

Dal punto di vista patrimoniale, si evidenzia un decremento del *Totale attivo* (CAGR -3,86%) nel periodo 2020-2022. La voce che ha subito la contrazione più consistente

è rappresentata dalla *Cassa e disponibilità liquide*, diminuita da 53,0 milioni a 23,2 milioni (CAGR -24,13%).

Le *Altre attività* sono aumentate del 41,05%; le *Attività finanziarie valutate al fair value con impatto sulla redditività complessiva* si sono ridotte da 1,06 a 0,8 milioni (CAGR -21,02%). I *Crediti verso banche* si sono ridotti ad un CAGR del 14,44%; più contenuta (CAGR -4,52%) la variazione negativa dei *Crediti verso la clientela*.

Nelle passività, occorre sottolineare la riduzione dei *Debiti verso banche* (CAGR -22,87%) e dei *Titoli in circolazione* (CAGR -10,93%), mentre i *Debiti verso la clientela* sono cresciuti da 833,7 a 934,4 milioni (CAGR 3,88%).

Al 31 dicembre 2022 BPC espone in bilancio 110,9 milioni di *Fondi propri* a fronte di *Attività di rischio ponderate* per 486,7 milioni.

Adeguatezza patrimoniale	2020	2021	2022	CAGR
Fondi propri (valori in mgl/euro)	109,7	109,0	110,9	0,36%
Attività di rischio ponderate (valori in mgl/euro)	527,4	521,2	486,7	-2,64%
<i>Total Capital Ratio (TCR)</i>	20,81%	20,92%	22,79%	3,08%

I valori del *Total Capital Ratio (TCR)*, così determinati, hanno assicurato l'adeguatezza patrimoniale, ben al di sopra delle misure fissate periodicamente dalla Autorità di Vigilanza.

2.4. Analisi prospettica economico-patrimoniale

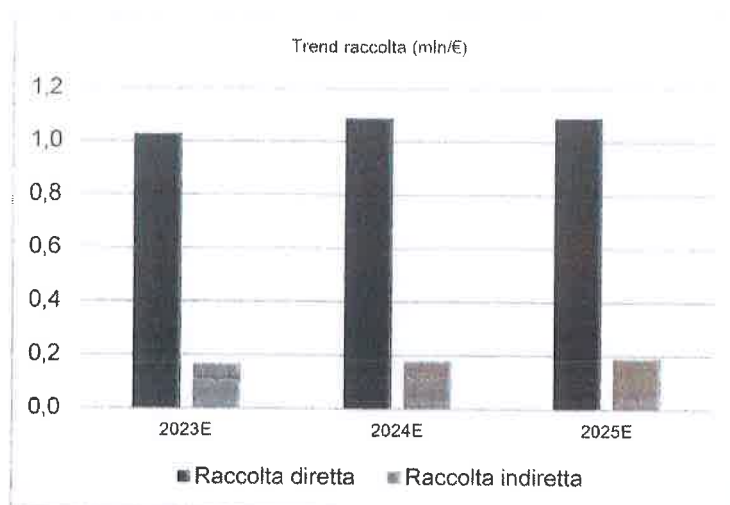
Riguardo alle prospettive future, il Piano strategico 2023 – 2025 evidenzia gli obiettivi che la Banca mira a raggiungere in termini di raccolta, impieghi e redditività, come dettagliatamente illustrato dal Piano stesso.

La Banca prevede che la *Raccolta diretta* e la *Raccolta indiretta* aumenteranno progressivamente. Nel dettaglio la *Raccolta diretta* passerà da 1.028,4 a 1.090,1 milioni (CAGR 1,96%); la *Raccolta indiretta* aumenterà da 166,8 a 190,1 milioni (CAGR 4,45%).

Forma tecnica di raccolta	2023E	2024E	2025E	CAGR
Raccolta diretta	1,0	1,1	1,1	1,96%
Raccolta indiretta	0,2	0,2	0,2	4,45%
Totale raccolta	1,2	1,3	1,3	2,32%

(valori in mln/euro)





In termini di redditività, il Piano strategico 2023-2025 mostra un incremento del *Risultato di esercizio* ad un CAGR del 5,03%, passando da 12,6 milioni del 2023 a 14,6 milioni del 2025.

Inoltre, è previsto un aumento del *Margine di interesse* da 37,7 a 40,9 milioni (CAGR del 2,75%). Il Piano stima anche una crescita del *Margine di intermediazione* che da 45,4 milioni del 2023 passa a 51,0 milioni (CAGR del 3,95%), anche per effetto delle *Commissioni nette*, previste in crescita da 7,7 a 9,9 milioni (CAGR 8,74%).

