

Milano, 15 aprile 2021

Spettabile

Banca Popolare di Fondi Soc.Coop.

Via Appia km 118,600

04022 FONDI (LT)

Alla cortese attenzione del Consiglio di Amministrazione

Oggetto: stima del valore delle azioni in previsione della prossima deliberazione dell'Assemblea annuale dei Soci ai sensi dell'art. 7 dello Statuto

Gentili membri del Consiglio di Amministrazione,

sulla base degli accordi intercorsi abbiamo effettuato la stima del valore delle azioni di Banca Popolare di Fondi Soc. Coop. (di seguito "BPF" o "Banca") ai sensi dell'art. 7 dello Statuto Sociale. Il destinatario del presente documento (di seguito anche "Relazione") è il Consiglio di Amministrazione della Banca.

L'art. 7 dello Statuto di BPF prevede che "Su proposta degli Amministratori, sentito il Collegio Sindacale, l'Assemblea dei Soci determina annualmente, in sede di approvazione del bilancio, tenuto conto delle riserve patrimoniali risultanti dallo stesso, l'importo che deve essere versato per la sottoscrizione di ogni nuova azione, con indicazione di quanto imputato a capitale sociale e quanto a titolo di sovrapprezzo. Il rimborso delle azioni per i casi di scioglimento del rapporto sociale previsti dallo Statuto che si verificano nel corso dell'esercizio ha luogo, salva l'applicazione delle norme inderogabili di legge, al prezzo di Euro 3,00, ovvero, se superiore, al prezzo di cui al comma che precede. Il rimborso è deliberato dal Consiglio di Amministrazione, sentito il Collegio Sindacale, avendo riguardo alla situazione di liquidità finanziaria e patrimoniale attuale e prospettica della Società e del gruppo, e nei limiti ed alle condizioni previsti dalla normativa primaria e regolamentare applicabile. Il Consiglio di Amministrazione può, con apposita delibera, predeterminare per ciascun esercizio, tenendo conto dell'interesse sociale, il numero delle azioni che potranno essere emesse e le modalità della loro emissione, anche con riguardo al numero delle azioni riferite a ciascun Socio e a chi venga ammesso a Socio."

Il Consiglio di Amministrazione della Banca, inoltre, in data 17 aprile 2020, ha adottato una policy interna (di seguito "Policy") che definisce le modalità e i criteri di riferimento per la stima del valore delle azioni, in coerenza del citato art. 7 dello Statuto, a cui dovrà essere liquidato il Socio solo nei casi di recesso previsti dallo Statuto stesso.

Tale Policy prevede che il prezzo per azione sia determinato su base mensile secondo la formula:

$$\text{media}[P_{\text{Aste6m}};PR]$$

dove:

- P_{Aste6m} : media aritmetica semplice dei prezzi registrati sul mercato Hi-Mtf per le singole aste settimanali dei sei mesi antecedenti la data di calcolo;
- PR: prezzo di riferimento determinato annualmente dall'Assemblea ordinaria su proposta del Consiglio di Amministrazione, sentito il Collegio Sindacale.

La stessa Policy, prevede che gli Amministratori nominino un advisor finanziario indipendente per supportarli nella stima del PR.

In questo contesto, BPF ha dato incarico ad Arché S.r.l. (di seguito "Arché" o l'"Advisor"), in qualità di advisor finanziario indipendente, per fornire supporto al Consiglio di Amministrazione affinché lo stesso possa effettuare le necessarie determinazioni ai sensi del citato art. 7 dello Statuto, in coerenza con la Policy approvata.

Questa Relazione riassume le analisi da noi svolte sulla base di dati e informazioni fornite dal *management* della Banca, la descrizione delle metodologie di valutazione adottate, i limiti e le assunzioni poste alla base delle stesse e l'intervallo di valori per azione all'interno del quale può essere determinato il PR.

La valutazione indipendente richiesta ha lo scopo di identificare una stima di valore basata su parametri tecnici e di mercato e non riflette particolari attese degli azionisti e/o aspetti negoziali. Le nostre analisi valutative si basano su metodologie valutative riconosciute in dottrina e generalmente accettate nella prassi di mercato e da noi applicate nella fattispecie attraverso le metodologie di valutazione previste dalla Policy, nel rispetto dell'incarico conferito. Pertanto, i destinatari della presente devono essere informati che il processo valutativo potrebbe essere condotto con modalità anche differenti per altre finalità e in altre circostanze e fornire stime di valore che si discostano sensibilmente da quelle indicate nel seguito della Relazione. I risultati contenuti in questa Relazione possono essere, quindi, utilizzati solo ed esclusivamente per lo scopo oggetto del nostro incarico.

