



Milano, 15 giugno 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 annunciata 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 Wührer 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	5
1.3.	DATA DI RIFERIMENTO.....	6
1.4.	DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	6
1.5.	IPOTESI E LIMITAZIONI	7
1.6.	LAVORO SVOLTO	9
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 MARZO 2020	11
2.3.	DATI PREVISIONALI	16
3.	LA STIMA DEL <i>FAIR VALUE</i> DELLE AZIONI DELL'EMITTENTE	18
3.1.	PREMESSA.....	18
3.2.	SCELTA DELLE METODICHE DELLA VALUTAZIONE.....	19
3.3.	IL METODO DELLE QUOTAZIONI DI BORSA.....	20
3.4.	IL METODO DEI MULTIPLI DI BORSA	21
3.5.	IL METODO DELL'ANALISI DI REGRESSIONE	22
3.6.	IL METODO DEI TARGET PRICE	23
3.7.	IL METODO DEL DIVIDEND DISCOUNT MODEL NELLA VARIANTE DELL'EXCESS OF CAPITAL.....	23
4.	SINTESI DEI RISULTATI RIVENIENTI DALL'APPLICAZIONE DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE.....	25
5.	CONCLUSIONI.....	26

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 (o che comunque conferiscano azioni UBI Banca in ISP in esecuzione dell'obbligo di acquisto e/o diritto di acquisto ai sensi degli artt. 108 e 111 TUF, ove ne ricorrano i presupposti) 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 data 27 aprile 2020, l'Assemblea Straordinaria di ISP ha approvato la proposta di delega ad aumentare il capitale sociale al servizio dell'Offerta.

La delibera di attribuzione della Delega prevede la deliberazione dell'Aumento di Capitale da parte del Consiglio di Amministrazione entro il 31 dicembre 2020, anche in più *tranches* e in via scindibile, per un ammontare di capitale sociale pari a Euro 0,52 per ogni azione di nuova emissione (importo corrispondente al valore nominale implicito, arrotondato al secondo decimale, delle azioni di ISP attualmente emesse, calcolato dividendo l'attuale capitale sociale dell'Offerente per il numero delle azioni in circolazione) e, quindi, per un ammontare massimo di capitale sociale pari a Euro 1.011.548.072,60, oltre sovrapprezzo, con emissione di un numero massimo di 1.945.284.755 azioni ordinarie di ISP. Come anticipato, la Delega prevede l'esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del codice civile, in quanto le azioni di ISP di nuova emissione da

offrire in scambio sono riservate agli aderenti all'Offerta e saranno sottoscritte e liberate mediante conferimento a favore di ISP delle azioni UBI Banca portate in adesione all'Offerta (o comunque conferite in ISP in esecuzione dell'obbligo di acquisto e/o diritto di acquisto ai sensi degli artt. 108 e 111 TUF, ove ne ricorrano i presupposti).

In tale contesto, PwC è stata incaricata di rilasciare la relazione ex art. 2343-ter, lettera b), del codice civile con riferimento al *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").

In esecuzione dell'incarico conferitoci da ISP, in data 13 marzo 2020 abbiamo emesso la relazione sopra richiamata avente ad oggetto il *fair value* della partecipazione costituita da massime n. 1.144.285.146 azioni ordinarie dell'Emittente, ossia la totalità delle azioni che compongono il capitale sociale di UBI Banca ivi incluse le azioni proprie detenute dall'Emittente, oggetto di possibile Conferimento nell'ambito dell'Offerta. 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 indicato nella relazione emessa in data 13 marzo 2020 è risultato non inferiore a Euro 3,447, estremo inferiore dell'intervallo identificato. Successivamente, su richiesta dell'Offerente, in data 31 marzo 2020, abbiamo emesso un *Addendum* avente ad oggetto la stima del possibile impatto del mancato (della proroga del) pagamento del dividendo sull'utile 2019 da parte di UBI Banca, in un momento successivo alla chiusura dell'Offerta, sul *fair value* per azione di UBI Banca alla data del 17 febbraio 2020 (scenario *cum dividend*). Nello scenario *cum dividend* e incluso il premio per il controllo, il *fair value* per ciascuna azione dell'Emittente indicato nell'*Addendum* emesso in data 31 marzo 2020 è risultato non inferiore a Euro 3,577.

