



Spettabile
Banca di Piacenza S.C.p.A.
Via Mazzini, 20
29100 - Piacenza

Milano, 6 aprile 2020

Precisazioni riguardanti la nostra relazione: "Banca di Piacenza - Considerazioni in merito ai dati prospettici 2020-2022 e al valore intrinseco delle azioni" ("Relazione")

Configurazioni di valore

Nella Relazione viene evidenziata la differenza fra valore intrinseco e valore di mercato.

Come illustrato nei Principi Italiani di Valutazione, il valore intrinseco (o valore economico) esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato, senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa, dovrebbe formulare alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività e dei relativi rischi.

Il valore di mercato (o fair value) rappresenta invece il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività in una regolare operazione nel mercato alla data di stima.

La Policy della Banca e i risultati ottenuti

Il nostro incarico aveva ad oggetto lo sviluppo di analisi e considerazioni in merito al valore attribuibile alle azioni della Banca di Piacenza sulla base delle disposizioni della Policy adottata dalla Banca.

La Policy dispone che la valutazione delle azioni debba fare riferimento al concetto di valore intrinseco (o valore economico) sopra richiamato e che tale valore sia determinato attraverso l'applicazione di un criterio analitico, basato sull'analisi fondamentale, che tenga conto sia della consistenza patrimoniale, sia dalla capacità di generare flussi di risultato nel futuro. La Policy precisa inoltre che il valore intrinseco debba riflettere la realtà operativa della Banca, in funzione e della capacità di reddito e delle opportunità di crescita connesse ad azioni manageriali e progetti realizzabili dalla Banca nelle sue attuali condizioni.

In conformità alle disposizioni della Policy, il valore intrinseco (o valore economico) delle azioni è stato pertanto determinato attraverso lo sviluppo del metodo Dividend Discount Model, nella variante Excess Capital (DDM) e del metodo Warrant Equity Method (WEM).

Come illustrato nella Relazione, attraverso tali metodologie è stato identificato il seguente intervallo di valore intrinseco (o valore economico): 39,1 - 49,5 euro per azione.

La Policy dispone altresì che le indicazioni di valore intrinseco (o valore economico) siano confrontate con i risultati di un criterio sintetico-empirico, basato sull'applicazione di moltiplicatori osservati nel settore di riferimento.

Coerentemente con le disposizioni della Policy, il valore intrinseco (o valore economico) è stato quindi posto a confronto con il valore derivante dall'applicazione del metodo dei multipli di borsa, rappresentativo della configurazione di valore di mercato (o fair value).

Come illustrato nella Relazione, attraverso il metodo dei multipli di borsa è stato identificato il seguente intervallo di valore di mercato (o fair value): 16,2 - 18,1 euro per azione.

Riconduzione del valore intrinseco al valore di mercato

Alla luce degli intervalli di valore identificati, nella Relazione è stato rappresentato, con finalità illustrative, un esercizio di riconduzione del valore intrinseco (o valore economico) al valore di mercato (o fair value).

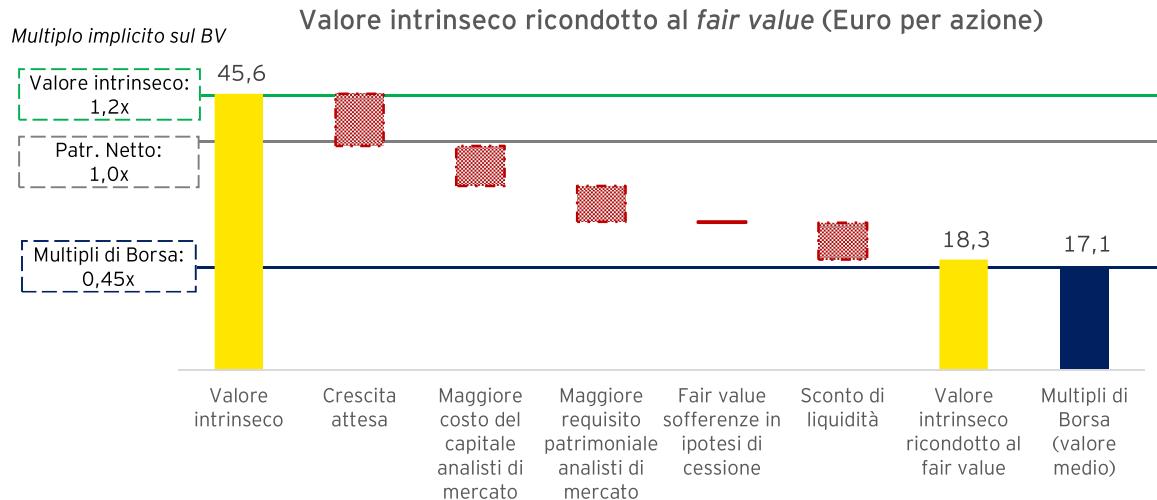
Il valore intrinseco (o valore economico) è normalmente il riferimento di investitori con un orizzonte di investimento di lungo termine. I prezzi di borsa e i target price degli analisti viceversa incorporano aspettative di breve periodo. A spiegare la differenza fra le due configurazioni di valore interviene inoltre un diverso apprezzamento di alcune variabili fondamentali.

