



Milano, 13 Marzo 2020

Spettabile
Intesa Sanpaolo S.p.A.
Piazza San Carlo 156
10121 Torino

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 1.144.285.146 azioni ordinarie di Unione di Banche Italiane S.p.A. oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio volontaria totalitaria promossa da Intesa Sanpaolo S.p.A. in data 17 febbraio 2020, ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106, comma 4, del D.Lgs 24 febbraio 1998 n. 58 come successivamente modificato

Intesa Sanpaolo S.p.A. ha dato incarico a PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. divisione *Deals – financial services* (“PwC” o “PwC Deals”) di rilasciare la relazione ex art. 2343-ter, lettera b), c.c. con riferimento al *fair value* di massime n. 1.144.285.146 azioni ordinarie di Unione di Banche Italiane S.p.A. oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio volontaria preventiva, ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106, comma 4, del D.Lgs 24 febbraio 1998 n. 58, come successivamente modificato (“TUF”), sulla totalità delle azioni ordinarie di Unione di Banche Italiane S.p.A., annunciata da Intesa Sanpaolo S.p.A. in data 17 febbraio 2020 mediante comunicato ai sensi degli artt. 102, comma 1, del TUF e 37 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato (il “Regolamento Emittenti”) e promossa mediante deposito del documento di offerta presso Consob in data 6 marzo 2020, come comunicato al mercato in pari data ai sensi dell'art. 37-ter del Regolamento Emittenti (di seguito l'“Incarico”).

La struttura della presente relazione (di seguito la “Relazione”) è descritta nelle pagine seguenti.

PricewaterhouseCoopers Advisory SpA

Sede legale: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 02667201 Fax 0266720501 Cap. Soc. Euro 7.700.000,00 i.v. - C.F. e P.IVA e Iscrizione al Reg. Imp. Milano n° 03230150967 – Altri Uffici: **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640311 Fax 0805640349 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Borgo Pietro Wuhler 23 Tel. 0303697501 - **Cagliari** 09125 Viale Diaz 29 Tel. 0706848774 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 Fax 0552482899 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873431 Fax 0498734399 | Rubano 35030 Via Belle Putte 36 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 0916256313 Fax 0917829221 | 90139 Via Roma 457 Tel. 0916752111 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 Fax 0521 781844 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 28 Tel. 06570831 Fax 06570832536 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 0115773211 Fax 0115773299 - **Trento** 38121 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461237004 Fax 0461239077 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422315711 Fax 0422315798 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 Fax 040364737 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001

Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento della PricewaterhouseCoopers Italia Srl
www.pwc.com/it



INDICE

1.	INTRODUZIONE	3
1.1.	OGGETTO DELLA RELAZIONE E TERMINI DELL'INCARICO.....	3
1.2.	DESCRIZIONE DI SINTESI DEI TERMINI E DEI RAZIONALI DELL'OFFERTA.....	4
1.3.	DATA DI RIFERIMENTO.....	5
1.4.	DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA.....	5
1.5.	IPOTESI E LIMITAZIONI	6
1.6.	LAVORO SVOLTO.....	8
1.7.	RESTRIZIONE ALL'USO DELLA PRESENTE RELAZIONE	9
1.8.	PRINCIPALI DIFFICOLTÀ INCONTRATE IN SEDE DI ANALISI DEL <i>FAIR VALUE</i> DELLE AZIONI DELL'EMITTENTE.....	9
2.	DESCRIZIONE DELL'ASSET OGGETTO DI CONFERIMENTO	10
2.1.	PROFILO DI UBI BANCA.....	10
2.2.	SITUAZIONE PATRIMONIALE ED ECONOMICA DI UBI BANCA AL 31 DICEMBRE 2019	11
2.3.	DATI PROSPETTICI	15
3.	LA STIMA DEL <i>FAIR VALUE</i> DELLE AZIONI DELL'EMITTENTE	17
3.1.	PREMESSA.....	17
3.2.	SCELTA DELLE METODICHE DELLA VALUTAZIONE	18
3.3.	IL METODO DELLE QUOTAZIONI DI BORSA	19
3.4.	IL METODO DEI MULTIPLI DI BORSA	20
3.5.	IL METODO DELL'ANALISI DI REGRESSIONE.....	21
3.6.	IL METODO DEI TARGET PRICE	22
3.7.	IL METODO DEL DIVIDEND DISCOUNT MODEL NELLA VARIANTE DELL'EXCESS OF CAPITAL.....	22
4.	SINTESI DEI RISULTATI RIVENIENTI DALL'APPLICAZIONE DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE.....	24
5.	CONCLUSIONI	25

1. INTRODUZIONE

1.1. Oggetto della Relazione e termini dell’Incarico

In data 17 febbraio 2020, Intesa Sanpaolo S.p.A. (di seguito, “ISP” o l’“Offerente”) ha comunicato, ai sensi e per gli effetti di cui all’art. 102, comma 1, del TUF, nonché dell’art. 37 del Regolamento Emittenti, di aver assunto, in pari data, la decisione di promuovere un’offerta pubblica di scambio preventiva volontaria, ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF (l’“Offerta”), avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Unione di Banche Italiane S.p.A. (di seguito, l’“Emittente” o “UBI Banca”), con godimento regolare, quotate sul Mercato Telematico Azionario gestito e organizzato da Borsa Italiana S.p.A. (il “Comunicato”).

In particolare, come successivamente comunicato da ISP in data 6 marzo 2020, l’Offerta ha ad oggetto massime n. 1.144.285.146 azioni ordinarie, ossia la totalità delle azioni che compongono il capitale sociale di UBI Banca ivi incluse le azioni proprie detenute dall’Emittente (di seguito, le “Azioni dell’Emittente”).

Per ciascuna azione dell’Emittente portata in adesione all’Offerta, ISP offrirà un corrispettivo unitario, non soggetto ad aggiustamenti, pari a n. 1,700 azioni ordinarie dell’Offerente di nuova emissione (il “Corrispettivo”). Pertanto, ogni 10 azioni dell’Emittente portate in adesione all’Offerta saranno corrisposte n. 17 azioni ordinarie dell’Offerente di nuova emissione.

In caso di integrale adesione all’Offerta, agli azionisti dell’Emittente che avessero aderito all’Offerta saranno assegnate complessivamente massime n. 1.945.284.755 azioni ordinarie di nuova emissione dell’Offerente rivenienti da un aumento di capitale a servizio dell’Offerta (l’“Aumento di Capitale”). Per quanto concerne l’Aumento di Capitale, in data 17 febbraio 2020, il Consiglio di Amministrazione di ISP ha deliberato di sottoporre all’Assemblea Straordinaria dell’Offerente, convocata per il 27 aprile 2020, la proposta di delegare al Consiglio di Amministrazione di ISP, ai sensi dell’art. 2443 del c.c. (la “Delega”), l’Aumento di Capitale sociale dell’Offerente a servizio dell’Offerta, in via scindibile e anche in più *tranches*, da liberarsi mediante (e a fronte del) conferimento in natura delle Azioni dell’Emittente portate in adesione all’Offerta (il “Conferimento”) e, dunque, con esclusione del diritto d’opzione ai sensi dell’art. 2441, comma 4, del c.c., con emissione di massime n. 1.945.284.755, come da comunicato in data 6 marzo 2020, azioni ordinarie dell’Offerente, con godimento regolare e aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione.

Il Consiglio di Amministrazione dell’Offerente ha, altresì, deliberato, ai sensi dell’art. 2440, comma 2, c.c., di avvalersi della disciplina di cui agli artt. 2343-ter e 2343-quater c.c. per la stima delle Azioni dell’Emittente oggetto di Conferimento.

In tale contesto, lo scopo dell’Incarico è quello di rilasciare la relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento alla *fair value* della partecipazione costituita dalle Azioni dell’Emittente oggetto di possibile Conferimento nell’ambito dell’Offerta anche alla luce del disposto dell’art. 2343-ter, lettera b) del codice civile (di seguito, anche i “Servizi”).