Successivamente all'emissione dei già menzionati documenti, ISP ha richiesto a PwC di emettere una nuova Relazione avente ad oggetto la stima del *fair value* della partecipazione costituita dalle azioni dell'Emittente oggetto di possibile Conferimento, per tener conto delle informazioni economiche e patrimoniali di UBI Banca disponibili al 31 marzo 2020.

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 e presuppone comunque una transazione che abbia per oggetto quanto meno l'acquisizione del controllo di UBI Banca.

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 8 maggio 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.

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.

Il 2 giugno 2020 la Banca Centrale Europea ha rilasciato la propria autorizzazione in relazione alle modifiche statutarie di ISP connesse all'aumento di capitale al servizio dell'Offerta, nonché alla computabilità delle azioni da emettersi in tale contesto tra i fondi propri di ISP quale capitale primario di classe 1. Successivamente, in data 5 giugno 2020, ISP ha ricevuto dalla Banca Centrale Europea l'autorizzazione preventiva all'acquisizione diretta di una partecipazione di controllo in UBI Banca, mediante l'Offerta.

1.3. Data di riferimento

La data di riferimento della valutazione è il 31 marzo 2020, coincidente con la data di riferimento dell'ultima situazione economica e patrimoniale dell'Emittente approvata dal Consiglio di Amministrazione di UBI Banca in data 8 maggio 2020.

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

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;
- Bilancio consolidato e individuale di UBI Banca al 31 dicembre 2019 assoggettato a revisione contabile completa da parte di Deloitte & Touche S.p.A. che ha emesso la propria relazione in

data 6 marzo 2020;

- Comunicato stampa inclusivo dei risultati al 31 marzo 2020 di UBI Banca;
- Resoconto Intermedio di gestione di UBI Banca al 31 marzo 2020;
- Verbale dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti dell'Offerente tenutasi il 27 aprile 2020;
- Stime tratte dal Consensus degli analisti attinenti all'evoluzione delle *performance* economiche e patrimoniali di UBI Banca per l'esercizio in corso e per gli esercizi successivi al 2020 e 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, fino alla data di emissione della presente Relazione.

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 contenuti 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 marzo 2020, comunicata al mercato in data 8 maggio 2020; nell'ambito del nostro Incarico non abbiamo avuto accesso al Management di UBI Banca ed alla società di revisione dell'Emittente. Gli schemi del resoconto intermedio di gestione sono stati sottoposti, al fine dell'inclusione dell'utile di periodo nel capitale primario di classe 1, a revisione contabile limitata da parte della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A. al solo scopo del rilascio dell'attestazione prevista dall'art. 26 (2) del Regolamento dell'Unione Europea n. 575/2013 e dalla Decisione della Banca Centrale Europea n. 2015/656. 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 marzo 2020 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 ("Piano Industriale" o "Dati Previsionali"), 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 connaturati 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 informazioni di dettaglio in merito alla 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, al 31 marzo 2020 e dei Dati Previsionali comunicati al mercato in data 17 febbraio 2020;
- Analisi delle stime fornite dal Consensus degli analisti in merito ai risultati economico-patrimoniali attesi di UBI Banca;
- 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 Previsionali e le proiezioni desunte dal Consensus degli analisti 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 specifiche informazioni in merito alla variazione del Piano Industriale

divulgato alla comunità finanziaria in data 17 febbraio 2020 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 su orizzonti temporali ritenuti congrui in considerazione del contesto di riferimento, 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 ulteriore aggiornamento della presente 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:

- Parvus Asset Management Europe Limited, con una quota sul capitale sociale dell'Emittente pari a 7,933%;
- Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo, con una quota sul capitale sociale dell'Emittente pari a 5,910%;
- Silchester International Investors LLP, con una quota sul capitale sociale dell'Emittente pari a 5,123%;
- Fondazione Banca del Monte di Lombardia, con una quota sul capitale sociale dell'Emittente pari a 4,959%;
- 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 (i) il patto parasociale noto come "CAR" (complessivamente titolare di una quota pari al 18,95%); il c.d. "Patto dei Mille" (1,603%); e (iii) il c.d. "Sindacato Azionisti UBI Banca S.p.A." (7,67%).