Sulla base dell'analisi degli equity report pubblicati con riferimento alle banche italiane quotate, sono stati individuati i seguenti principali elementi di riconduzione del valore intrinseco al valore di mercato¹:

- ◊ Le stime di crescita attese. Gli analisti tendono a identificare valorizzazioni di breve termine basate sostanzialmente sulla redditività corrente.
- ◊ Il rischio del settore bancario italiano. La comunità finanziaria è ampiamente composta da operatori internazionali (in particolare banche di investimento e fondi comuni) che apprezzano il rischio specifico del Paese, riflesso nel settore bancario italiano.
- ◊ La presenza dell'eventuale eccesso di capitale. Gli analisti, nella quantificazione dell'eventuale eccesso di capitale, tendono a prescindere dalle specifiche indicazioni delle autorità di vigilanza per le singole banche e adottano parametri valutativi in linea con i livelli di patrimonializzazione medi di settore.
- ◊ La qualità degli attivi. A fini valutativi, gli analisti applicano fattori di sconto ai crediti deteriorati allineandoli ai multipli di transazioni, assumendo implicitamente uno scenario di pronta dismissione degli stessi.
- ◊ Liquidità dei titoli. Il valore intrinseco prescinde da considerazioni in merito alla liquidità dei titoli e alla effettiva capacità di monetizzare l'investimento in tempi brevi.

¹ Si osservi come tali elementi siano sostanzialmente richiamati anche nei bilanci consolidati di alcune fra le principali banche italiane (si vedano ad esempio Intesa Sanpaolo, Unicredit, Banco BPM, UBI Banca) ai fini della riconciliazione fra valore d'uso (espressione del valore intrinseco) e capitalizzazione di borsa (espressione del valore di mercato), nell'ambito dei test di impairment di secondo livello.

Alla luce di tali elementi, è stato sostanzialmente ricondotto il valore intrinseco (45,6 euro²) con il valore di mercato (17,1 euro³).



Determinazione del valore intrinseco

Come ricordato, il valore intrinseco (o valore economico) delle azioni è stato determinato attraverso lo sviluppo del metodo DDM e del metodo WEM.

Tali metodologie: (i) sono coerenti con le disposizioni della Policy, in quanto tengono conto sia della consistenza patrimoniale, sia dalla capacità di generare flussi di risultato nel futuro e del relativo livello di rischiosità; (ii) presentano consolidate basi dottrinali; (iii) sono comunemente adottate nella prassi.

Nello sviluppo applicativo di tali metodologie sono stati adottati parametri razionali e oggettivi. In particolare:

- ◊ Coefficiente di patrimonializzazione Tier 1 Ratio e Total Capital Ratio fully phased obiettivo - rispettivamente pari al 9,6% e al 11,7% - determinati in funzione delle specifiche disposizioni ricevute dall'Autorità di Vigilanza in data 11 febbraio 2020.
- ◊ Costo del capitale proprio stimato, sulla base del modello del *Capital Asset Pricing Model* comunemente adottato nella prassi valutativa, nella misura del 7,7%, sulla base dei seguenti parametri:
 - Risk free rate, pari 1,9%, pari alla media annuale del rendimento lordo dei Titoli di Stato italiani con scadenza residua decennale;

² Corrispondente alla media dei valori puntuali derivanti dall'applicazione dei metodi DDM e WEM.