Oggetto della presente Relazione sono n. 1.144.285.146 azioni ordinarie UBI Banca (inclusive delle azioni proprie), oggetto dell’Offerta e costituenti, alla data odierna, l’intero capitale sociale di UBI Banca. Ciò significa che l’oggetto della valutazione è rappresentato dal numero totale di azioni che,



complessivamente considerate, costituiscono l'intero capitale sociale di UBI Banca e non dalla singola azione.

Nell'ambito del nostro Incarico si è fatto riferimento a quanto previsto dalla prassi valutativa di riferimento e dai Principi Italiani di Valutazione.

L'Incarico è stato svolto facendo esclusivo riferimento all'ultima situazione economica e patrimoniale dell'Emittente predisposta dal Management di UBI Banca, approvata dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente in data 10 febbraio 2020 e, successivamente, confermata nella seduta del Consiglio di Amministrazione del 28 febbraio 2020, nonché ad ulteriori informazioni attinenti UBI Banca, pubblicamente disponibili.

Le Azioni dell'Emittente oggetto di possibile Conferimento sono state esaminate e valutate nelle condizioni "normali" di funzionamento (astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione) e nell'ipotesi di continuità aziendale.

Le Azioni dell'Emittente sono state, inoltre, valutate in ottica *stand-alone*, senza, pertanto, tener conto di possibili sinergie e/o diseconomie specifiche derivanti dalla possibile acquisizione, ma riflettendo i premi mediamente pagati in offerte pubbliche di acquisto similari.

Lo svolgimento dei Servizi non determina alcun coinvolgimento di PwC nella gestione e nell'attività di ISP, né nelle decisioni in merito alla convenienza o fattibilità dell'Offerta.

Abbiamo infine ottenuto attestazione dal Management di ISP che lo stesso non è a conoscenza di ulteriori elementi significativi per il nostro lavoro e che non ci siano stati presentati e discussi.

1.2. Descrizione di sintesi dei termini e dei razionali dell'Offerta

Come già evidenziato nel paragrafo precedente, l'Offerta ha ad oggetto massime n. 1.144.285.146 azioni ordinarie dell'Emittente, con godimento regolare, quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., rappresentanti la totalità del capitale sociale dell'Emittente ivi incluse le azioni proprie detenute da UBI Banca. ISP riconoscerà per ciascuna Azione dell'Emittente portata in adesione all'Offerta il Corrispettivo (pari a 1,700 azioni ordinarie dell'Offerente di nuova emissione in esecuzione dell'Aumento di Capitale a servizio dell'Offerta).

Sulla base del prezzo ufficiale delle azioni dell'Offerente rilevato alla chiusura del 14 febbraio 2020 (pari a Euro 2,502 *cum dividend*), il Corrispettivo esprime una valorizzazione pari a Euro 4,254 (con arrotondamento alla terza cifra decimale) per ciascuna Azione dell'Emittente.

La valorizzazione incorpora un premio del 27,6% rispetto al prezzo ufficiale delle Azioni dell'Emittente rilevato alla chiusura del 14 febbraio 2020 (pari a Euro 3,333). Tale premio raggiunge il 38,6%, prendendo in considerazione la media dei prezzi ufficiali delle azioni dell'Emittente nei sei mesi precedenti il 14 febbraio 2020. Rettificando il prezzo ufficiale delle azioni dell'Offerente rilevato alla data del 14 febbraio 2020 per tener conto del pagamento del dividendo (pari a Euro 0,192 per azione), il valore delle azioni dell'Offerente si attesta ad Euro 2,310 ed esprime una valorizzazione implicita per ciascuna azione dell'Emittente pari ad Euro 3,928 (con arrotondamento alla terza cifra decimale) ed incorpora un premio del 22,6% rispetto al prezzo ufficiale delle Azioni di UBI Banca *ex dividend* rilevato alla chiusura del 14 febbraio 2020 (pari ad Euro 3,203, calcolato sulla base di un *dividend per share* pari ad Euro 0,130).



In caso di integrale adesione all'Offerta, agli azionisti dell'Emittente che avessero aderito all'Offerta saranno assegnate complessivamente massime n. 1.945.284.755 azioni ordinarie di nuova emissione di ISP rivenienti dall'Aumento di Capitale al servizio dell'Offerta.

Sulla base del prezzo ufficiale delle azioni dell'Offerente rilevato alla chiusura del 14 febbraio 2020 (pari a Euro 2,502 *cum dividend*), il controvalore complessivo dell'Offerta, sempre in caso di integrale adesione, sarà di Euro 4.867.789.011,08, importo, quest'ultimo, pari alla valorizzazione monetaria del Corrispettivo (vale a dire, Euro 4,254 come sopra evidenziato).

L'Offerta è soggetta all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni da parte delle Autorità Competenti così come illustrato nel Comunicato al paragrafo 1.4.

In data 6 marzo 2020, ISP ha comunicato al mercato di aver depositato, in pari data, presso la Commissione nazionale per le società e la Borsa ("CONSOB") ai sensi e per gli effetti dell'articolo 102, comma 3, del TUF, nonché dell'articolo 37-ter del Regolamento Emittenti, il documento di offerta (il "Documento di Offerta"), destinato alla pubblicazione.

Per quanto concerne le condizioni dell'Offerta, si segnala, in particolare, quella che subordina l'efficacia dell'Offerta all'acquisto, ad esito dell'Offerta stessa, di una partecipazione pari al 66,67% del capitale sociale dell'Emittente; condizione, questa, parzialmente rinunciabile purché la partecipazione che l'Offerente venga a detenere all'esito dell'Offerta sia comunque almeno pari al 50% del capitale sociale più una azione ordinaria dell'Emittente; soglia, quest'ultima, non rinunciabile.

1.3. Data di riferimento

La data di riferimento della valutazione è il 17 febbraio 2020, giorno di pubblicazione del Comunicato, coincidente con il giorno di comunicazione al mercato da parte di UBI Banca del Piano Industriale 2022.

I parametri finanziari e di mercato utilizzati nell'ambito delle analisi valutative sono stati aggiornati in prossimità all'emissione della Relazione.

Si ricorda che la Relazione è utilizzabile ai fini di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), c.c. a condizione che la predetta data di riferimento preceda di non oltre sei mesi il conferimento delle Azioni dell'Emittente nell'Offerente, in esecuzione dell'Aumento di Capitale; ciò, salvi eventuali successivi aggiornamenti che siano richiesti dagli amministratori dell'Offerente in prossimità della deliberazione dell'Aumento di Capitale in esercizio della Delega.

1.4. Documentazione utilizzata

L'Offerente non dispone di alcuna informazione di natura privata relativa ad UBI Banca, pertanto, l'Offerta è stata formulata esclusivamente sulla base delle informazioni pubbliche disponibili. Nello svolgimento del presente Incarico anche PwC non ha avuto accesso ad informazioni private relative

all’Emittente e, pertanto, le analisi condotte si sono basate esclusivamente sulle informazioni pubblicamente disponibili.

Tale aspetto caratterizza i contenuti ed i risultati della presente Relazione, per quanto riguarda le scelte metodologiche assunte, i riscontri effettuati ed i risultati ottenuti.