2.2. Situazione patrimoniale ed economica di UBI Banca al 31 marzo 2020

Si riporta di seguito la situazione economica e patrimoniale consolidata di UBI Banca al 31 marzo 2020 ed il confronto con i dati di consuntivo al 31 dicembre 2019, al 31 marzo 2019 e al 31 dicembre 2018.

Conto Economico Consolidato di UBI Banca

Conto Economico (€m)	31.03.20	31.12.19	31.03.19	31.12.18
Interessi attivi e proventi assimilati	507,0	2.180,4	551,0	2.220,1
Interessi passivi e oneri assimilati	(80,4)	(377,9)	(87,8)	(346,8)
Margine di interesse	426,5	1.802,5	463,2	1.873,3
Commissioni attive	482,3	1.894,9	456,7	1.779,2
Commissioni passive	(60,5)	(229,3)	(55,0)	(198,2)
Commissioni nette	421,7	1.665,6	401,6	1.580,9
Altri oneri e proventi operativi	42,6	115,4	44,4	28,6
Margine di intermediazione	890,9	3.583,5	909,3	3.482,8
Rettifiche/riprese di valore nette per rischio di credito	(157,1)	(744,1)	(130,0)	(638,3)
Utili/perdite da modifiche contrattuali senza cancellazioni	(8,8)	(25,3)	(5,2)	(37,4)
Risultato della gestione finanziaria	724,9	2.814,1	774,1	2.807,1
Premi netti	86,1	314,3	74,5	373,8
Saldo altri proventi/oneri della gestione assicurativa	(75,9)	(337,2)	(81,0)	(396,1)
Risultato netto della gestione finanziaria e assicurativa	735,1	2.791,3	767,6	2.784,8
Spese per il personale	(355,0)	(1.561,3)	(428,1)	(1.545,9)
Altre spese amministrative	(235,5)	(932,3)	(242,6)	(1.024,6)
Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri	(0,0)	(24,8)	(4,0)	19,4
Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali	(36,4)	(157,6)	(33,9)	(90,9)
Rettifiche/riprese di valore nette su attività immateriali	(20,8)	(77,6)	(18,5)	(75,6)
Altri oneri/proventi di gestione	67,6	283,1	73,1	293,5
Costi operativi	(580,1)	(2.470,5)	(654,0)	(2.424,1)
Altri oneri/proventi	(0,8)	46,4	6,6	29,9
Utile (perdita) dell'operatività corrente al lordo di imposte	154,2	367,2	120,1	390,7
Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente	(52,4)	(82,1)	(30,3)	60,8
Utile (Perdita) dell'operatività corrente al netto di imposte	101,9	285,0	89,8	451,5
Utile (Perdita) del periodo di pertinenza di terzi	(8,3)	(33,8)	(6,4)	(25,9)
Utile (Perdita) del periodo di pertinenza della capogruppo	93,6	251,2	83,4	425,6

Fonte: UBI Banca prospetti e schemi consolidati al 31.03.2020

Con riferimento ai dati annuali 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).

Con riferimento ai dati trimestrali, nei primi tre mesi del 2020 UBI Banca ha conseguito un margine di intermediazione pari ad Euro 890,9m, in riduzione del 2% circa rispetto al primo trimestre 2019 (pari a

Euro 909,3m). Questa variazione è frutto, a sua volta, di un decremento degli interessi netti, che si attestano ad Euro 426,5m a marzo 2020 (*versus* Euro 463,2m a marzo 2019) e degli altri oneri e proventi operativi, pari ad Euro 42,6m a marzo 2020 (da Euro 44,4m di marzo 2019), in parte compensato dall'aumento delle commissioni nette, pari a Euro 421,7m a marzo 2020 (da Euro 401,6m a marzo 2019).

Le rettifiche di valore nette per rischio di credito ammontano ad Euro 157,1m a marzo 2020, in aumento di oltre il 20% rispetto al valore registrato nel primo trimestre del 2019 (pari a Euro 130,0m).

Gli oneri operativi del primo trimestre 2020 ammontano a Euro 580,1m e sono principalmente costituiti da spese per il personale per Euro 355,0m e altre spese amministrative per Euro 235,5m. Rispetto al dato del primo trimestre 2019 (Euro 654,0m), gli oneri operativi mostrano una riduzione di ca. l'11%.