³ Corrispondente al valore medio derivante dall'applicazione del metodo dei multipli di borsa.

- Coefficiente Beta, pari a 0,93, pari alla media di un campione di banche italiane quotate di medie-piccole dimensioni⁴.
 - Market risk premium, pari a 6,3%, in linea con le osservazioni empiriche per il mercato italiano effettuate dai Professori Fernandez, Martinez e Fernandez Acin.
- ◊ Tasso di crescita di lungo periodo, pari a 1,5%, in linea con le aspettative inflazionistiche italiane pubblicate dal Fondo Monetario Internazionale.

Ragionevolezza degli elementi posti alla base dei dati prospettici

Nell'ambito dell'analisi dei dati prospettici approvati dalla Banca, sono stati preliminarmente confrontati i risultati a consuntivo degli ultimi due esercizi (2018 e 2019) con quanto stimato nei rispettivi budget. Da tale analisi è emerso come i principali scostamenti osservati siano imputabili sostanzialmente (i) al margine di interesse e (ii) alle rettifiche su crediti.

(i) Con riferimento al margine di interesse, lo scostamento osservato è risultato prevalentemente ascrivibile al differente scenario tassi effettivamente realizzato nel corso dell'esercizio rispetto a quanto previsto al momento della predisposizione del budget. In una prospettiva di pianificazione pluriennale, il mancato verificarsi delle attese di scenario tassi nel primo anno di budget, ha comportato disallineamenti ancora più marcati, fra previsioni e consuntivi, negli anni successivi di proiezione.

Le precedenti previsioni si basavano su scenari di progressiva risalita dei tassi di mercato, fino al ritorno su valori positivi.

Lo scenario tassi alla base delle attuali previsioni prevede un tasso di riferimento negativo per tutto il periodo di previsione. Tale scenario ha trovato riscontro con le stime prodotte da autorevoli fonti terze.

(ii) Con riferimento alle rettifiche su crediti, le precedenti previsioni prevedevano rettifiche maggiori di quelle poi registrate a consuntivo.

Le aspettative alla base delle attuali proiezioni appaiono maggiormente allineate a quanto storicamente osservato dalla Banca.

Con riferimento all'analisi di dettaglio delle principali assunzioni alla base dell'attuale scenario medio atteso 2020-2022 approvato dalla Banca, abbiamo osservato quanto segue:

- ◊ I crediti verso la clientela sono attesi crescere ad un CAGR 19-22 dello 0,8%, in linea con l'esperienza storica della Banca nel periodo 2016-2019 e inferiore rispetto a recenti piani industriali di altre banche italiane.
- ◊ La raccolta diretta è attesa crescere ad un CAGR 19-22 dello 0,7%, inferiore rispetto all'andamento consuntivo 2016-2019 della Banca e inferiore rispetto a recenti piani

⁴ Il campione considerato ai fini della rilevazione del coefficiente Beta è così composto: BPER Banca, Credito Emiliano, Credito Valtellinese, Banco di Desio e della Brianza, Banco Popolare di Sondrio.

industriali di altre banche italiane.

- ◊ Come detto, lo scenario tassi adottato dalla Banca prevede un tasso di riferimento negativo per tutto il periodo di previsione, in linea con le stime di sistema.
- ◊ Le ipotesi relative all'acquisto di crediti da Italcredi e alla cessione di portafogli di crediti deteriorati sono risultate coerenti e in linea con l'esperienza storica della Banca.
- ◊ Come detto, le rettifiche su crediti proiettate in arco piano sono in linea con l'esperienza storica della Banca.
- ◊ Gli interventi in merito all'incremento della redditività del portafoglio titoli risultano già essere stati intrapresi da parte della Banca. La redditività attesa del portafoglio titoli risulta inoltre inferiore ai tassi di rendimento attesi riscontrabili su information provider terzi.
- ◊ La dinamica delle spese amministrative della Banca risulta influenzata dagli incentivi all'esodo e dagli interventi di cost management e di digitalizzazione. Tali assunzioni sono in linea con quanto osservabile in altri recenti piani industriali bancari e conducono ad una contrazione attesa dei costi inferiore a quanto mediamente atteso a livello di sistema.
- ◊ Il rapporto cost/income atteso alla fine del periodo di proiezione rimane superiore al dato medio rilevabile in recenti piani industriali di altre banche italiane.
- ◊ Le principali assunzioni sono state coerentemente incluse nel modello di proiezione sviluppato dalla Banca.

