

Milano, 21 marzo 2024

Spettabile

Banca Popolare del Lazio S.C.p.A.

Via Martiri delle Fosse Ardeatine, 9

00049 VELLETRI (RM)

Alla cortese attenzione del Consiglio di Amministrazione

Oggetto: stima del valore delle azioni ai fini della prossima deliberazione dell'Assemblea annuale dei Soci ai sensi dell'art. 6, comma 2, dello Statuto e dell'art. 32-ter del TUB

Gentili membri del Consiglio di Amministrazione,

sulla base degli accordi intercorsi abbiamo effettuato la stima del valore delle azioni di Banca Popolare del Lazio S.C.p.A. (di seguito "BPL" o "Banca") a supporto delle previsioni dell'art. 6, comma 2 dello Statuto Sociale e dell'art. 32-ter del TUB. Il destinatario del presente documento (di seguito anche "Relazione") è il Consiglio di Amministrazione della Banca (di seguito "Destinatario").

Secondo quanto previsto dall'art. 32-ter del D.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 ("TUB") *"fermo restando quanto previsto dall'articolo 28, comma 2-ter, in tutti i casi di rimborso delle azioni a seguito di recesso, morte nel caso previsto dall'articolo 32 bis, comma 3, o esclusione del socio, ai fini della determinazione del valore di rimborso delle azioni si applicano i criteri di cui all'articolo 2437 ter, secondo e quarto comma, del codice civile. Nel caso in cui le azioni siano quotate in mercati regolamentati si applicano i criteri di cui all'articolo 2437 ter, terzo comma, del codice civile"*.

In coerenza con il disposto dell'art. 32-ter TUB, lo Statuto di BPL, al comma 2 dell'art. 6, prevede che *"Il valore di liquidazione delle azioni, per i casi di scioglimento del rapporto sociale previsti dalla Legge e dallo Statuto che si verificano nel corso dell'esercizio, è determinato annualmente dall'Assemblea dei soci, su proposta degli amministratori, sentito il Collegio Sindacale ed il soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto delle consistenze patrimoniali della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni. Le modalità, ivi inclusi i limiti e le tempistiche, di rimborso sono deliberate 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 tenuti presenti i limiti e le condizioni previste dalla normativa primaria e regolamentare applicabile, nonché in conformità alla disciplina comunitaria in materia di fondi propri. [...]"*

Il Consiglio di Amministrazione della Banca ha adottato una policy interna (di seguito "Policy") che definisce le modalità e i criteri di riferimento per la stima del valore delle azioni ai sensi del citato art. 6, comma 2 dello Statuto, a cui dovrà essere liquidato il Socio solo nei casi di scioglimento del rapporto sociale previsti dallo Statuto stesso.

Tale Policy prevede che il prezzo per azione da considerare per lo scioglimento del rapporto come sopra indicato, sia determinato *“quale sintesi di:*

- *una metodologia di valutazione che tenga conto sia della consistenza patrimoniale della Banca (e quindi delle riserve patrimoniali) sia delle prospettive reddituali. Tale metodologia è individuata nel Dividend Discount Model;*
- *una metodologia che tenga conto del possibile valore stimato sulla base di riferimenti di mercato. In questo caso si ricorre al metodo basato sui multipli di mercato di società comparabili;*
- *il prezzo di negoziazione delle Azioni della Banca sul sistema multilaterale di scambio Vorvel.”*

La stessa Policy prevede che gli Amministratori nominino un advisor finanziario indipendente per supportarli nella stima del valore delle azioni.

In questo contesto, BPL 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. 6 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 e di informazioni pubblicamente disponibili, la descrizione delle metodologie di valutazione adottate in linea con quanto previsto dalla Policy, 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 prezzo per le finalità previste dall'art. 6, comma 2 dello Statuto.