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 chiuso il primo trimestre 2020 conseguendo un utile netto pari ad Euro 93,6m (*versus* un utile di Euro 83,4m raggiunto nel primo trimestre 2019).

Stato Patrimoniale Consolidato di UBI Banca

Attivo (€m)	31.03.20	31.12.19	31.03.19	31.12.18
Cassa e disponibilità liquide	543,3	694,8	606,5	735,2
Attività finanziarie valutate al fair value con impatto a conto economico	2.445,7	1.758,7	1.504,1	1.463,5
<i>a) attività finanziarie detenute per la negoziazione</i>	1.139,8	428,0	455,2	405,7
<i>b) attività finanziarie designate al fair value</i>	8,6	10,3	8,9	11,0
<i>c) altre attività finanziarie obbligatoriamente valutate al fair value</i>	1.297,4	1.320,5	1.040,0	1.046,8
Attività finanziarie valutate al fair value con impatto OCI	11.476,0	12.221,6	11.237,5	10.726,2
Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato	101.689,2	101.736,3	103.161,9	102.798,6
<i>a) crediti verso banche</i>	9.467,2	11.921,3	11.407,4	10.065,9
<i>b) crediti verso clientela</i>	92.222,0	89.815,0	91.754,5	92.732,7
Derivati di copertura	34,0	35,1	20,3	44,1
Adegumento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica	651,6	547,0	320,4	97,4
Partecipazioni	293,7	287,4	263,3	254,1
Riserve tecniche a carico dei riassicuratori	0,1	-	-	-
Attività materiali	2.590,5	2.298,1	2.405,1	1.965,2
Attività immateriali	1.731,4	1.739,9	1.721,7	1.729,7
<i>di cui avviamento</i>	1.465,3	1.465,3	1.465,3	1.465,3
Attività fiscali	3.748,2	3.740,0	4.121,2	4.210,4
<i>a) correnti</i>	1.075,5	1.084,4	1.321,5	1.376,6
<i>b) anticipate</i>	2.672,6	2.655,6	2.799,7	2.833,8
- di cui alla Legge 214/2011	1.764,1	1.794,3	1.783,9	1.805,0
Attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione	291,8	265,4	10,3	3,0
Altre attività	997,1	1.201,0	1.357,2	1.278,7
Totale dell'attivo	126.492,6	126.525,3	126.729,4	125.306,2

Fonte: UBI Banca prospetti e schemi consolidati al 31.03.2020

Il totale dell'attivo di UBI Banca al 31 marzo 2020 si attesta ad Euro 126.492,6m, un valore pressoché in linea rispetto al dato al 31 dicembre 2019 (pari a Euro 126.525,3m). Esso è costituito principalmente da:

- Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato per Euro 101.689,2m (in linea rispetto al 31 dicembre 2019) che si compongono, a loro volta, di crediti verso clientela per Euro 92.222,0m

e crediti verso banche per Euro 9.467,2m. Per quanto concerne i crediti deteriorati, al 31 marzo 2020 l'ammontare lordo rappresenta il 7,5% del totale dei crediti lordi verso clientela (in calo rispetto al dato registrato alla fine dell'esercizio 2019 pari al 7,8%);

- Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva per Euro 11.476,0m, in riduzione rispetto all'ammontare del 31 dicembre 2019 (pari a Euro 12.221,6m);
- Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico per Euro 2.445,7m *versus* Euro 1.758,7m del 31 dicembre 2019;
- Attività materiali per Euro 2.590,5m, in incremento di ca. il 13% rispetto a dicembre 2019 (Euro 2.298,1m);
- Attività immateriali per Euro 1.731,4m (sostanzialmente invariate rispetto all'esercizio precedente), costituite prevalentemente da avviamento (pari ad Euro 1.465,3m);
- Attività fiscali per Euro 3.748,2m (in linea rispetto al dato del 31 dicembre 2019 pari a Euro 3.740,0m) e composte da attività fiscali correnti per Euro 1.075,5m e da attività fiscali anticipate per Euro 2.672,6m;
- Altre componenti dell'attivo per complessivi Euro 2.811,6m, tra cui si annoverano:
 - cassa e disponibilità liquide per Euro 543,3m, in riduzione rispetto al dato di dicembre 2019 pari a Euro 694,8m;
 - derivati di copertura per Euro 34,0m, in lieve calo rispetto al dato di dicembre 2019 pari a Euro 35,1m;
 - adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica per Euro 651,6m, in aumento rispetto al dato di dicembre 2019 pari a Euro 547,0m;
 - partecipazioni per Euro 293,7m, in aumento rispetto al dato di dicembre 2019 pari a Euro 287,4m;
 - attività non correnti e gruppi in via di dismissione per Euro 291,8m, in aumento rispetto al dato di dicembre 2019 pari a Euro 265,4m;
 - da ultimo, altre attività per Euro 997,1m, in riduzione rispetto al dato di dicembre 2019 pari a Euro 1.201,0m.