Ai fini della presente Relazione, le principali informazioni utilizzate per lo svolgimento delle nostre analisi sono state le seguenti:

- Comunicato Stampa ai sensi dell’art. 102, comma 1, del TUF e dell’art. 37 del Regolamento Emittenti divulgato alla comunità finanziaria da ISP in data 17 febbraio 2020;
- Comunicato Stampa ai sensi dell’art. 37-ter, comma 3, del Regolamento Emittenti divulgato alla comunità finanziaria da ISP in data 6 marzo 2020;
- Documento dal titolo “*Offerta pubblica di scambio volontaria sulla totalità delle azioni ordinarie di UBI Banca – Accrescere la creazione di valore da Leader Europeo rafforzando il proprio ruolo per l’Italia*” presentato al mercato da ISP in data 18 febbraio 2020;
- Documento dal titolo “*Piano Industriale 2022*” divulgato da UBI Banca alla comunità finanziaria in data 17 febbraio 2020;
- Bilancio consolidato e individuale di UBI Banca al 31 dicembre 2018 assoggettato a revisione contabile completa da parte di Deloitte & Touche S.p.A. che ha emesso la propria relazione in data 5 marzo 2019;
- Relazione finanziaria semestrale di UBI Banca al 30 giugno 2019 assoggettata a revisione contabile limitata da parte di Deloitte & Touche S.p.A. che ha emesso la propria relazione in data 8 agosto 2019;
- Resoconto intermedio di gestione di UBI Banca al 30 settembre 2019;
- Comunicato stampa inclusivo degli schemi di bilancio al 31 dicembre 2019 e presentazione dei risultati 2019 di UBI Banca;
- Stime fornite dalle case di investimento per quanto concerne le *performance* future del titolo UBI Banca, pubblicate post divulgazione dei dati di consuntivo al 31 dicembre 2019, nonché precedenti alla comunicazione dell’Offerta al mercato.

Inoltre, ci siamo avvalsi di ulteriori documenti e informazioni, di natura pubblica, necessari allo sviluppo del processo valutativo.

1.5. Ipotesi e limitazioni

La nostra analisi è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- Per sua natura, la valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono riflessi anche

elementi di soggettività;

- L'analisi è basata su informazioni e documenti pubblicamente disponibili attinenti UBI Banca; data la natura del nostro Incarico la responsabilità sulla qualità e correttezza dei dati e delle informazioni in essi contenute compete al Management dell'Emittente; tali dati ed informazioni sono stati da noi analizzati solo per ragionevolezza complessiva;
- Le analisi di valore assumono a riferimento la situazione patrimoniale consolidata di UBI Banca al 31 dicembre 2019, comunicata al mercato in data 10 febbraio 2020; nell'ambito del nostro Incarico non abbiamo avuto accesso al Management di UBI Banca ed alla società di revisione dell'Emittente. Le analisi si fondano sull'assunto che la relazione di revisione legale esprima un giudizio positivo su tale situazione patrimoniale, senza eccezioni e rilievi e comunque senza alcuna osservazione che possa incidere sulla consistenza patrimoniale di UBI Banca e sulle sue prospettive reddituali. Nell'ambito del nostro Incarico non sono state svolte procedure autonome di revisione contabile sui dati di bilancio di UBI Banca e verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale e previdenziale o legate a rischi di qualunque tipologia non riportate nei bilanci e nella situazione patrimoniale al 31 dicembre 2019 dell'Emittente;
- Le analisi di valore delle Azioni dell'Emittente sono state effettuate in ipotesi di continuità aziendale;
- UBI Banca è stata esaminata in condizioni "normali" di funzionamento (astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione), con riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo conosciute alla data della presente Relazione. In relazione ai dati economico-patrimoniali previsionali di UBI Banca che sono stati comunicati al mercato in data 17 febbraio 2020 ("Proiezioni", "Dati Previsionali" o "Dati Prospettici"), PwC non ha assoggettato tali dati a revisione o *due diligence* ed ha assunto che questi siano stati preparati in modo obiettivo e su presupposti che riflettono le migliori previsioni disponibili in relazione ai futuri risultati dell'Emittente. I Dati Previsionali, essendo basati su ipotesi di eventi futuri ed azioni di UBI Banca, sono caratterizzati da connotati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dai quali essi traggono origine possano non verificarsi, ovvero possano verificarsi in misura e tempi diversi da quelli prospettati, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo della loro preparazione. Pertanto, gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi; si precisa che i Dati Previsionali sono stati comunicati al mercato in data 17 febbraio 2020, anteriormente all'acuirsi dell'emergenza legata al COVID-19. Al momento non è possibile determinare quali implicazioni potrà avere l'emergenza legata al COVID-19 su UBI Banca, sia in relazione a quanto l'emergenza potrà durare, sia in relazione ai possibili impatti attuali o potenziali sul business della banca stessa. UBI Banca non ha comunicato al mercato alcuna variazione dei Dati Previsionali al fine di riflettere il possibile impatto dell'attuale situazione di emergenza, né ha comunicato al mercato possibili impatti su poste dell'attivo di bilancio (come ad esempio, l'impairment di asset, avviamenti, crediti) o del passivo e degli accantonamenti. Si noti che per effetto dell'emergenza in essere, gli scostamenti tra valori

consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativamente superiori a quanto sarebbe potuto accadere in assenza della stessa. PwC non assume alcuna responsabilità in merito al raggiungimento dei Dati Previsionali;

- Lo svolgimento dei Servizi non determina alcun coinvolgimento nella gestione e nell'attività di ISP, né nelle decisioni aziendali in merito alla fattibilità o convenienza dell'Offerta;
- Le metodologie di valutazione utilizzate ai fini del nostro Incarico fanno riferimento direttamente o indirettamente a dati prospettici e fattori quali: tassi di interesse, indici di volatilità, multipli di borsa e di transazioni ed altre informazioni desumibili dal mercato finanziario attualmente caratterizzato da profonde turbative. I parametri finanziari e di mercato utilizzati nell'ambito della valutazione sono stati aggiornati in prossimità all'emissione della Relazione. Non si può escludere che il perdurare dell'attuale emergenza legata al COVID-19 e la sua evoluzione ad oggi non prevedibile, possano avere impatti, anche significativi, sul sistema economico nazionale e internazionale e, nella fattispecie sul *fair value* di UBI Banca;
- Considerate le finalità del nostro Incarico, che sono esclusivamente quelle di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), c.c., la presente Relazione non intende sostituirsi all'autonomo giudizio degli azionisti di UBI Banca in merito alle condizioni dell'Offerta promossa da ISP, né può costituire in alcun modo una raccomandazione ad aderire all'Offerta stessa;
- La nostra Relazione non è, inoltre, finalizzata ad esprimere alcun giudizio sul valore delle azioni ISP, sulla congruità del corrispettivo offerto e sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni ISP;
- I Servizi non prevedono lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuiti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza, PwC non esprime alcun parere né alcuna altra forma di attestazione sui dati economico – patrimoniali dell'Emittente o su qualsiasi altra informazione finanziaria;
- I Servizi non comprendono assistenza e/o consulenza di natura legale e/o fiscale, con la conseguenza che PwC non assume alcuna responsabilità riguardante aspetti legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale.

Abbiamo infine ottenuto attestazione dal Management di ISP che lo stesso non è a conoscenza di ulteriori elementi significativi per il nostro lavoro e che non ci siano stati presentati e discussi.

1.6. Lavoro svolto

Ai fini dell'espletamento del nostro Incarico abbiamo svolto le seguenti attività:

- Esame delle informazioni e dei documenti raccolti;
- Analisi della situazione patrimoniale di UBI Banca al 31 dicembre 2019 e dei Dati Previsionali

comunicati al mercato in data 17 febbraio 2020;

- Analisi del mercato di riferimento;
- Identificazione delle metodologie di valutazione ritenute applicabili, in grado di cogliere i *driver* di valore di UBI Banca, tenuto conto delle indicazioni della dottrina e della prassi valutativa nel settore di riferimento;
- Definizione delle grandezze e dei parametri necessari all'applicazione delle metodologie valutative individuate;
- Sviluppo delle metodologie valutative e analisi di sensibilità dei risultati al variare dei principali parametri valutativi adottati;
- Analisi dei risultati ottenuti.

Ai fini conoscitivi dell'operazione nel suo complesso, abbiamo inoltre discusso con l'Advisor di ISP, Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A., in merito alle analisi da questo svolte, al fine di supportare il Consiglio di Amministrazione di ISP.

1.7. Restrizione all'uso della presente Relazione

La presente Relazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo 1.1 "Oggetto della Relazione e termini dell'Incarico" e previste dall'art. 2343-ter del codice civile. Non accettiamo alcuna responsabilità per danni derivanti dall'utilizzo non autorizzato o improprio della presente Relazione.