Corto Economico	2023E	2024E	2025E	CAGR
MARGINE DI INTERESSE	37,7	39,6	40,9	2,75%
COMMISSIONI NETTE	7,7	9,1	9,9	8,74%
Altri ricavi	0,6	0,6	0,6	0,00%
Utili/perdite da cessione AF E PF	-0,5	-0,5	-0,4	-7,17%
MARGINE DI INTERMEDIAZIONE	45,4	48,8	51,0	3,95%
Rettifiche/riprese di valore nette per deterioramento crediti vs clientela	0,0	0,0	0,0	-
RISULTATO NETTO GESTIONE FINANZIARIA	40,7	43,0	45,5	3,79%
COSTI OPERATIVI	-21,8	-23,1	-23,6	2,68%
UTILE/PERDITA ANTE IMPOSTE	18,9	19,9	21,9	5,03%
UTILE/PERDITA NETTO	12,6	13,5	14,6	5,03%

(valori in mln/euro)

Il Piano, inoltre, riporta una crescita degli *Impieghi* del 2,63%: i *Crediti verso la clientela* sono stimati in aumento ad un CAGR del 3,64%.

Al contempo si prevede una contrazione dei *Crediti verso banche* dello 0,16%.

I *Debiti verso banche* sono previsti in diminuzione con un CAGR dello 0,59%.

3. LA VALUTAZIONE DI BPC

3.1. La scelta del metodo di valutazione

Il metodo da impiegare per la stima del capitale economico deve prima di tutto rispettare alcuni requisiti di base rappresentati dalla *razionalità*, *oggettività* e *generalità*.

Il requisito della *razionalità* si riferisce all'aderenza del metodo rispetto alla formula generale che definisce nel modo seguente il valore dell'impresa:

$$W_0 = \sum_{s=1}^n d_s * v^s + P_n * v^n$$

dove:

- d_s = dividendo pagato dall'impresa nell'anno s (con s variabile tra 1 e n);
- P_n = prezzo di realizzo più probabile per l'impresa al tempo n ;
- v^s e v^n = fattori di attualizzazione (ad un tasso " i " predeterminato).

La formula, in questione, definisce il valore dell'impresa attraverso lo schema mutuato dalla teoria finanziaria per la valutazione di qualsiasi investimento e rappresentato dalla sommatoria dei flussi di cassa attualizzati che l'azienda genera per l'investitore.

La metodologia di stima, perciò, deve risultare per quanto possibile aderente con detta *formula teorica*, che costituisce il metodo concettualmente più corretto per la definizione del valore dell'impresa, in quanto considera tutte le variabili che razionalmente ne definiscono il valore attuale, senza evidenziare lacune o duplicazioni di alcun genere.

Il requisito dell'*oggettività* richiede che nella stima si debbano utilizzare soltanto dati certi e indipendenti.

Il requisito della *generalità* presuppone che la metodologia non può essere influenzata dalle caratteristiche dei soggetti interessati alla stima del valore; in altri termini il valore deve distinguersi da eventuali prezzi che, per definizione, sono influenzati dai diversi poteri contrattuali e dalle differenti aspettative del venditore e dell'acquirente, che possono spostare il valore negoziato da quello teorico dell'azienda.

Ciò significa che il metodo di valutazione adottato deve prescindere da valutazioni soggettive, derivare da un processo logico convincente, utilizzare variabili e parametri supportati da dati controllabili e condurre ad un risultato che non muta per effetto di eventi contingenti.

A tal fine, secondo la dottrina e la prassi più consolidata, la scelta del metodo di valutazione deve essere funzione della finalità della stima e della tipologia di azienda.

Su tali presupposti, occorre anzitutto considerare che la disciplina fiscale, da cui ha origine la presente *perizia formale*, prevede che la relazione di stima deve: a) riferirsi all'intero patrimonio sociale e non già ad una sua frazione, il cui valore sarà semplicemente determinato in proporzione al valore complessivo del patrimonio

sociale; b) esprimere il valore effettivo di mercato della società anziché un valore minimo.

Senonché il valore effettivo di mercato è un concetto che deve essere adeguatamente specificato, soprattutto nel caso di aziende non quotate, qual è la BPC: non è possibile fare riferimento ad un prezzo di mercato, considerato che l'oggetto della valutazione è il patrimonio sociale di un'azienda non quotata; d'altronde, l'eventuale prezzo sarebbe sempre riferito ad una negoziazione che sconterebbe in ogni caso le convenienze e i caratteri specifici del venditore e dell'acquirente oltre che le circostanze e contingenze del contesto spazio-temporale della transazione, a differenza del *valore* che richiama una grandezza monetaria indipendente dalle convenienze, dai caratteri, dalle circostanze e dalle contingenze specifiche di una o più concrete transazioni.