I destinatari della Relazione devono essere informati che, poiché l'analisi valutativa è stata condotta sulla base della capacità reddituale prospettica della Banca, tenuto conto delle previsioni economico-patrimoniali 2021-2023 elaborate dal *management*, qualsiasi dato di carattere previsionale presenta per natura un profilo di incertezza. Infatti, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, gli scostamenti fra dati consuntivi e dati preventivati potrebbero essere significativi, anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni di carattere generale e ipotetico si manifestassero.

Il metodo di valutazione adottato, come si vedrà meglio in seguito, si basa sul presupposto che l'incertezza delle previsioni finanziarie venga adeguatamente riflessa nell'utilizzo di un corretto fattore di sconto. In particolare, l'aleatorietà insita nei dati previsionali viene ponderata mediante l'applicazione di un appropriato tasso di attualizzazione dei flussi futuri, che possa considerare adeguatamente sia il profilo di rischio tipico del settore di riferimento sia il profilo di rischio specifico dell'azienda valutata, i quali incidono sulla probabilità di conseguire i risultati attesi.

I risultati delle nostre analisi si basano sui dati pre-consuntivi al 31 dicembre 2020, sulle previsioni economico-finanziarie per il periodo 2021-2023, approvate dal Consiglio di Amministrazione della Banca in data 10 marzo 2021 e sui dati pubblicamente disponibili fino al 12 marzo 2021.

I destinatari di questa Relazione devono essere informati che l'oggetto del nostro incarico non ha previsto interventi di revisione contabile completa o limitata. Il nostro incarico non ha l'obiettivo di svolgere procedure di verifica finalizzate all'individuazione di errori, inesattezze e passività latenti di qualsiasi natura non riflesse nelle situazioni contabili e nelle informazioni messe a nostra disposizione.

Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del lavoro abbiamo acquisito i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la seguente documentazione ricevuta da BPF e/o pubblicamente disponibile:

- Statuto di BPF aggiornato al 10 dicembre 2020;
- Policy per la procedura di determinazione del valore delle azioni ai sensi dell'art. 7 dello Statuto Sociale, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 17 aprile 2020;
- Bilanci al 31 dicembre per il periodo 2018-2019;
- Prospetti di conto economico e stato patrimoniale al 31 dicembre 2020;
- Dettagli sui Fondi Propri e sulle Attività ponderate per il rischio al 31 dicembre 2020;
- Prospetti economici e patrimoniali del Piano 2021-2023 della Banca, approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 10 marzo 2021, con indicazione dell'evoluzione dei requisiti di capitale e delle attività ponderate per il rischio;
- altra documentazione di dettaglio e informazioni resi disponibili durante lo svolgimento del nostro incarico e nel corso degli incontri effettuati con il Management di BPF, oltre a informazioni e dati pubblicamente disponibili fino alla data del Documento.

Approccio valutativo

Coerentemente con quanto previsto nella Policy, il Prezzo di Riferimento è stato determinato applicando il metodo finanziario del *Dividend Discount Model-DDM*, nella variante *Excess Capital Method-ECM*. Tale metodo, conduce a determinare il valore di una banca sulla base dei flussi di cassa prospettici potenzialmente distribuibili agli azionisti senza pregiudicare predefiniti livelli di patrimonio, quantificati selezionando un *capital ratio* obiettivo nel rispetto delle disposizioni normative di settore. Nello specifico i flussi finanziari futuri sono identificabili come i flussi che potenzialmente potrebbero essere distribuiti dopo aver soddisfatto i livelli di patrimonializzazione imposti dall'Autorità di Vigilanza per il presidio del rischio delle attività svolte.

Il valore determinato con il metodo DDM si compone di due elementi principali:

- (i) l'ammontare, attualizzato in base al costo del capitale, dei dividendi potenzialmente distribuibili nell'orizzonte temporale analitico considerato, nel rispetto dei limiti di patrimonializzazione previsti;
- (ii) il valore finale (*Terminal Value*, in seguito anche "TV") che esprime il valore della Banca alla fine del periodo di stima analitico.

Il metodo di valutazione può essere sintetizzato nel seguente algoritmo valutativo:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{TV}{(1 + K_e)^n}$$

Dove:

D_t = dividendo distribuibile nell'anno t ;

n = numero di anni lungo i quali si sviluppa la stima analitica dei flussi di dividendo;

K_e = tasso di attualizzazione dei flussi di dividendo, espressione del costo del capitale proprio;

TV = *Terminal value* al termine del periodo di stima analitica;

Il TV viene stimato in base al dividendo ritenuto stabilmente distribuibile in un orizzonte di medio-lungo termine (D_{LT}), attualizzato in rendita perpetua al costo del capitale proprio (K_e), quest'ultimo diminuito di un eventuale tasso di crescita di lungo termine (g). In formula:

$$TV = \frac{D_{LT}}{(K_e - g)}$$

Dove:

D_{LT} = dividendo distribuibile in *perpetuity*;

K_e = tasso di attualizzazione dei flussi di dividendo, espressione del costo del capitale proprio;

g = tasso di crescita atteso nel medio-lungo termine oltre il periodo di pianificazione analitica.