Alla luce delle analisi svolte, non sono quindi emersi fatti o circostanze tali da far ritenere che le ipotesi e gli elementi posti alla base dei dati prospettici nello scenario medio atteso non costituiscano una base ragionevole e non siano stati coerentemente adottati nella predisposizione degli stessi.

Analisi di sensitività

La Policy della Banca dispone di svolgere opportune analisi di sensitività in relazione alle variabili che possono maggiormente impattare sul risultato della stima del valore intrinseco (o valore economico) delle azioni.

Come previsto dalla Policy, tali analisi di sensitività devono considerare ambiti di variabilità e scenari di scostamento che siano ragionevoli e non contraddittori, assumendo variazioni plausibili, sia in termini positivi che negativi, dei principali parametri valutativi e dei fattori chiave sottostanti i dati previsionali.

In conformità alle disposizioni della Policy, sono state considerate le seguenti analisi di sensitività:

- ◊ Variazioni pari a +/-0,5% del tasso di attualizzazione.
- ◊ Variazioni pari a +/-0,5% del tasso di crescita di lungo periodo oltre l'orizzonte di pianificazione.
- ◊ Variazioni pari a +/-0,5% del requisito patrimoniale.
- ◊ Costo del rischio pari a quello riportato nei dati prospettici di altre banche, mediamente pari

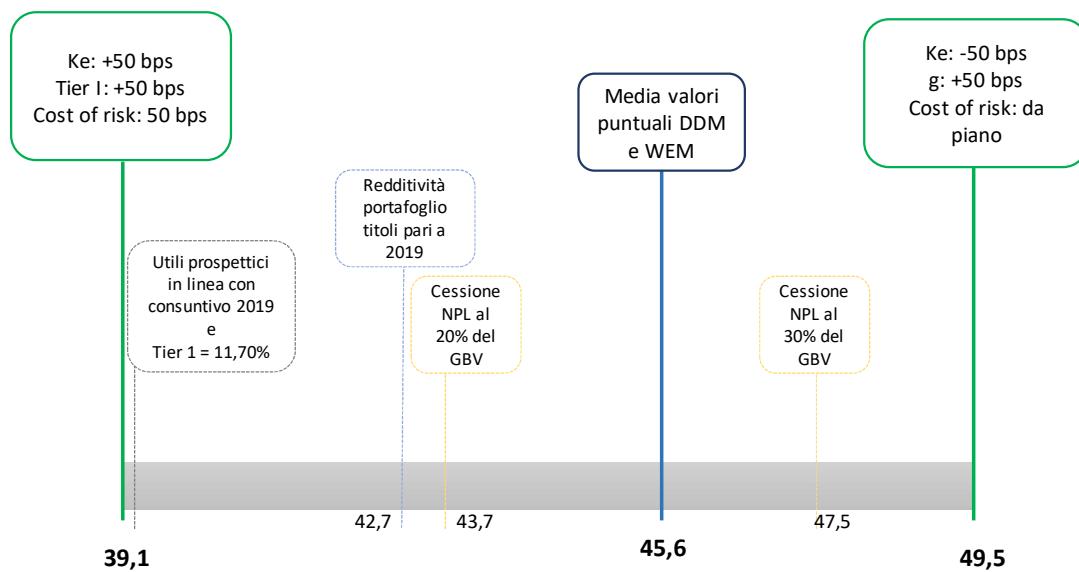
a 50 bps (rispetto ai 36 bps attesi nel 2022 nello scenario medio atteso).

- ◊ Proventi ascrivibili portafoglio titoli assunti costanti nel periodo di previsione e in linea con quanto osservato nel 2019 (Euro 0,8 milioni osservati nel 2019 rispetto a Euro 3,1 milioni attesi nel 2022 nello scenario medio atteso).
- ◊ Corrispettivo a fronte della cessione di crediti deteriorati pari (i) al 20% dell'esposizione linda, ovvero (ii) al 30% dell'esposizione linda (rispetto al 25% atteso nel 2021 e 2022 nello scenario medio atteso).