A tutto ciò si aggiunge il fatto che *prezzi probabili di mercato*, ossia prezzi ai quali le partecipazioni del patrimonio sociale oggetto di perizia potrebbero essere scambiate, sarebbero concretamente ipotizzabili solo in presenza di multipli di mercato significativi e relativi a transazioni di quote di capitale di aziende simili a quella oggetto della perizia.

Per tali motivi, lo scrivente ritiene che la scelta del metodo di valutazione non possa ricadere sui *multipli di borsa* né tanto meno sulle *transazioni comparabili*, neanche come metodi di verifica e controllo del valore risultante dalla perizia.

Il metodo dei *multipli*, infatti, giunge a determinare il valore del capitale aziendale sulla base dei prezzi negoziati in vasti mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili. Scopo del metodo è sviluppare rapporti fondati sugli effettivi prezzi di quotazione dei titoli di società comparabili e finalizzati a individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese con variabili economiche aziendali, come utili, *cash flows*, ricavi e patrimonio netto.

Analogamente, il metodo delle *transazioni comparabili* si fonda sullo stesso impianto del metodo dei *multipli*, differenziandosene quanto alla natura dei prezzi, espressivi dei valori negoziati, utilizzati per la costruzione dei multipli, atteso che i prezzi di riferimento sono quelli rilevabili nell'ambito di negoziazioni private per quote del capitale azionario di imprese comparabili.

Per quanto riguarda i *multipli di mercato*, l'incertezza sulle prospettive economiche globali degli ultimi due anni, prodotta prima dalla pandemia da COVID-19 e successivamente dalla guerra in Ucraina, ha innescato forti turbolenze sui mercati azionari che si sono riflesse in ampi cali dei corsi e significativi incrementi della volatilità. Ciò ha determinato una compressione generalizzata dei multipli che, di conseguenza, hanno perso la loro capacità esplicativa del *fair value* aziendale. In sostanza, i ribassi generalizzati che il mercato azionario ha registrato negli ultimi anni unitamente alla forte volatilità dei corsi privano, allo stato, i multipli di utilità applicativa nelle valutazioni d'azienda che, come la presente, mirano alla stima del *valore economico del capitale* o *capitale economico*, ossia di un *valore generale*, indipendente dalle convenienze, dai caratteri, dalle circostanze e dalle contingenze specifiche del contesto spazio temporale delle eventuali transazioni comparabili.

Per quanto attiene, poi, alle *transazioni comparabili*, si rileva la sostanziale assenza di informazioni sui prezzi eventualmente da prendere come riferimento, considerato tra l'altro che le condizioni di trasferimento delle azioni, incluso il prezzo di riacquisto,



vengono differentemente disciplinate dagli Statuti e dalle delibere dei Consigli di Amministrazione delle diverse banche.

A parere dello scrivente, anche il *metodo patrimoniale* non appare razionalmente utilizzabile per la valutazione del capitale economico di cui alla presente perizia di stima.

Come noto, il *metodo patrimoniale* esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio. Nella configurazione *metodo patrimoniale semplice* il valore del capitale economico coincide con il patrimonio netto rettificato, che si ottiene apportando al patrimonio netto contabile le rettifiche conseguenti all'adeguamento delle singole componenti attive e passive ai valori correnti di mercato. Nella configurazione *metodo patrimoniale complesso* il valore del capitale economico è quantificato, invece, rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo il valore delle risorse intangibili.

In entrambe le configurazioni, quindi, il *metodo patrimoniale* si limita a "scattare una fotografia" della situazione attuale dell'azienda, non tenendo in considerazione le prospettive reddituali o finanziarie future che possono concorrere ad un aumento del valore del capitale economico; in sostanza il valore aziendale viene determinato sulla base della mera differenza tra attività e passività e quindi su dati storici, ponendo in secondo piano la capacità di generazione futura di reddito o di flussi di cassa.

Per queste caratteristiche, il *metodo patrimoniale* non viene utilizzato di frequente nelle valutazioni di azienda, in quanto i casi idonei al suo utilizzo sono piuttosto rari; in particolare è applicabile qualora i beni che compongono il patrimonio aziendale siano caratterizzati da un proprio valore, rilevante ed autonomo. Generalmente, infatti, è adatto per aziende prive di attività produttiva, che sono semplicemente un contenitore di immobili (società immobiliari) o di partecipazioni (holding pure).

Ne discende che i metodi razionalmente più adatti per la valutazione oggetto della presente perizia sono i metodi fondati sull'attualizzazione dei flussi di risultato prospettici, ossia i *metodi reddituali* e i *metodi finanziari* che, come noto, appaiono più coerenti con l'accezione di *valore* fornita dai Principi Italiani di Valutazione, secondo i quali il valore è il risultato di una stima che ha per oggetto i flussi di risultato attesi alla data della valutazione, vale a dire i frutti che l'impresa sarà in grado di produrre nel futuro.