Lo sviluppo della valutazione con il metodo finanziario del DDM si basa quindi sulla stima delle proiezioni dei flussi di cassa disponibili, del tasso di attualizzazione e del tasso di crescita "g" di lungo termine.

I flussi di cassa attesi sono stati definiti sulla base dei dati pre-consuntivi al 31 dicembre 2020 e delle previsioni 2021-2023 fornite dal *management* di BPF. In particolare, per la determinazione dei flussi distribuibili, si è tenuto conto dei seguenti requisiti patrimoniali¹:

- TIER 1 % target è stato assunto pari al 9,90%;
- TCR % target è stato assunto pari al 12,25%;

I flussi di dividendo sono stati attualizzati ad un tasso, K_e , pari a 11,31%, corrispondente al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto per investimenti con profilo di rischio analogo a BPF, stimato

¹ Comprensivi, in via prudenziale, di una componente target Pillar 2 Guidance (P2G) dello 0,50% a fronte di una maggiore esposizione al rischio in condizioni di stress.

attraverso il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) con l'aggiunta di un premio per il rischio specifico e in ottemperanza a quanto previsto dalla Policy.

Per il calcolo del *Terminal Value*, alla luce della crescita registrata nel periodo di previsione esplicita dei risultati economici utilizzati per la stima del flusso alla base del Terminal Value, si è ritenuto ragionevole e prudente considerare un tasso di crescita di lungo termine (g) pari allo 0%. Tale scelta è coerente con quanto indicato dalla Policy, che prevede l'impiego di un tasso di crescita a lungo termine "g" non superiore al tasso di inflazione atteso per l'Italia per il primo anno successivo al periodo di stima analitica.

Al fine di considerare la variabilità delle stime ottenute rispetto ai parametri utilizzati alla base del modello valutativo, il valore per azione, da sottoporre alla valutazione del Consiglio di Amministrazione, in linea con quanto riportato nella Policy, è stato stimato in un *range* minimo e massimo sulla base di due differenti analisi di sensibilità. In particolare, sono state considerate variazioni di massimo ± 50 *basis points* (i) del tasso di attualizzazione *ke* e del tasso di crescita di medio-lungo termine "g" e (ii) del tasso di attualizzazione *ke* e del *TIER1 ratio target*.

Il valore per azione è stato ottenuto dividendo l'Equity Value stimato per il 100% del capitale per il numero di azioni in circolazione.

Al fine di fornire un quadro informativo completo, coerentemente con quanto previsto nella Policy, sono stati inoltre considerati altri metodi valutativi in grado di fornire dei riferimenti quantitativi di confronto con le risultanze DDM. In particolare, sono stati selezionati il metodo dei Multipli di Borsa e il metodo dei Multipli mercato Hi-Mtf.

Il metodo dei Multipli è un metodo di mercato che stima il valore di un generico target sulla base di una relazione quantitativa presente tra la misura di alcune variabili (come ad esempio il reddito d'esercizio, il patrimonio netto e il fatturato) e il valore che il mercato azionario (quale la Borsa Valori o altro mercato in cui sono quotati titoli) o terzi acquirenti (in libere transazioni in cui si incontra domanda e offerta) attribuiscono all'impresa.

Dal momento che imprese simili dovrebbero essere caratterizzate da valori analoghi del rapporto tra il valore di mercato e le dette variabili, il metodo dei Multipli prevede che la misura del rapporto riscontrato sull'insieme di tali imprese comparabili, quotate o il cui capitale è stato oggetto di compravendita, sia utilizzato per ricavare il valore di mercato teorico di imprese per cui non si dispone del valore di mercato, ma si dispone della misura delle variabili correlate.

Il metodo dei Multipli di Borsa richiede, ad esempio, che si: (i) individui un campione di società quotate in Borsa comparabili in termini di, ad esempio, attività svolta, dimensione, marginalità, paese di riferimento, rischio sistematico, ecc.; (ii) calcolino dei rapporti/multipli ritenuti significativi per il settore e le società (ad esempio, Price/Book Value (P/BV) e Price/Earning (P/E); (iii) applichino i multipli stimati ai fondamentali del target oggetto di valutazione.