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, il Destinatario della presente e chiunque dovesse prenderne visione per suo tramite 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 risultati delle nostre analisi si basano sui dati consuntivi al 31 dicembre 2023, sulle previsioni economico-finanziarie per il periodo 2024-2026, contenute nell'aggiornamento del Piano Industriale 2024-2026 della Banca approvato dal Consiglio di Amministrazione nel mese di febbraio 2024, e sui dati pubblicamente disponibili fino alla data di emissione del documento stesso.

I destinatari di questa Relazione devono essere informati che l'oggetto del nostro incarico non ha previsto interventi di revisione contabile completa o parziale. 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 BPL e/o pubblicamente disponibile:

- Statuto Sociale;
- Policy per la procedura di determinazione del valore delle azioni ai sensi dell'art. 6, comma 2, dello Statuto Sociale, adottata dal Consiglio di Amministrazione;
- Bilanci al 31 dicembre per il periodo 2019-2022;
- Prospetti di conto economico e stato patrimoniale al 31 dicembre 2023;
- Comunicazione di Banca d'Italia del 12 giugno 2023 in merito ai coefficienti di capitale a livello individuale minimi, definiti a conclusione del periodico processo di revisione prudenziale SREP;
- Dettagli sui Fondi Propri e indicazione delle attività ponderate per il rischio al 31 dicembre 2023;
- Aggiornamento Piano Industriale da 2023-2025 a 2024-2026 della Banca, approvato dal Consiglio di Amministrazione dell'8 Febbraio 2024 ed evoluzione prospettica dei requisiti di capitale e delle attività ponderate per il rischio;
- altra documentazione di dettaglio e informazioni rese disponibili durante lo svolgimento del nostro incarico, forniti dal *Management* di BPL, e dati pubblicamente disponibili fino alla data di emissione della Relazione.

Approccio valutativo

Coerentemente con quanto previsto nella Policy, il valore delle azioni nei casi di scioglimento del rapporto sociale previsti dallo Statuto è stato determinato considerando:

- il metodo finanziario del *Dividend Discount Model-DDM*, nella variante *Excess Capital Method-ECM*,
- il metodo dei Multipli di Borsa e il metodo dei Multipli Vorvel,
- il prezzo di negoziazione delle azioni BPL sul sistema multilaterale di scambio Vorvel.

Dividend Discount Model (DDM)

I Destinatari della Relazione devono essere informati che il metodo di valutazione si basa sulle previsioni economico-patrimoniali le quali, come qualsiasi dato di carattere previsionale, presentano per loro 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 tra 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.

Il *Dividend Discount Model-DDM*, nella variante *Excess Capital Method-ECM*, determina il valore di una azienda bancaria sulla base dei flussi di cassa prospettici potenzialmente distribuibili agli azionisti senza pregiudicare predefiniti livelli di patrimonio, quantificati selezionando un *capital ratio target* coerente con il profilo di rischio del *target* e 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 dei flussi di cassa potenzialmente distribuibili nell'orizzonte temporale analitico considerato, nel rispetto dei limiti di patrimonializzazione previsti, attualizzati in base ad un appropriato costo opportunità del capitale;
- (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 nella seguente formula:

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

dove:

D_t = flusso di cassa potenzialmente distribuibile nell'anno t ;

n = numero di anni lungo i quali si sviluppa la stima analitica dei flussi potenziali, periodo di previsione esplicita;

k_e = tasso di attualizzazione dei flussi potenziali, stimato sulla base del costo del capitale proprio ("*Cost of Equity*", CoE);

TV = *Terminal Value*, ovvero il valore riferito al periodo oltre a quello di previsione esplicita.

Il TV viene stimato in base al flusso di cassa ritenuto stabilmente distribuibile in un orizzonte di medio-lungo termine (D_{LT}), attualizzato ad un appropriato tasso di attualizzazione, in base alla formula della rendita perpetua, stimato in base ad un appropriato *Cost of Equity* (K_e) diminuito di un eventuale tasso di crescita di lungo termine "g". In formula, il TV è stimato:

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

dove:

D_{LT} = flusso di cassa potenzialmente distribuibile in *perpetuity*;

k_e = costo opportunità del capitale proprio;

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

Lo sviluppo della valutazione con il metodo finanziario del DDM si basa quindi (i) sulla stima dei flussi di cassa potenzialmente distribuibili, (ii) del *Cost of Equity* e (iii) del tasso di crescita di lungo termine "g".