Per i *metodi reddituali*, il valore di un'impresa è dato dall'attualizzazione dei redditi previsti per i singoli esercizi appartenenti al periodo di proiezione, più un valore terminale che rispecchia i redditi che l'impresa produrrà nel periodo che va dalla fine dell'orizzonte temporale all'infinito: il principio base sul quale si fonda la valutazione d'azienda è che il valore del capitale economico è dato dai redditi che l'azienda sarà in grado di generare, mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi. L'obiettivo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione redditività/valore.

Con questi metodi, pertanto, si prendono in considerazione i flussi di reddito per valutare il capitale economico, ritenendo che il reddito sia il miglior indicatore della performance aziendale.

In breve, la metodologia reddituale perviene alla stima del valore del capitale economico considerando la redditività che l'azienda è in grado di generare in chiave



prospettica, individuando nella contrapposizione tra ricavi e costi di competenza dell'esercizio il *driver* fondamentale del valore.

Sostanzialmente, il valore è posto in funzione di due fattori:

- il flusso dei redditi futuri attesi nell'arco temporale assunto nella valutazione;
- il tasso di attualizzazione espressivo del rischio aziendale.

I *metodi reddituali* possono essere analitici o sintetici: i metodi analitici sono basati sulla stima dei flussi di reddito effettuata anno per anno, lungo l'intero periodo di previsione esplicita; i metodi reddituali sintetici, invece, sono fondati sulla stima di un valore medio-normale di reddito e sull'ipotesi di una sua replicabilità nel m/l termine. In dettaglio, il valore medio-normale di reddito scaturisce dalla normalizzazione dei redditi contabili, ossia da operazioni di rettifica finalizzate a depurare il reddito contabile da tutte le componenti straordinarie, non ricorrenti ed estranee alla gestione, in grado di aumentare o diminuire il risultato dei singoli esercizi.

I *metodi finanziari* ravvisano nei flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione del capitale economico. Il loro pregio è rappresentato dal fatto di evidenziare la capacità dell'azienda oggetto di stima di mettere a disposizione degli investitori (i soli azionisti, nella valutazione *equity side* o *levered*, tutti i finanziatori, nella valutazione *asset side* o *unlevered*) i flussi monetari che residuano dopo aver effettuato gli investimenti, in capitale circolante e attività fisse, necessari a garantire il perdurare della medesima in condizioni di economicità.

Le metodologie finanziarie sono quindi da preferire alle metodologie reddituali, in ragione della loro maggiore aderenza al requisito della *razionalità*.

Ne discende la decisione dello scrivente di individuare tra le diverse metodologie finanziarie il *metodo principale* da utilizzare per la stima in oggetto e di attribuire al metodo reddituale la funzione di *metodo di controllo* dei valori risultanti dalla stima stessa.

Nella individuazione del metodo finanziario, la tipologia dell'azienda oggetto della presente stima porta a preferire l'approccio *equity side* all'approccio *asset side*.

Per l'impresa bancaria, infatti, le passività finanziarie non possono essere considerate sostanzialmente estranee alla gestione caratteristica, rappresentando, in massima parte, la *materia prima* che alimenta il processo produttivo base, costituito dall'intermediazione creditizia e, quindi, dall'attività di raccolta-impiego del denaro. Di conseguenza, nella valutazione della banca appare poco sostenibile l'applicazione di un approccio volto alla stima di un *enterprise* o *firm value*, ossia la stima del valore complessivo degli asset aziendali, dai quali sottrarre il debito in essere per pervenire alla stima del valore dell'*equity*. Aniché stimare i flussi di cassa disponibili nella versione FCFF *Free Cash Flow to Firm* (FCFF), da attualizzare al costo medio ponderato del capitale (WACC), è preferibile determinare i *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), ossia i flussi di pertinenza degli azionisti, da attualizzare al costo dell'*equity* (k_E).

L'altra peculiarità delle aziende bancarie, che influenza la scelta del metodo di valutazione, consiste nel fatto che, a differenza delle altre imprese, per le quali



l'approccio *equity side* richiede anzitutto la stima degli FCFE, vale a dire dei flussi di cassa netti dopo le imposte che residuano considerato il reinvestimento in capitale circolante operativo e in capitale fisso, al netto del servizio del debito, nel caso delle banche i citati reinvestimenti sono oggettivamente poco significativi, poiché il capitale circolante operativo riveste, in termini relativi, un ruolo marginale e visto che gli investimenti effettivamente rilevanti sono spesso rappresentati da attività intangibili che raramente hanno evidenza nell'attivo di bilancio, quali asset cui associare assorbimenti di risorse finanziarie. Da qui la prassi diffusa di ritenere più consoni i modelli basati sull'attualizzazione dei dividendi (*Dividend Discount Model, DDM*), nonostante siano generalmente ritenuti di minore affidabilità nelle valutazioni d'azienda rispetto a quelli basati sulla stima analitica dei flussi di cassa (*Discounted Cash Flows, DCF*).