In particolare, al fine di stimare il valore per azione di BPF con il metodo dei multipli si è fatto riferimento ai Multipli di Borsa, il cui parametro di mercato è rappresentato dalle quotazioni sulla Borsa Valori, e ai Multipli Hi-Mtf, i cui parametri di mercato sono rappresentati dai prezzi determinati sul mercato Hi-Mtf. Il multiplo utilizzato per la valutazione è il Prezzo sul Patrimonio Netto tangibile, qui calcolato considerando il Patrimonio Netto al netto delle attività immateriali e della proposta di dividendo da distribuire. Quest'ultimo è un multiplo ampiamente utilizzato nel settore bancario considerati i vincoli imposti dalla normativa di Vigilanza in termini di capitale minimo da detenere. Si osserva che la Policy non fornisce particolari indicazioni sul multiplo da utilizzare.

Si osserva che l'applicazione del metodo:

- dei Multipli di Borsa si basa su campione di banche italiane che non sono perfettamente comparabili a BPF per struttura societaria, radicamento territoriale e dimensione patrimoniale;
- dei Multipli Hi-MTF si basa su prezzi formatisi in un sistema di scambio caratterizzato da limitati volumi di transazioni.

Inoltre, si fa presente che i valori di mercato sono spesso influenzati da fenomeni speculativi e da logiche finanziarie di breve termine che portano a valutazioni spesso divergenti rispetto a quelle sviluppate in una logica di investimento strategico di più lungo periodo; elemento, quest'ultimo, che, al contrario, viene meglio apprezzato dallo sviluppo del DDM in quanto basato su previsioni economico-patrimoniali sviluppate dal management interno, tenuto conto delle azioni strategiche di più lungo periodo previste. Opportunamente analizzati e contestualizzati, entrambi i campioni forniscono un quadro informativo più completo e offrono un termine di confronto utile.

Si evidenzia, infine, che, ai fini della stima del valore per azione si è tenuto conto delle indicazioni contenute nella Policy facendo riferimento alla più comune prassi valutativa per tutti gli aspetti non regolati direttamente dalla Policy stessa. Si ricorda, inoltre, che ai fini della determinazione del Prezzo di Riferimento la Policy prevede che si faccia affidamento alle risultanze che emergono dall'applicazione del solo metodo finanziario del DDM.

Sintesi dei valori e conclusioni

Nella tabella seguente si riporta la sintesi dei risultati del processo valutativo indicando il valore minimo e massimo per azione ottenuto con i diversi metodi di valutazione descritti e il multiplo $P/PN_{tangibile}$ implicito corrispondente. Quest'ultimo stimato considerando il $PN_{tangibile}$ di BPF al 31 dicembre 2020.

	<u>Stima valore per azione (Euro)</u>		<u>Multiplo P/PN_{tang}</u>	
DDM (Sensitivity ke / tasso "g")	110,00	116,60	1,02x	1,08x
DDM (Sensitivity ke / TIER1 ratio)	103,00	123,30	0,95x	1,14x
Multiplo P/PN* di Borsa	48,70	52,40	0,45x	0,48x
Multiplo P/PN* mkt Hi-Mtf (Tutto Campione)	74,10	78,10	0,68x	0,72x
Multiplo P/PN* mkt Hi-Mtf (Campione BP)	62,80	63,30	0,58x	0,58x

Sulla base delle analisi svolte e delle assunzioni poste alla base dei metodi di valutazione impiegati, tenuto conto di quanto indicato nella Policy adottata dalla Banca, con l'applicazione del DDM è stato stimato un valore per azione di BPF compreso tra un minimo di Euro 103,00 ed un massimo di Euro 123,30.

Al fine di determinare il prezzo per azione da proporre all'Assemblea degli Soci ai sensi dell'art. 7 dello Statuto Sociale, si ritiene ragionevole collocarsi su un valore di fascia minima dell'interno dell'intervallo individuato, tenuto conto sia del livello di incertezza che caratterizza il contesto macroeconomico sia dei risultati forniti dai metodi di valutazione basati sui multipli di mercato.

I destinatari devono essere informati che la responsabilità della determinazione del prezzo, ai sensi dell'art. 7 dello Statuto della Banca, è di esclusiva competenza del Consiglio di Amministrazione, il quale sottoporrà la proposta di prezzo per azione all'approvazione dell'Assemblea dei Soci. Resta espressamente inteso che Arché è sollevata da qualsiasi responsabilità nei confronti di terzi, direttamente o indirettamente, derivante dall'utilizzo della presente Relazione.

Con l'occasione voglia gradire i nostri più cordiali saluti.

Arché S.r.l.



Roberto Leuzzi
Chief Executive Officer