1.8. Principali difficoltà incontrate in sede di analisi del *fair value* delle Azioni dell'Emittente

L'analisi del *fair value* delle Azioni dell'Emittente e le conclusioni alle quali siamo giunti devono essere interpretate alla luce delle seguenti difficoltà incontrate nel corso del lavoro:

- **Limiti insiti nei Dati Previsionali.** La determinazione del *fair value* delle Azioni dell'Emittente è stata effettuata utilizzando, tra l'altro, i Dati Prospettici che presentano per loro natura profili di incertezza; in particolare, mutamenti dello scenario macroeconomico e/o del settore specifico di appartenenza, potrebbero modificare in maniera significativa gli assunti ed i presupposti alla base dei dati economico-finanziari prospettici che potrebbero, quindi, esserne fortemente influenzati. Al momento non è possibile determinare quali implicazioni potrà avere l'emergenza legata al COVID-19 su UBI Banca, sia in relazione a quanto l'emergenza potrà durare, sia in relazione ai possibili impatti attuali o potenziali sul business della banca stessa. UBI Banca non ha comunicato al mercato alcuna variazione dei Dati Previsionali al fine di riflettere il possibile impatto dell'attuale situazione di emergenza né ha comunicato al mercato possibili impatti su poste dell'attivo di bilancio (come ad esempio,

l'impairment di asset, avviamenti, crediti) o del passivo e degli accantonamenti. Si noti che per effetto dell'emergenza in essere, gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativamente superiori a quanto sarebbe potuto accadere in assenza della stessa;

- **Complessità delle metodologie e discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicati.** I metodi di valutazione utilizzati hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso che ha comportato, in particolare, la scelta di diversi parametri finanziari di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni, anche significative;
- **Incertezza dell'attuale situazione congiunturale e volatilità dei mercati finanziari.** La situazione congiunturale caratterizzata da notevole incertezza è all'origine di un'elevata volatilità dei valori di mercato dei titoli azionari, accentuata dall'attuale emergenza legata al COVID-19. Non si può escludere che il perdurare dell'attuale emergenza e la sua evoluzione ad oggi non prevedibile, possano avere impatti, anche significativi, sul sistema economico nazionale e internazionale e, nella fattispecie sul *fair value* di UBI Banca. A fronte di tale difficoltà si è fatto riferimento a parametri finanziari e di mercato aggiornati in prossimità all'emissione della presente Relazione ed alla media dei corsi azionari rilevata, rispettivamente, nell'ultimo mese e negli ultimi tre mesi, al fine di riflettere nella valutazione l'attuale contesto di mercato e, al contempo di mitigare gli effetti di significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di borsa connesse ad eventi di natura straordinaria o speculativa. In considerazione di quanto sopra, non si esclude che in prossimità dell'attuazione dell'Aumento di Capitale funzionale all'Offerta, gli amministratori dell'Offerente possano ritenere opportuno richiedere un aggiornamento della Relazione, al fine di riflettere nella valutazione informazioni aggiornate dell'Emittente e della situazione congiunturale e di mercato.

2. DESCRIZIONE DELL'ASSET OGGETTO DI CONFERIMENTO

2.1. Profilo di UBI Banca

UBI Banca è capogruppo di un gruppo bancario italiano ("Gruppo UBI Banca") costituito nel 2007 a seguito della fusione di Banche Popolari Unite con Banca Lombarda e Piemontese. UBI Banca è quotata sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ed il titolo è incluso nell'indice FTSE/MIB. In Italia rappresenta il terzo gruppo bancario commerciale per capitalizzazione di Borsa.

Nel territorio domestico opera attraverso una rete di oltre 1.600 filiali con copertura multiregionale, tramite il proprio marchio oltre ai marchi delle banche incorporate tra il 2016 ed il 2018. UBI Banca opera in prevalenza sul segmento *Retail* e tramite la sua capillare rete distributiva ha una quota di mercato nazionale di circa il 7% (al 2019). Inoltre, è presente anche a livello internazionale, attraverso

banche estere, filiali localizzate all'estero, uffici di rappresentanza e partecipazioni in società straniere.

UBI Banca opera, inoltre, nei settori dell'*asset management*, del *factoring* e del *leasing* tramite, rispettivamente, le società Pramerica SGR S.p.A., UBI Factor S.p.A. e UBI Leasing S.p.A.. Inoltre, è presente nel settore *bancassurance* vita tramite le *partnership* effettuate con Aviva Vita S.p.A. e Società Cattolica di Assicurazione. Da ultimo, fa parte del Gruppo UBI Banca anche IW Bank Private Investments, una banca online integrata con una rete di promotori finanziari.

Il capitale sociale di UBI Banca è costituito da n. 1.144.285.146 azioni prive del valore nominale, di cui n. 9.251.800 detenute come azioni proprie. La struttura proprietaria risulta frammentata e così composta:

- Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo, con una quota sul capitale sociale dell'Emittente pari a 5,908%;
- Silchester International Investors LLP, con una quota sul capitale sociale dell'Emittente pari a 8,600%;
- Fondazione Banca del Monte di Lombardia, con una quota sul capitale sociale dell'Emittente pari a 3,951%;
- HSBC Holdings PLC, con una quota sul capitale sociale dell'Emittente pari a 4,890%.

Tuttavia, si segnala che alla data della presente Relazione, sussistono tre patti parasociali riguardanti UBI Banca, ovvero il (i) il patto parasociale noto come "CAR" (complessivamente titolare di una quota pari al 18,766%); il c.d. "Patto dei Mille" (1,603%); e (iii) il c.d. "Sindacato Azionisti UBI Banca S.p.A." (7,500%).

2.2. Situazione patrimoniale ed economica di UBI Banca al 31 dicembre 2019

Si riporta di seguito la situazione economica e patrimoniale consolidata di UBI Banca al 31 dicembre 2019 ed il confronto con quella al 31 dicembre 2018.

Conto Economico Consolidato di UBI Banca

Conto Economico (€m)	31.12.2018	31.12.2019
Interessi attivi e proventi assimilati	2.220,1	2.180,4
Interessi passivi e oneri assimilati	(346,8)	(377,9)
Margine di interesse	1.873,3	1.802,5
Commissioni attive	1.779,2	1.894,9
Commissioni passive	(198,2)	(229,3)
Commissioni nette	1.580,9	1.665,6
Altri oneri e proventi operativi	28,6	115,4
Margine di intermediazione	3.482,8	3.583,5
Rettifiche/riprese di valore nette per rischio di credito	(638,3)	(744,1)
Utili/perdite da modifiche contrattuali senza cancellazioni	(37,4)	(25,3)
Risultato della gestione finanziaria	2.807,1	2.814,1
Premi netti	373,8	314,3
Saldo altri proventi/oneri della gestione assicurativa	(396,1)	(337,2)
Risultato netto della gestione finanziaria e assicurativa	2.784,8	2.791,3
Spese per il personale	(1.545,9)	(1.561,3)
Altre spese amministrative	(1.024,6)	(932,3)
Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri	19,4	(24,8)
Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali	(90,9)	(157,6)
Rettifiche/riprese di valore nette su attività immateriali	(75,6)	(77,6)
Altri oneri/proventi di gestione	293,5	283,1
Costi operativi	(2.424,1)	(2.470,5)
Altri oneri/proventi	29,9	46,4
Utile (perdita) dell'operatività corrente al lordo di imposte	390,7	367,2
Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente	60,8	(82,1)
Utile (Perdita) dell'operatività corrente al netto di imposte	451,5	285,0
<i>Utile (Perdita) del periodo di pertinenza di terzi</i>	<i>(25,9)</i>	<i>(33,8)</i>
Utile (Perdita) del periodo di pertinenza della capogruppo	425,6	251,2

Fonte: "UBI Banca: prospetti e schemi consolidati al 31.12.2019" e "UBI Banca: prospetti e schemi consolidati al 31.12.2018".