La forma di azienda influenza la scelta del metodo di valutazione anche in funzione del sistema in cui operano le banche, dove è dominante e pervasiva la presenza di una normativa regolamentare che ne vincola in vario modo l'operatività. Ciò si riflette sulle prospettive economico-finanziarie ed è necessario tenerne conto in sede di valutazione del capitale economico. Tra i profili normativi di maggior rilievo, il metodo di valutazione deve scontare i requisiti in termini di *capitale regolamentare* della banca poiché ne condizionano le potenzialità di crescita e i flussi di dividendi per gli azionisti.

Quanto sopra, pertanto, porta a scegliere il DDM, quale metodo principale di valutazione, opportunamente adattato nella variante *Excess Capital*, in modo che il valore stimato del capitale economico sia anche il risultato dei vincoli regolamentari.

Tale metodo assume che il valore economico si ottenga sommando il valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti nel rispetto dei livelli di patrimonializzazione imposti dalla normativa di vigilanza (CET 1, Tier 1 e TCR) e il valore attuale del *Terminal Value (TV)*.

$$W = EC + \sum_{t=1}^n Div_t(1+i)^{-t} + TV(1+i)^{-n}$$

dove:

- W = valore economico della banca;
- EC = valore dell'*Excess Capital* alla data di riferimento della valutazione;

$\sum_{t=1}^n Div_t(1+i)^{-t}$ = somma del valore attuale dei flussi di dividendo attesi (Div_t) per il periodo di previsione esplicita comprensivi dei flussi di *Excess capital* disponibili per ogni singolo esercizio che consentono di rispettare i valori target dei requisiti patrimoniali;

- $TV(1+i)^{-n}$ = TV della banca attualizzato alla data di riferimento della valutazione;
- i = tasso di attualizzazione.

Rispetto al *DDM puro*, che attualizza i flussi distribuibili sulla base della politica di dividendi perseguita dall'azienda, è stata ritenuta più idonea la variante *Excess Capital*

(EC) sia perché si presta meglio alla valutazione di banche, data la regolamentazione in materia di coefficienti patrimoniali, sia perché è indipendente dalla politica di distribuzione di dividendi annunciata o storicamente perseguita dalla società.

L'EC, in quanto surplus patrimoniale al momento della valutazione rispetto ai requisiti patrimoniali, identifica perciò la quantità di risorse patrimoniali assimilabili a *equity* che la banca potrebbe teoricamente distribuire subito agli azionisti. Ai fini della stima, trattasi della componente che non necessita di essere attualizzata poiché già potenzialmente disponibile al momento della valutazione.

Ovviamente, nella determinazione dell'EC, occorre assicurare il rispetto dei requisiti patrimoniali per l'intero arco temporale di previsione. In sostanza, è necessario che l'EC sia stimato non in termini puntuali, bensì nell'ambito di un processo di *capital planning* che ragionevolmente ne confermi l'eccedenza su un orizzonte temporale non breve e comunque coerente con il piano industriale della banca. Questo significa che se l'ammontare stimato di EC determina per gli anni successivi di previsione deficit di *equity* rispetto ai requisiti patrimoniali, occorre ridurre l'EC fino ad annullare i citati deficit.

In conclusione, con il metodo DDM nella variante EC, il valore del capitale economico della banca è la somma delle tre componenti rappresentate dall'EC, dal valore attuale dei flussi distribuibili nel periodo di previsione esplicita e dal valore attuale del *Terminal Value*.

Questa impostazione, nel suo insieme, appare, quindi, *razionale*, di *generale applicazione* e *affidabile*, perché replica la metodologia di valutazione più utilizzata nella prassi professionale per la stima del capitale economico delle banche, permettendo di esprimere il valore in funzione della capacità di generare flussi di cassa prospettici attesi dall'implementazione dei piani e dei programmi definiti dal management.



3.2. La valutazione del capitale economico di BPC

L'EC della Banca è stato stimato procedendo anzitutto con la quantificazione del surplus al 31/12/2022 dell'*equity* rispetto al livello di patrimonializzazione necessario a garantirne l'operatività, tenuto conto di quanto indicato dall'ultimo *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP), con cui Banca d'Italia ha segnalato i coefficienti patrimoniali, corrispondenti agli *Overall Capital Requirement (OCR) ratios*, rappresentativi della somma delle misure vincolanti (*Total SREP Capital Requirement ratio - TSCR*) e del requisito combinato di riserva di capitale.