In corrispondenza di tutti questi ambiti di sensitività, il valore intrinseco (o valore economico) è risultato rientrare nell'intervallo individuato 39,1 - 49,5 euro per azione.

Assumendo un utile prospettico in linea con il risultato economico consuntivo 2019 e che l'intero fabbisogno di capitale regolamentare (Total Capital Ratio fully phased obiettivo) sia soddisfatto con strumenti Tier I, a parità di altri parametri valutativi, il valore intrinseco (o valore economico) si collocherebbe nell'intervallo identificato.

I risultati delle analisi di sensitività sviluppate sono così rappresentabili (valori per azione in Euro):



Dettagli numerici

Si riporta di seguito il dettaglio dei parametri e delle grandezze che hanno alimentato i modelli valutativi sviluppati.

| Costo del capitale - Modello CAPM (Ke) | 7,7% |
|---|-------|
| Tasso di crescita (g) | 1,5% |
| Aliquota fiscale per rettifica reddituale | 33,1% |
| Tier 1 Ratio minimo target (fully phased) | 9,6% |

| Euro milioni | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Terminal Value |
|---|---------|---------|---------|---------|----------------|
| Curva Euribor per rettifica reddituale | (0,39%) | (0,36%) | (0,26%) | (0,07%) | 0,06% |
| RWA | 1.682 | 1.663 | 1.672 | 1.687 | 1.712 |
| Utile netto da piano | 14,3 | 14,8 | 16,7 | 19,0 | 19,2 |
| Utile netto rettificato | 14,3 | 14,0 | 15,8 | 18,1 | 18,3 |
| Eccesso (deficit) di capitale [flusso da modello] | 120,2 | 15,8 | 15,0 | 16,7 | 15,9 |

Situazione di riferimento e Covid-19

La data di riferimento delle nostre analisi è il 31 dicembre 2019.

Successivamente all'emissione della Relazione, è progressivamente emersa la gravità dell'epidemia Covid-19 a fronte della quale il Governo ha adottato misure straordinarie e urgenti al fine di contenerne la diffusione.

Le nostre analisi e le conclusioni illustrate nella Relazione non tengono conto, in alcun modo, degli impatti di questa situazione senza precedenti.

La drammatica crisi in atto porta con sé enormi costi umani, sociali ed economici. I mercati finanziari percepiscono l'aumentato livello di rischio e sono attraversati da elevata volatilità. Un periodo di recessione internazionale appare inevitabile. Non è ancora possibile valutare l'efficacia delle manovre dei governi e delle banche centrali volte a limitare gli impatti della crisi sui sistemi economici, finanziari e bancari.

In tale contesto di incertezza sull'evoluzione della crisi in atto, sulla sua durata, sulle modalità e sui tempi di recupero una volta superata l'emergenza sanitaria, il valore intrinseco di un titolo bancario potrebbe essere significativamente impattato in relazione a vari ambiti, fra cui si citano a mero titolo esemplificativo:

- ◊ Generale difficoltà nel perseguitamento degli obiettivi strategici e nella realizzazione delle azioni manageriali alla base dei piani industriali.
- ◊ Impatti delle decisioni delle autorità di vigilanza e delle manovre anti-crisi del governo.
- ◊ Deterioramento del contesto economico reale, con conseguente impatto sulla qualità degli attivi bancari.
- ◊ Strategie di funding e liquidità.

- ◊ Impatti sul mercato dei crediti deteriorati e sui prezzi delle transazioni.
- ◊ Impatti sul valore del portafoglio titoli e sulla sua redditività.
- ◊ Aumento della volatilità sui mercati finanziari, del rischio e del costo del capitale proprio.

Alla luce di tali elementi di considerazione, si ricorda che le disposizioni della Policy della Banca in merito alla determinazione del valore intrinseco delle azioni devono essere applicate in continuità, tempo per tempo, in maniera coerente ed omogenea. Tuttavia, la Policy stessa prevede che circostanze endogene e/o esogene aventi carattere straordinario, a seguito di una formale presa d'atto da parte del Consiglio di Amministrazione, possano condurre a motivate discontinuità applicative della Policy stessa.

Rimaniamo a Vostra disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento e, con l'occasione, inviamo distinti saluti.

EY ADVISORY S.P.A.

Francesco Pau

(Partner)