Nell'esercizio conclusosi al 31 dicembre 2019, UBI Banca ha conseguito un margine di intermediazione pari ad Euro 3.583,5m, in aumento di ca. il 3% rispetto a quello registrato nel 2018 (pari a Euro 3.482,8m). Questa variazione è frutto, a sua volta, di un decremento degli interessi netti che si attestano ad Euro 1.802,5m nel 2019 (*versus* Euro 1.873,3m nel 2018), più che compensato dall'aumento delle commissioni nette, pari a Euro 1.665,6m nel 2019 (da Euro 1.580,9m nel 2018), nonché degli altri oneri e proventi operativi, pari ad Euro 115,4m nel 2019 (da Euro 28,6m nel 2018). Le rettifiche nette per rischio di credito ammontano ad Euro 744,1m nel 2019 in aumento di oltre il 16% rispetto al valore registrato nel 2018 (pari a Euro 638,3m).

Gli oneri operativi ammontano alla fine del 2019 a Euro 2.470,5m e sono principalmente costituiti da spese per il personale per Euro 1.561,3m e altre spese amministrative per Euro 932,3m. Rispetto al dato del 2018 (Euro 2.424,1m), gli oneri operativi mostrano una riduzione di ca. il 2%.

Alla luce dei risultati di cui sopra e al netto delle imposte di competenza dell'esercizio e del risultato di pertinenza di terzi, UBI Banca ha concluso l'esercizio al 31 dicembre 2019 conseguendo un utile netto pari ad Euro 251,2m (*versus* un utile di oltre Euro 425,6m raggiunto nell'esercizio precedente).

Stato Patrimoniale Consolidato di UBI Banca

Attivo (€m)	31.12.2018	31.12.2019
Cassa e disponibilità liquide	735,2	694,8
Attività finanziarie valutate al fair value con impatto a conto economico	1.463,5	1.758,7
a) attività finanziarie detenute per la negoziazione	405,7	428,0
b) attività finanziarie designate al fair value	11,0	10,3
c) altre attività finanziarie obbligatoriamente valutate al fair value	1.046,8	1.320,5
Attività finanziarie valutate al fair value con impatto sulla redditività complessiva	10.726,2	12.221,6
Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato	102.798,6	101.736,3
a) crediti verso banche	10.065,9	11.921,3
b) crediti verso clientela	92.732,7	89.815,0
Derivati di copertura	44,1	35,1
Adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica (+/-)	97,4	547,0
Partecipazioni	254,1	287,4
Attività materiali	1.965,2	2.298,1
Attività immateriali	1.729,7	1.739,9
di cui: avviamento	1.465,3	1.465,3
Attività fiscali	4.210,4	3.740,0
a) correnti	1.376,6	1.084,4
b) anticipate	2.833,8	2.655,6
- di cui alla Legge 214/2011	1.805,0	1.794,3
Attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione	3,0	265,4
Altre attività	1.278,7	1.201,0
Totale dell'attivo	125.306,2	126.525,3

Fonte: "UBI Banca: prospetti e schemi consolidati al 31.12.2019" e "UBI Banca: prospetti e schemi consolidati al 31.12.2018".

Il totale dell'attivo di UBI Banca al 31 dicembre 2019 si attesta ad Euro 126.525,3m registrando un lieve incremento (1%) rispetto al dato dell'esercizio precedente (pari a Euro 125.306,2m). Esso è costituito principalmente da:

- Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato per Euro 101.736,3m (in riduzione di ca. l'1% rispetto al 2018) che si compongono, a loro volta, di crediti verso clientela per Euro 89.815,0m e crediti verso banche per Euro 11.921,3m. Per quanto concerne i crediti deteriorati, alla fine dell'esercizio 2019 l'ammontare lordo rappresenta il 7,8% del totale dei crediti lordi verso clientela (in calo rispetto al dato registrato alla fine dell'esercizio 2018 pari al 10,42%);
- Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva per Euro 12.221,6m, in aumento rispetto all'ammontare del 31 dicembre 2018 (pari a Euro 10.726,2m);
- Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico per Euro 1.758,7m *versus* Euro 1.463,5m del 31 dicembre 2018;
- Attività materiali per Euro 2.298,1m, in incremento di ca. il 17% rispetto al 2018 (Euro 1.965,2m) per effetto, principalmente, dell'introduzione, a partire dal 1 gennaio 2019, dell'IFRS 16 e della conseguente rilevazione delle migliorie sui beni di terzi tra le attività materiali ad incremento del valore del diritto d'uso al quale si riferiscono;
- Attività immateriali per Euro 1.739,9m (sostanzialmente invariate rispetto all'esercizio precedente), costituite, a loro volta, prevalentemente da avviamento (pari ad Euro 1.465,3m in entrambi gli esercizi);
- Attività fiscali per Euro 3.740,0m (in diminuzione rispetto al dato del 2018 pari a Euro 4.210,4m) e composte da attività fiscali correnti per Euro 1.084,4m e da attività fiscali anticipate per Euro 2.655,6m;
- Altre componenti dell'attivo per complessivi Euro 3.030,6m, tra cui si annoverano:

- cassa e disponibilità liquide per Euro 694,8m, in riduzione rispetto al dato del 2018 pari a Euro 735,2m;
- derivati di copertura per Euro 35,1m, in riduzione rispetto al dato del 2018 pari a Euro 44,1m;
- adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica per Euro 547,0m, in aumento rispetto al dato del 2018 pari a Euro 97,4m;
- partecipazioni per Euro 287,4m, in aumento rispetto al dato del 2018 pari a Euro 254,1m;
- attività non correnti e gruppi in via di dismissione per Euro 265,4m, in aumento rispetto al dato del 2018 pari a Euro 3,0m;
- da ultimo, altre attività per Euro 1.201,0m, in riduzione rispetto al dato del 2018 pari a Euro 1.278,7m.

Passivo e patrimonio netto (€m)	31.12.2018	31.12.2019
Passività finanziarie valutate al costo ammortizzato	109.445,7	109.795,0
a) debiti verso banche	17.234,6	14.368,0
b) debiti verso clientela	68.421,4	72.577,3
c) titoli in circolazione	23.789,7	22.849,8
Passività finanziarie di negoziazione	411,0	555,3
Passività finanziarie designate al fair value	105,8	197,6
Derivati di copertura	110,8	386,8
Adeguamento di valore delle passività finanziarie oggetto di copertura generica (+/-)	74,3	145,2
Passività fiscali	162,3	170,9
Passività associate ad attività in via di dismissione e altre passività	3.092,9	2.738,1
Trattamento di fine rapporto del personale	306,7	289,6
Fondi per rischi e oneri	505,2	489,5
Riserve tecniche	1.877,4	2.210,3
Riserve da valutazione	(298,6)	(79,9)
Riserve	2.923,6	3.207,8
Sovrapprezzi di emissione	3.294,6	3.294,6
Capitale	2.843,2	2.843,2
Azioni proprie (-)	(25,1)	(28,1)
Utile (perdita) di periodo (+/-)	425,6	251,2
Patrimonio netto di pertinenza della capogruppo	9.163,3	9.488,7
Patrimonio di pertinenza di terzi (+/-)	50,8	58,2
Totale del passivo e del patrimonio netto	125.306,2	126.525,3

Fonte: "UBI Banca: prospetti e schemi consolidati al 31.12.2019" e "UBI Banca: prospetti e schemi consolidati al 31.12.2018".