Segnatamente, lo SREP del 03/05/2022 ha individuato per la BPC i seguenti requisiti patrimoniali:

- *CET 1 ratio*: 8,95%, composto da un *OCR CET 1 ratio* pari al 7,95% e da una Componente Target (*Pillar 2 Guidance, P2G*), a fronte di una maggiore esposizione al rischio in condizioni di stress, pari all'1,00%;
- *Tier 1 ratio*: 10,80% composto da un *OCR Tier 1 ratio* pari al 9,80% e da una Componente Target, a fronte di una maggiore esposizione al rischio in condizioni di stress, pari all'1,00%;

- **TCR:** 13,25%, composto da un **OCR TCR** pari all'12,25% e da una **Componente Target**, a fronte di una maggiore esposizione al rischio in condizioni di stress, pari all'1,00%.

Sulla base di tali requisiti, il surplus di *equity* nell'anno base 2022 è stato determinato in 46,4 milioni. Nell'ipotesi che detto surplus venisse considerato integralmente distribuibile, il *capital planning* avrebbe evidenziato *deficit patrimoniali* di periodo rispettivamente di 5,3 milioni per il 2023 e di 1,2 milioni per il 2024.

CAPITAL PLANNING (ipotesi di integrale distribuzione dell'EC nel 2022)	2022	2023E	2024E	2026E
Fondi propri a copertura dei requisiti (a)	110,9	63,9	69,0	75,3
Fondi propri minimi (b)	64,5	69,3	75,5	81,8
Flussi distribuibili (c)	46,4	0,0	0,0	0,0
Saldo (d=a-b-c)	0,0	-5,3	-6,5	-6,5

(Valori in mln/euro)

Perciò, la misura di 46,4 milioni è stata ridotta fino a configurare un EC definitivo di 39,9 milioni che implica un nuovo *capital planning* dal quale non emergono *deficit* di periodo.

CAPITAL PLANNING (distribuzione parziale dell'EC nel 2022)	2022	2023E	2024E	2026E
Fondi propri a copertura dei requisiti (a)	110,9	70,5	79,6	83,8
Fondi propri minimi (b)	64,5	69,3	75,6	81,8
EC (c)	39,9	0,0	0,0	2,0
Saldo di controllo copertura requisiti (d=a-b-c)	6,5	1,2	4,0	0,0

(Valori in mln/euro)

Per le altre due componenti del capitale economico si è reso necessario stimare preliminarmente il tasso di attualizzazione calcolato applicando la formula del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), secondo cui il rendimento atteso di un investimento è calcolato come somma del tasso *risk free* e del premio per il rischio ad esso corrispondente, pari al *Market Risk Premium* (MRP), ponderato per il beta, ossia:

$$E(R) = r_f + \beta \times MRP$$

Per il *risk free rate*, la scelta, coerentemente con il *Consensus*, è ricaduta sul BTP 10Y, laddove la durata di 10 anni è stata ritenuta in linea con il profilo temporale dei flussi da attualizzare. Inoltre, lo scrivente ha ricostruito l'andamento del BTP 10Y nel corso del 2022 da cui è emerso chiaramente una spiccata volatilità dei rendimenti. Alla luce di ciò, anziché considerare il rendimento risultante dall'asta (29-30 novembre 2022) immediatamente precedente la data di riferimento della perizia (31/12/2022), si è ritenuto opportuno uniformarsi alla prassi valutativa che, in condizioni di volatilità dei tassi di interesse, suggerisce di calcolare il rendimento medio dell'ultimo anno precedente alla di riferimento della valutazione, in alternativa al calcolo puntuale. Il rendimento così ottenuto è, quindi, utilizzabile come adeguata *proxy* del tasso *risk free* nonostante l'incertezza registrata nel mercato finanziario.

Su tali basi, lo scrivente ha determinato al 3,16% il rendimento medio nel BTP nel 2022, assunto quale misura da r_f da applicare per la stima di k_e .

Il *Market Risk Premium* è stato stimato al 6,00%, quale valore individuato per l'Italia nella *survey* per il 2022 del prof. Fernandez (fonte: *Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 95 countries in 2022*).

Il coefficiente β è stato determinato mediante regressione lineare semplice dei rendimenti storici di un campione di banche comparabili, rispetto ai rendimenti storici dell'indice di mercato *FTSE Italia All Share*, individuate dall'elenco delle quotate a Piazza Affari al 31/12/2022, escludendo sia le banche (Banca Generali, Banca Ifis, Banca Mediolanum, Banca Profilo, BFF Bank, Finecobank, Illimity Bank e Mediobanca) con operatività diversa da BPC, sia la banca (MPS) interessata da eventi di natura straordinaria e, quindi, da corsi azionari anomali. Inoltre, lo scrivente, in ragione della volatilità dei mercati finanziari, ha ritenuto di escludere le banche che, a causa della loro dimensione, appaiono più esposte alla instabilità del mercato. Segnatamente, quindi, sono state eliminate dalle *comparables* Intesa San Paolo, Unicredit e BPM.