I flussi di cassa potenzialmente distribuibili sono stati stimati sulla base dei dati economico-patrimoniali al 31 dicembre 2023 e dei vincoli imposti dall'Autorità di Vigilanza, delle previsioni 2024-2026 approvate dal Consiglio di Amministrazione, e considerando un requisito patrimoniale TIER1 *ratio target* del 10,80% e TC *ratio target* pari al 13,10%.

I flussi così stimati sono stati attualizzati ad un tasso k_e pari a 13,24%, corrispondente al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto per investimenti con profilo di rischio analogo a quello di BPL, stimato, in ottemperanza a quanto previsto dalla Policy, attraverso il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) considerando l'aggiunta di un premio per il rischio specifico.

Per il calcolo del *Terminal Value* è stato considerato un tasso di crescita di lungo termine "g" del flusso potenzialmente distribuibile in *perpetuity* del 2,0%. Tale scelta è coerente con quanto indicato dalla Policy che prevede l'impiego di un tasso di crescita di medio-lungo termine "g" non superiore al tasso di inflazione atteso per l'Italia. Inoltre, il tasso di crescita "g" è stato considerato in linea con il tasso di inflazione target prevista dalla politica monetaria europea e con i valori che emergono dall'analisi di varie fonti informative, tra cui le previsioni dell'*International Monetary Fund*.

Al fine di considerare la variabilità delle stime ottenute con il DDM, nella variante ECM, rispetto ad alcuni parametri chiave impiegati nel 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. Nello specifico sono state considerate variazioni di massimo ± 50 *basis points* del (i) tasso di attualizzazione k_e e del tasso di crescita di medio-lungo termine "g" e (ii) del tasso di attualizzazione k_e 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.

Metodo dei Multipli di mercato

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 (*i.e.* reddito d'esercizio, patrimonio netto e/o 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 di mercato analoghi, il metodo dei Multipli prevede che la misura del rapporto riscontrato su un'impresa comparabile, o medio su un insieme di imprese comparabili, quotate o il cui capitale è stato oggetto di compravendita, sia utilizzato per ricavare il valore di mercato teorico dell'impresa *target* per cui non si dispone del valore di riferimento di mercato ma, dell'ammontare delle variabili correlate (*i.e.* reddito d'esercizio, patrimonio netto e/o fatturato).

Il metodo dei Multipli di Borsa richiede, pertanto, che: (i) si individui un campione di società quotate od operazioni di compravendita che hanno interessato società, comparabili in termini di, ad esempio, attività svolta, dimensione, marginalità, paese di riferimento, rischio sistematico, ecc.; (ii) si 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. L'impiego di un campione più ampio possibile di società quotate o di operazioni comparabili ha come fine quello di mediare gli effetti distorsivi specifici di ogni singola società e, nel caso di operazioni di compravendita, aspetti peculiari dell'operazione.

Nel caso in esame, al fine di stimare il valore per azione di BPL applicando 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 Vorvel, i cui parametri di mercato sono rappresentati dai prezzi determinati sul mercato Vorvel. In quest'ultimo caso, si è fatto riferimento alla selezione di diversi campioni al fine di privilegiare di volta in volta la robustezza delle stime derivanti da un campione più ampio o la maggiore comparabilità risultante da un campione più ristretto di società che presentano un maggior numero di caratteristiche in comune con BPL.