Le passività di UBI Banca al 31 dicembre 2019 sono costituite principalmente da:

- Passività finanziarie valutate al costo ammortizzato per Euro 109.795,0m, in aumento rispetto all'ammontare del 2018 pari a Euro 109.445,7m. Alla fine del 2019, le passività in parola sono composte da debiti verso clientela per Euro 72.577,3m, da titoli in circolazione per Euro 22.849,8m e da debiti verso banche per Euro 14.368,0m;
- Passività associate ad attività in via di dismissione Euro 2.738,1m, in diminuzione rispetto al dato del 2018 (pari a Euro 3.092,9m);
- Riserve tecniche derivanti dall'esercizio dell'attività assicurativa per Euro 2.210,3m, in aumento rispetto all'ammontare del 2018 (pari a Euro 1.877,4m);
- Trattamento di fine rapporto del personale per Euro 289,6m e fondo per rischi e oneri per Euro 489,5m *versus*, rispettivamente, Euro 306,7m e a Euro 505,2m del 2018;
- Altre componenti del passivo pari complessivamente ad Euro 1.455,8m, tra cui:

- passività finanziarie di negoziazione per Euro 555,3m, in aumento rispetto al dato del 2018 (pari a Euro 411,0m);
- derivati di copertura per Euro 386,8m, in aumento rispetto all'ammontare del 2018 (pari a Euro 110,8m);
- passività finanziarie designate al *fair value* per Euro 197,6m, in aumento rispetto al dato dell'esercizio precedente (pari a Euro 105,8m);
- passività fiscali per Euro 170,9m *versus* Euro 162,3m del 2018;
- da ultimo, adeguamento di valore delle passività finanziarie oggetto di copertura generica per Euro 145,2m, in aumento rispetto al dato del 2018 (pari a Euro 74,3m).

Il patrimonio netto consolidato di UBI Banca al 31 dicembre 2019 risulta pari a Euro 9.546,9m, comprensivo del patrimonio netto di pertinenza di terzi pari ad Euro 58,2m. Il patrimonio netto di pertinenza della capogruppo ammonta, dunque, complessivamente a Euro 9.488,7m ed è principalmente costituito da:

- Capitale sociale per Euro 2.843,2m;
- Sovrapprezzo di emissione per Euro 3.294,6m e altre riserve per Euro 3.127,9m;
- Azioni proprie per Euro 28,1m;
- Utile netto di periodo, pari a Euro 251,2m.

Infine, al 31 dicembre 2019, il CET1 *Ratio* di UBI Banca si attesta al 12,3% (*fully loaded*) rispetto all'11,3% del 31 dicembre 2018, mentre il Total Capital *Ratio* risulta pari al 15,9% (*fully loaded*) in incremento di ca. 250 bps rispetto al dato dell'esercizio precedente (13,4%).

2.3. Dati Prospettici

Le Proiezioni di UBI Banca illustrate nel prosieguo sono state divulgate alla comunità finanziaria in data 17 febbraio 2020.

Di seguito le principali grandezze economico-patrimoniali attese per l'ultimo anno della previsione (2022), confrontate con le medesime grandezze in essere per l'esercizio conclusosi al 31 dicembre 2019.

Principali dati economico - patrimoniali			
€m	2019 A	2022 E	CAGR 2019-22
Proventi operativi	3.637,9	3.675,0	0,3%
di cui margine di interesse (%)	47,4%	45,7%	
di cui commissioni nette (%)	45,7%	47,6%	
Oneri operativi	(2.368,5)	(2.235,0)	(1,9%)
di cui spese per il personale	(1.427,7)	(1.361,0)	(1,6%)
di cui altre spese amministrative	(603,0)	(517,0)	(5,0%)
Cost/Income (%)	62,1%	58,1%	(2,2%)
Utile netto stated	251,2	665,0	38,3%
Utile netto normalizzato	352,9	665,0	23,5%
ROTE normalizzato (%)	4,7%	8,3%	20,9%
Raccolta totale (€mld)	196,0	209,0	2,2%
di cui raccolta diretta	95,0	93,0	(0,7%)
di cui raccolta indiretta e bancassurance	73,0	88,0	6,4%
Crediti netti verso la clientela (€mld)	83,7	83,7	-
di cui in bonis	79,5	81,0	0,6%
Incidenza crediti deteriorati lordi (%)	7,8%	5,2%	(12,6%)
Copertura crediti deteriorati lordi (inclusi stralci)	50,9%	51,5%	0,4%
Rettifiche nette su crediti verso la clientela	(738,4)	(387,0)	(19,4%)
Costo del credito (bps)	87	46	(19,1%)
CET 1 ratio (%)	12,3%	12,5%	0,4%
Texas ratio (%)	55,6%	32,6%	(16,3%)
RWA	58.086,3	61.527,0	1,9%
Patrimonio netto tangibile	7.498,0	8.056,0	2,4%

Fonte: "UBI Banca: presentazione Piano Industriale 2022".

Sulla base delle attese del Management di UBI Banca, sono attesi per il 2022:

- proventi operativi in lieve crescita a Euro 3.675,0m (CAGR 2019-22: +0,3%) con una composizione che riflette un margine d'interesse in leggera flessione (CAGR 2019-22: -0,9%) più che compensata dalla crescita delle commissioni nette (CAGR 2019-22: +1,7%), e
- oneri operativi in contrazione a Euro 2.235,0m (CAGR: 2019-2022: -1,9%).

Per effetto delle dinamiche attese dei proventi e degli oneri operativi, UBI Banca prevede di conseguire una riduzione del *Cost/Income Ratio* (esclusi i contributi di sistema) dal 62,1% del 2019 al 58,1% del 2022.

Inoltre, il Management dell'Emittente prevede rettifiche su crediti in riduzione a Euro 387,0m nel 2022, da Euro 738,4m del 2019 (che comprendevano le maggiori rettifiche legate alle cessioni massive).

Sulla base delle stime del Management di UBI Banca, l'utile netto d'esercizio al 2022 è atteso attestarsi a Euro 665,0m, rispetto a Euro 251,2m del 2019 (Euro 353m al netto delle poste non ricorrenti), determinando il raggiungimento di un ROTE normalizzato dell'8,3% alla fine del periodo della previsione.

Per quanto concerne la remunerazione agli azionisti, si prevede il mantenimento di un *Pay-out Ratio* medio del 40% nell'orizzonte di piano, coerente con il mantenimento di un *CET1 Ratio* al 12,5% alla



fine di ciascun anno, con la possibilità di incrementare il dividendo in caso di CET1 *Ratio* superiore al 12,5%.

Si segnala che eventuali incongruenze fra dati economico-patrimoniali afferenti all'esercizio 2019 presentati nella sezione 2.2 e nella presente sezione sono dovute esclusivamente alla diversa riclassifica degli stessi eseguita dal Management di UBI Banca.

3. LA STIMA DEL *FAIR VALUE* DELLE AZIONI DELL'EMITTENTE

3.1. Premessa

Oggetto della presente Relazione sono n. 1.144.285.146 azioni ordinarie UBI Banca (inclusive delle azioni proprie), oggetto dell'Offerta e costituenti, alla data odierna, l'intero capitale sociale di UBI Banca. Ciò significa che:

- L'oggetto della valutazione è rappresentato dal numero totale di azioni che, complessivamente considerate, costituiscono l'intero capitale sociale di UBI Banca e non dalla singola azione;
- La prospettiva da adottare nella valutazione coincide con quella di un soggetto che acquisisca il totale delle azioni ordinarie di UBI Banca. Tale prospettiva deve considerare la società oggetto di valutazione in un'ottica di funzionamento e *stand alone*, prescindendo, pertanto da specifiche sinergie realizzabili da un determinato acquirente attraverso una possibile integrazione, ma comunque tenendo conto del valore ad esse attribuibile da un operatore di mercato in ipotesi di acquisizione.

In base all'incarico ricevuto, la finalità della presente Relazione consiste nell'espressione di un parere autonomo ed indipendente, avuto riguardo alle disposizioni dell'art. 2343-ter del codice civile e, quindi, volto a verificare che il valore del bene oggetto del conferimento non sia inferiore a quello ad esso attribuito ai fini dell'aumento di capitale, comprensivo di sovrapprezzo. Scopo della stima è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificialmente incrementato. Va tuttavia considerata anche la sostanza economica dell'Offerta che rappresenta un'offerta per l'acquisizione della totalità delle azioni di UBI Banca. In tale tipologia di operazioni, il conferimento avviene a fronte del corrispettivo offerto dall'acquirente che deve rappresentare un'adeguata contropartita per i soggetti potenziali conferenti, pena la non adesione all'Offerta. Pertanto, se è generalmente accettato che le stime ai fini di conferimento siano ispirate al principio di prudenza, badando soprattutto all'accertamento dei valori in atto, e limitando il riconoscimento di componenti aventi carattere potenziale, nell'ambito di offerte pubbliche di scambio, la prudenza deve tenere conto del fatto che il conferimento ha luogo solo se il corrispettivo offerto è giudicato conveniente da entrambe le parti (offerente/conferitaria e azionisti/conferenti). Pertanto, la prudenza deve essere intesa come la verifica che il prezzo riconosciuto nell'ambito dell'Offerta sia un valore recuperabile, sulla base delle informazioni disponibili e secondo aspettative ragionevolmente condivisibili, a prescindere da benefici specifici che potranno derivare dall'integrazione, ovvero,

quindi, che il corrispettivo esprima il valore recuperabile per un generico *market participant* che acquisisse la totalità delle azioni UBI Banca.