È risultato perciò il seguente campione di comparabili:

- Banca Popolare di Sondrio;
- Banca Sistema;
- Banco Desio;
- BPER Banca;
- Credito Emiliano;

Per ciascuna banca è stata applicata la regressione, scegliendo come periodo di riferimento il biennio 01/01/2021 – 31/12/2022 e assumendo la settimana come frequenza di osservazione, per un totale di 104 rilevazioni.

Il beta medio dei valori risultanti dalla regressione è stato determinato nella misura di 1,12.

Banca	Beta
Banca Popolare di Sondrio	1,38
Banca Sistema	0,99
Banco Desio	0,69
BPER Banca	1,52
Credito Emiliano	1,03
Media	1,12

Il costo del capitale (k_e) è stato, dunque, stimato al 9,89%, da adottare nella perizia come tasso per l'attualizzazione dei flussi distribuibili nel periodo di previsione esplicita e per l'attualizzazione del TV.

La seconda componente del capitale economico, relativa al periodo di previsione esplicita 2023-2025, è stata così determinata in euro 1.421.559.

Il TV, è stata calcolata sulla base della formula del *Perpetual Dividend Growth*:

$$TV = \frac{div_n(1 + g)}{(k_e - g)}$$

dove:

- div_n corrisponde al dividendo distribuibile nell'anno n;
- k_e è il tasso di attualizzazione calcolato, come detto, al 9,89%;
- g è il tasso di crescita sostenibile di lungo periodo.

Il tasso di crescita g è stato individuato nella misura del 2,30% corrispondente all'inflazione attesa di lungo periodo, come da ultime previsioni disponibili prima del 31/12/2022, data di riferimento della valutazione¹. A riguardo, infatti, l'*assumption* è che g riflette solo la crescita legata all'inflazione attesa di medio-lungo periodo.

Per la stima del dividendo distribuibile nell'anno n è stato calcolato il flusso normalizzato, considerato il reddito netto dell'ultimo anno di previsione esplicita, ipotizzato crescente in perpetuo al tasso g , e scontato della parte destinata al rispetto dei requisiti di vigilanza.

Da qui il TV al 31/12/2025 di euro 172.450.375 e il corrispondente valore attuale al 31/12/2022 di euro 129.937.253.

Calcolo del TV (valori in mln/euro)		2025E
Reddito netto	a)	14,6
Reddito netto di lungo periodo	b = (a * (1 + 2,30%))	14,9
RWA	c)	603,3
Total Capital Target	d = (c * 13,25%)	79,9
Assorbimento di lungo periodo	e = (d * 2,30%)	1,8
Flusso normalizzato	f = (b-e)	13,1
Ke	g)	9,89%
Tasso "g"	h)	2,30%
TV al 31/12/2025	i = f / (g - h)	172,4

Valore di BPC (in mln/euro)	2022	2023E	2024E	2025E	TV
Excess Capital*	39,9				
Flussi distribuibili		0,00	0,00	1,9	172,5
Valori attuali	39,9	0,00	0,00	1,4	129,9

Excess Capital	39,9
Valore attuale flussi del periodo di previsione esplicita	1,4
Valore attuale flussi del periodo di previsione implicita (TV)	129,9
EQUITY VALUE	171,2

*L'Excess Capital, stimato inizialmente in 46,4 mln di euro, è stato ridotto per annullare i potenziali deficit patrimoniali per il 2023 e il 2024.

¹ Banca d'Italia, *Bollettino economico n. 4, ottobre 2022 (pag. 25)*.

Date le tre componenti del valore come sopra determinate, è stato stimato un valore finale di euro 171.260.255 del 100% del capitale economico della Banca, cui corrisponde un valore per azione di euro 15,70.

3.3. Analisi di sensitività

Al fine di quantificare l'impatto sui valori ottenuti di possibili variazioni delle ipotesi considerate in termini di tasso di attualizzazione (k_e) e di tasso di crescita "g" in un intervallo compreso tra $\pm 10\%$, è stata effettuata l'analisi di sensitività i cui risultati, in termini di valore del 100% del capitale economico e, corrispondentemente, di valore per azione, sono riportati nelle tabelle che seguono.