Il multiplo utilizzato per la valutazione è il Prezzo su Patrimonio Netto (*Book Value*) *tangibile*, calcolato considerando il Patrimonio Netto al netto delle attività immateriali. Questo è un multiplo ampiamente utilizzato nel settore bancario considerati i vincoli imposti dalla normativa di Vigilanza in termini di capitale minimo da detenere per poter operare e, nel caso, per distribuire il capitale in eccesso. Si premette che la Policy non fornisce particolari indicazioni sul multiplo da utilizzare.

Alla luce dello sviluppo del metodo di mercato, secondo quanto in precedenza descritto, si osserva che:

- il campione alla base dei Multipli di Borsa è formato da banche italiane che non sono perfettamente comparabili a BPL per struttura societaria, radicamento territoriale e dimensione patrimoniale;
- i prezzi che si formano nel sistema multilaterale di scambio Vorvel, e alla base del relativo metodo dei Multipli, sono spesso caratterizzati 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. Tuttavia, fatte salve le limitazioni in precedenza evidenziate, se opportunamente analizzati e contestualizzati entrambi i campioni di Multipli forniscono un utile contributo valutativo che in ogni caso deve essere soppesato con i risultati del DDM e con il prezzo a cui sono negoziate le azioni sul segmento multilaterale di scambio Vorvel.

Si evidenzia che, ai fini della stima del valore per azione per le finalità richiamate dall'art. 6, comma 2 dello Statuto, 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, che ai fini della determinazione del valore delle azioni la Policy prevede che si faccia affidamento alle risultanze che emergono dall'applicazione del metodo finanziario del DDM, del metodo dei Multipli di mercato e dal prezzo di negoziazione delle azioni BPL sul sistema multilaterale di scambio Vorvel.

Sintesi dei valori e conclusioni

	Valore per azione (€)		Multiplo implicito P/PN*	
			<i>min</i>	<i>max</i>
DDM <i>Sensitivity tasso "g" - k_e</i>	36,00	37,80	0,86x	0,91x
DDM <i>Sensitivity CET1/TIER1 ratio - k_e</i>	35,40	38,40	0,85x	0,92x
Prezzo Vorvel	15,90	17,20	0,38x	0,41x
Multiplo P/PN* Vorvel <i>Campione BP</i>	20,30	25,30	0,49x	0,61x
Multiplo P/PN* Vorvel <i>Tutto Campione</i>	25,30	25,50	0,61x	0,61x
Multiplo P/PN* di Borsa	27,00	28,10	0,65x	0,67x

Nella figura seguente si riporta la sintesi dei risultati del processo valutativo indicando il valore per azione minimo e massimo in Euro, ottenuti con i diversi metodi di valutazione descritti, e il multiplo P/PN_{tangibile} implicito, quest'ultimo considerando il P/PN_{tangibile} di BPL al 31 dicembre 2023.

L'applicazione dei diversi metodi di valutazione ha portato ad individuare un ampio intervallo di valori per azione che va dai valori minimi ottenuti con il metodo dei Multipli di Borsa, ai valori massimi ottenuti con il metodo del DDM.

Tenuto conto del disposto dell'art. 2437-ter del Codice civile, nonché della Policy adottata dalla Banca in riferimento alla determinazione del prezzo delle azioni ai fini dell'Art. 6 comma 2 dello Statuto, si può stimare il valore di liquidazione delle azioni in un intervallo compreso tra **Euro 26,10 ed Euro 27,60**, ottenuto mediando rispettivamente il valore minimo (pari a Euro 35,40) e il valore massimo (Euro 38,40) ottenuti con il metodo del DDM con il prezzo medio registrato dalla Banca nel 2023 sul sistema multilaterale di scambio Vorvel (pari a Euro 16,77).

I Destinatari devono essere informati che la responsabilità della determinazione del valore di liquidazione, ai sensi dell'art. 6, comma 2, dello Statuto della Banca, è di esclusiva competenza del Consiglio di Amministrazione, il quale sottopone la proposta di prezzo per azione all'approvazione dell'Assemblea dei Soci.

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

Arché S.r.l.



Roberto Leuzzi
Chief Executive Officer