Di conseguenza, in forza di quanto sopra, le analisi di valore sono state svolte prescindendo dalle sinergie nette e costi di integrazione specifici comunicati da ISP, ritenendo opportuno riflettere, invece, i premi mediamente pagati in operazioni similari.

3.2. Scelta delle metodiche della valutazione

I metodi di stima del capitale economico delle aziende si possono ricondurre concettualmente alle seguenti tipologie:

- Metodi basati sui dividendi attesi dall'investimento (metodo del *Dividend Discount Model*);
- Metodi basati sul ritorno finanziario atteso dall'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è atto a generare nel futuro, dal momento attuale alla sua completa liquidazione (metodo dei flussi di cassa attualizzati o *Discounted Cash Flow Method* o "DCF");
- Metodi basati sui redditi che l'investimento è atto a produrre nel futuro (metodo reddituale);
- Metodi basati sul "valore patrimoniale" odierno (metodo patrimoniale o metodo patrimoniale complesso);
- Metodologie che uniscono i principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali (metodo misto patrimoniale – reddituale, *Economic Profit*);
- Analisi comparativa di aziende simili (Metodo dei Multipli di Borsa, Metodo dell'Analisi di Regressione e Metodo dei Multipli delle Transazioni Comparabili);
- Metodo delle Quotazioni di Borsa e dei *Target Price* degli analisti (considerati rilevanti per le aziende quotate).

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la scelta del criterio valutativo risulti in funzione della finalità dell'operazione che ha richiesto la valutazione, della natura della società, del settore di attività di appartenenza e della quantità e qualità delle informazioni a disposizione.

La scelta delle metodologie per esprimere il *fair value* delle azioni di UBI Banca è stata effettuata considerando la finalità dell'incarico, la natura dell'attività dell'Emittente, il contesto complessivo di riferimento nonché le informazioni effettivamente disponibili.

Nella fattispecie, le analisi sono state sviluppate esclusivamente sulla base di informativa di natura pubblica. Sono stati tenuti in considerazione i risultati raggiunti storicamente a livello economico e patrimoniale di UBI Banca, i Dati Prospettici, le previsioni elaborate dagli analisti finanziari sulla futura *performance* di UBI Banca, nonché le Quotazioni di Borsa. Sulla base di tali informazioni, nello sviluppo delle nostre analisi, si è ritenuto opportuno utilizzare una pluralità di criteri.

In particolare, sono stati considerati:

- Il metodo delle Quotazioni di Borsa;
- Il metodo dei Multipli di Borsa;
- Il metodo dell'Analisi di Regressione;
- Il metodo dei *Target Price*; e
- Il metodo del *Dividend Discount Model* nella variante dell'*Excess Capital* (di seguito, anche "DDM").

L'individuazione del *fair value* delle Azioni dell'Emittente è stata effettuata in ottica "*ex dividend*" in conseguenza della tempistica dell'operazione che verrà eseguita dopo lo stacco del dividendo. Alle risultanze ottenute mediante l'applicazione dei criteri selezionati è stato, dunque, decurtato il *dividend per share* di UBI Banca pari ad Euro 0,130 (comunicato al mercato in data 10 febbraio 2020).

Inoltre, avuto riguardo alla sostanza economica della prospettata operazione nel suo complesso che, come illustrato, rappresenta un'offerta per l'acquisizione della totalità del capitale sociale dell'Emittente, si è ritenuto opportuno aggiungere, laddove applicabile, al *fair value* calcolato in una prospettiva *stand alone* un premio di controllo per tener conto del sovrappiù di valore generabile in capo all'azionista di maggioranza, quantificato sulla base di evidenze empiriche di operazioni similari e di studi desunti dalla dottrina.

Si fornisce, nel prosieguo, una breve descrizione delle metodologie di valutazione utilizzate nonché dell'applicazione delle stesse.

3.3. Il metodo delle Quotazioni di Borsa

Il Metodo delle Quotazioni di Borsa consiste nel riconoscere alle azioni di una società un valore pari a quello attribuitogli dal mercato borsistico nel quale tali azioni sono negoziate.

Secondo tale metodo, i corsi di Borsa di titoli azionari liquidi di società quotate in mercati efficienti rappresentano un indicatore affidabile del valore di una società, in quanto tendono a riflettere tutte le informazioni pubbliche relative alla società stessa. Il livello delle quotazioni esprime il risultato di un sistematico processo di negoziazione degli operatori di mercato che riflette la loro visione in merito ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e crescita prospettica della società oggetto di valutazione.

In tale ambito, i corsi azionari di una società si ritengono significativi quando i mercati di riferimento sono caratterizzati da un alto livello di efficienza, la liquidità dei titoli è elevata e quando l'arco temporale di riferimento è tale da neutralizzare possibili eventi di carattere eccezionale che generano fluttuazioni di breve periodo o tensioni speculative.

Nel caso specifico, si è ritenuto di applicare la metodica suddetta facendo riferimento:

- alla media dei prezzi di chiusura delle azioni di UBI Banca rispettivamente nell'ultimo mese e negli ultimi tre mesi antecedenti la data del 17 febbraio 2020, data di avvenuta comunicazione del lancio dell'Offerta. La scelta di tale orizzonte temporale deriva dalla volontà di incorporare

nella valutazione informazioni sufficientemente aggiornate sul quadro dell'azienda e sulle tendenze di fondo dei mercati finanziari di riferimento;

- all'applicazione di un premio di controllo alle risultanze dei calcoli dei corsi di borsa negli orizzonti sopra descritti, al fine di tenere in considerazione che tali prezzi esprimono una valorizzazione delle azioni relativa a pacchetti di minoranza. Tale premio è stato considerato al netto di una decurtazione riferibile all'attuale incertezza della situazione congiunturale e all'elevata volatilità dei valori di mercato dei titoli azionari osservata nel corso dell'ultimo mese.

3.4. Il metodo dei Multipli di Borsa

Il metodo dei multipli, nella sua variante dei multipli di mercato, si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (società quotate comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa delle società comparabili e le grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative ad esse relative.

Lo schema di applicazione di tale approccio di valutazione si articola nei seguenti punti:

- Identificazione delle società comparabili: l'appropriata selezione del campione di società comparabili rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia. La significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione. Nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali, il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.
- Definizione dell'intervallo temporale di riferimento: la determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; nel contempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale. Nel caso di specie si è fatto riferimento alla media dei prezzi di borsa dell'ultimo mese e degli ultimi tre mesi anteriori alla data di emissione della Relazione, al fine di riflettere nella valutazione le attuali tendenze dei mercati finanziari di riferimento.
- Determinazione dei multipli ritenuti più significativi: sussistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame.

- Applicazione dei multipli alle società in esame: i multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle corrispettive grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione.

Ai fini dello sviluppo di tale metodologia si è deciso di fare riferimento al multiplo Prezzo/Utili netti previsionali ("P/E"). Tale multiplo rappresenta un indicatore comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale sia a livello internazionale ed è in linea con la prassi professionale in sede di valutazione di istituti bancari.

Stante la disponibilità di Dati Prospettici, il multiplo P/E è stato applicato sull'utile netto atteso di pertinenza del Gruppo UBI Banca al 2022.