Valore del 100% del capitale economico della BPC (mln/euro)

		Tasso di crescita sostenibile di lungo periodo (g)				
		2,07%	2,19%	2,30%	2,42%	2,53%
Costo del capitale (K_c)	8,91%	189,71	192,25	194,87	197,59	200,41
	9,40%	177,81	179,98	182,23	184,55	186,94
	9,89%	167,44	169,32	171,26	173,26	175,32
	10,39%	158,33	159,97	161,66	163,40	165,18
	10,88%	150,27	151,72	153,19	154,71	156,28

Valore per azione del capitale economico della BPC (euro)

		Tasso di crescita sostenibile di lungo periodo (g)				
		2,07%	2,19%	2,30%	2,42%	2,53%
Costo del capitale (K_c)	8,91%	17,39	17,62	17,86	18,11	18,37
	9,40%	16,30	16,50	16,70	16,92	17,13
	9,89%	15,35	15,52	15,70	15,88	16,07
	10,39%	14,51	14,66	14,82	14,98	15,14
	10,88%	13,77	13,91	14,04	14,18	14,32

3.4. Controllo e verifica del risultato della stima

Per controllare e verificare il risultato finale della stima è stato utilizzato il metodo reddituale complesso che, come detto, giunge al valore del capitale economico sulla base della redditività aziendale.

Di conseguenza, il valore del capitale economico della Banca è stato calcolato sommando il valore attuale dei redditi futuri nei tre anni di previsione esplicita al valore attuale del TV, dato il tasso di attualizzazione determinato, come detto, nella misura del 9,89%.

Per i redditi futuri del periodo di previsione esplicita sono state recepite le previsioni riportate nel Piano Strategico della Banca, che hanno portato ad un valore attualizzato complessivo di euro 33.818.483.

Il TV è stato calcolato sulla base della formula:

$$TV = \frac{R_n(1 + g)}{(k_e - g)}$$

dove:

- R_n corrisponde al flusso reddituale dell'ultimo anno di previsione esplicita;
- k_e è il tasso di attualizzazione (9,89%);
- g è il tasso di crescita sostenibile di lungo periodo (2,30%).

Il risultato finale è di euro 196.660.355 per il TV al 31/12/2025, corrispondente ad un valore attualizzato al 31/12/2022 di euro 148.178.897.

In conclusione, il valore finale risultante dall'applicazione del metodo di controllo è di euro 181.997.380, pari ad un valore per azione di euro 16,68.

Valore di BPC (in mg/euro)	2022E	2023E	2024E	TV
Redditi netti	12,7	13,6	14,6	196,7
Valori attuali	11,5	11,3	11,0	148,2

Valore attuale dei redditi del periodo di previsione esplicita	33,8
Valore attuale dei redditi del periodo di previsione implicita (TV)	148,2
EQUITY VALUE	182,0

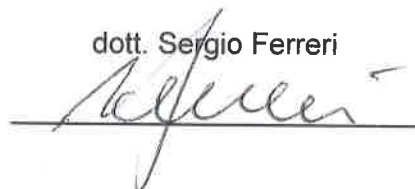
4. CONCLUSIONI

Considerata l'analisi svolta, lo scrivente, dopo avere individuato nel *DDM-variante Excess Capital* il metodo di valutazione da applicare per la stima richiesta, poiché ampiamente riconosciuto nella pratica professionale per la valutazione del capitale economico delle banche, ha determinato il valore del 100% del capitale economico della BANCA POPOLARE DEL CASSINATE (BPC) al 31 dicembre 2022 in euro 171.260.255, corrispondente ad un valore per azione di 15,70 euro.

Il sottoscritto, espletato l'incarico attribuitogli, rimette la presente perizia di stima composta da n. 21 pagine, dopo averla asseverata a norma di legge.

Venafro, 11 aprile 2023

dott. Sergio Ferreri



VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemilaventitre, il giorno dodici del mese di aprile, in Cassino, nel mio studio, in Corso della Repubblica, n.114, secondo piano, avanti a me avv. Luigi Colella, notaio in Cassino, iscritto al Ruolo del Distretto Notarile di Cassino, è presente:

FERRERI Sergio nato a Venafro l'1 febbraio 1964 con studio in Venafro, via Collegio dei Fabbri, n. 35, Dottore Commercialista iscritto presso l'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili del circondario del Tribunale di Isernia al n. 29/A ed iscritto nel Registro dei Revisori Legali al n.23485 DM 12 APRILE 1995, della cui personale identità sono certo, il quale mi ha presentato la relazione peritale che precede, chiedendo di asseverarla con giuramento.

Aderendo alla richiesta ammonisco, ai sensi di legge, il componente il quale presta quindi il giuramento di rito ripetendo la formula: "Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate e di non aver avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità".

Del che il presente verbale del quale, scritto a macchina da persona di mia fiducia, ho dato lettura al componente che lo sottoscrive con me notaio.