3.5. Il metodo dell'Analisi di Regressione

Il metodo dell'Analisi di Regressione (di seguito, anche "*Value Map*") stima il capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione sulla base della correlazione esistente tra la redditività prospettica del capitale ed il relativo premio o sconto espresso dai prezzi di Borsa rispetto al patrimonio netto per un campione di società comparabili quotate.

Tale criterio consiste nell'analisi della relazione esistente fra la redditività di una società (espressa, nel caso specifico, in termini di *Return on Average Tangible Equity*, di seguito "ROATE") attesa dal mercato ed il rapporto tra la capitalizzazione di mercato ed il valore di patrimonio netto tangibile per un campione di società quotate comparabili (multiplo "P/TBV"). Questa relazione può essere approssimata tramite una regressione dei dati riguardanti il ROATE ed il multiplo P/TBV per un campione significativo di società. Calcolati i parametri di questa relazione, se ritenuti statisticamente significativi, possono essere applicati al ROATE prospettico ed al patrimonio netto tangibile dell'azienda oggetto della valutazione per derivarne il valore teorico di mercato.

L'applicazione del metodo dell'Analisi di Regressione si articola nelle seguenti fasi:

- Determinazione del campione di società su cui effettuare l'Analisi di Regressione;
- Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per il ROATE;
- Calcolo del ROATE e del multiplo P/TBV per le società incluse nel campione;
- Scelta del tipo di regressione statistica da applicare;
- Determinazione del ROATE e del patrimonio netto tangibile della banca oggetto di valutazione;
- Applicazione, se statisticamente significativi, dei parametri della regressione statistica ai fini della determinazione di un valore di mercato indicativo per la banca oggetto di valutazione.

Come anticipato, in considerazione delle specificità operative e di *business* di UBI Banca, la *Value Map* è stata applicata, dunque, ponendo in relazione il multiplo P/TBV con il ROATE.

Alla luce della disponibilità di previsioni economico-patrimoniali future relative alle società comparabili selezionate ed a UBI Banca, la retta di regressione è stata costruita prendendo a riferimento il multiplo P/TBV atteso al 2021 e il ROATE atteso al 2022.

Anche ai fini dell'Analisi di Regressione si è fatto riferimento alla media dei prezzi di borsa rispettivamente dell'ultimo mese e degli ultimi tre mesi anteriori alla data di emissione della Relazione, al fine di riflettere nella valutazione le attuali tendenze dei mercati finanziari di riferimento.

3.6. Il metodo dei Target Price

La caratteristica principale di tale metodologia risiede nella possibilità di individuare il valore attribuibile alle aziende oggetto di valutazione, ritenuto ragionevole dal mercato ed espresso in ricerche pubblicate da uffici studio di operatori specializzati.

In particolare, sono stati considerati gli studi di case di investimento pubblicati post divulgazione dei dati di consuntivo al 31 dicembre 2019, nonché precedenti alla comunicazione al mercato del lancio dell'Offerta.

3.7. Il metodo del Dividend Discount Model nella variante dell'Excess of Capital

Il DDM assume che il valore del capitale economico di una banca sia pari alla somma di:

- Valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti senza incidere sul livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso; e
- Valore attuale del "Valore Terminale", ovvero il valore della banca al termine del periodo di previsione analitica dei flussi.

La metodologia del DDM stima pertanto il valore del capitale economico di una banca sulla base della seguente formula:

$$W = DIVa + VTa$$

dove:

- W: rappresenta il valore della banca oggetto di valutazione;
- DIVa: rappresenta il valore attuale dei dividendi attesi futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;
- VTa: rappresenta il valore attuale del Valore Terminale della banca.

La metodologia del DDM è stata applicata sulla base di:

- Patrimonio netto e requisiti patrimoniali di UBI Banca al 31 dicembre 2019;

- Flussi economici, patrimoniali e attività ponderate per il rischio per il periodo 2020-2022 desunti dai Dati Prospettici.

La metodologia del DDM prevede le seguenti fasi:

Fase 1. Identificazione dei flussi economici futuri e dell'arco temporale di riferimento

Ai fini della determinazione dei flussi economici per il periodo 2020-2022, si è fatto riferimento ai Dati Previsionali di UBI Banca.

Inoltre, per la stima dei massimi flussi di cassa distribuibili, è stato definito il livello minimo di patrimonializzazione necessario a garantire l'operatività della banca, quantificato in un CET 1 *Ratio Target* del 13,9% pari alla media dei CET 1 *Ratio* desunti dal campione di banche comparabili utilizzato per la stima del tasso di attualizzazione nonché per l'applicazione delle metodiche della valutazione dei multipli di borsa e dell'Analisi di Regressione illustrate precedentemente.

Fase 2. Determinazione del tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione dei flussi ("costo del capitale proprio") corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio (K_e) ed è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*, secondo la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \alpha$$

dove:

- R_f : rappresenta il "risk-free rate", ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio (nel caso in oggetto, si è fatto riferimento al valore puntuale del rendimento lordo dei BTP italiani decennali rilevato in data 10 marzo 2020, pari all'1,4%);
- β : rappresenta il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misurando la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato). Il fattore β applicato è pari a 1,3 ed è stato determinato sulla base dei dati storici rivenienti da un campione di società italiane ed europee quotate operanti nel settore bancario. Il periodo di osservazione per la determinazione del fattore β è di 5 anni, dalla data del 10 marzo 2020, e la frequenza della rilevazione è mensile;
- $R_m - R_f$: rappresenta il "market premium", ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento "risk-free" (nel caso di specie, il premio al rischio applicato è pari al 5,7%);
- α : rischio realizzativo. Si tratta di un coefficiente addizionale al fine di considerare la rischiosità connessa al raggiungimento degli obiettivi prefissati dei Dati Previsionali di UBI Banca. Lo stesso è stato stimato pari all'1,7%.

Tramite l'applicazione della metodologia esposta, il tasso di sconto ottenuto è pari al 10,2%.



Fase 3. Calcolo del Valore Terminale

Il Valore Terminale è stato calcolato attraverso l'applicazione della formula di Gordon, ipotizzando un tasso di crescita di lungo periodo pari all'1,5%, assunto pari al tasso di inflazione attesa nel lungo termine per l'Italia (fonte: *International Monetary Fund*) ed un K_e pari al 10,2% come sopra menzionato.

Sommando al Valore Terminale il valore dei flussi distribuibili agli azionisti per il periodo 2020 - 2022, si è determinato il *fair value* di UBI Banca.

4. SINTESI DEI RISULTATI RIVENIENTI DALL'APPLICAZIONE DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

A seguito dell'applicazione delle metodologie di valutazione selezionate, l'intervallo di valori per azione dell'Emittente (*ex dividend*, e incluso il premio di controllo) è compreso tra Euro 3,447 e Euro 4,498. Pertanto, si conferma che il *fair value* di UBI Banca, riferito a ciascuna azione di quest'ultima (*ex dividend*, e incluso il premio di controllo) non è inferiore a Euro 3,447.

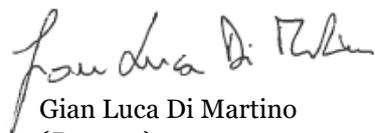


5. CONCLUSIONI

Tenuto conto delle finalità dell’Incarico riportate al paragrafo 1.1, delle ipotesi e limitazioni di cui al paragrafo 1.5, delle difficoltà di valutazione di cui al paragrafo 1.8 ed in considerazione dei risultati raggiunti con l’applicazione delle metodiche della valutazione riepilogate precedentemente, si ritiene di poter concludere che il *fair value* per azione di UBI Banca alla data del 17 febbraio 2020 è compreso tra Euro 3,447 ed Euro 4,498. Pertanto, si conferma che il *fair value* per ciascuna azione dell’Emittente (*ex dividend* e incluso il premio di controllo) oggetto di possibile conferimento nell’ambito dell’Aumento di Capitale a servizio dell’Offerta non è inferiore a Euro 3,447, estremo inferiore dell’intervallo identificato.

Milano, 13 marzo 2020

PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A.


Gian Luca Di Martino
(Partner)