Passivo e patrimonio netto (€m)	31.03.20	31.12.19	31.03.19	31.12.18
Passività finanziarie valutate al costo ammortizzato	108.386,7	109.795,0	111.409,6	109.445,7
<i>a) debiti verso banche</i>	14.497,5	14.368,0	17.776,5	17.234,6
<i>b) debiti verso clientela</i>	71.435,7	72.577,3	69.830,4	68.421,4
<i>c) titoli in circolazione</i>	22.453,5	22.849,8	23.802,6	23.789,7
Passività finanziarie di negoziazione	617,7	555,3	461,3	411,0
Passività finanziarie designate al fair value	285,4	197,6	124,3	105,8
Derivati di copertura	575,9	386,8	107,0	110,8
Adeguamento di valore delle passività finanziarie oggetto di copertura generica (+/-)	156,0	145,2	124,8	74,3
Passività fiscali	300,3	170,9	166,5	162,3
<i>a) correnti</i>	80,2	64,5	31,8	30,3
<i>b) differite</i>	220,1	106,4	134,7	132,0
Passività associate ad attività in via di dismissione	-	2,3	-	-
Altre passività	3.145,8	2.735,8	2.271,2	3.092,9
Trattamento di fine rapporto del personale	264,8	289,6	307,9	306,7
Fondi per rischi e oneri:	448,5	489,5	495,3	505,2
<i>a) impegni e garanzie rilasciate</i>	54,3	54,0	54,0	64,4
<i>b) quiescenza e obblighi simili</i>	85,0	86,8	87,1	91,9
<i>c) altri fondi per rischi ed oneri</i>	309,2	348,7	354,2	348,8
Riserve tecniche	2.149,2	2.210,3	1.962,5	1.877,4
Riserve da valutazione	(14,1)	(79,9)	(274,4)	(298,6)
Strumenti di Capitale	397,9	-	-	-
Riserve	3.508,6	3.207,8	3.350,0	2.923,6
Sovrapprezzi di emissione	3.294,6	3.294,6	3.294,6	3.294,6
Capitale	2.843,2	2.843,2	2.843,2	2.843,2
Azioni proprie (-)	(28,1)	(28,1)	(28,5)	(25,1)
Utile (perdita) di periodo (+/-)	93,6	251,2	82,2	425,6
Patrimonio netto di pertinenza della capogruppo	10.095,7	9.488,7	9.267,0	9.163,3
Patrimonio di pertinenza di terzi (+/-)	66,5	58,2	32,1	50,8
Totale del passivo e del patrimonio netto	126.492,6	126.525,3	126.729,4	125.306,2

Fonte: UBI Banca prospetti e schemi consolidati al 31.03.2020

Le passività di UBI Banca al 31 marzo 2020 sono costituite principalmente da:

- Passività finanziarie valutate al costo ammortizzato per Euro 108.386,7m, in riduzione rispetto all'ammontare di dicembre 2019 pari a Euro 109.795,0m. Al 31 marzo 2020, le passività in parola sono composte da debiti verso clientela per Euro 71.435,7m, da titoli in circolazione per Euro 22.453,5m e da debiti verso banche per Euro 14.497,5m;
- Riserve tecniche derivanti dall'esercizio dell'attività assicurativa per Euro 2.149,2m, in riduzione rispetto all'ammontare di dicembre 2019 (pari a Euro 2.210,3m);
- Trattamento di fine rapporto del personale per Euro 264,8m e fondo per rischi e oneri per Euro 448,5m *versus*, rispettivamente, Euro 289,6m e a Euro 489,5m di dicembre 2019;
- Altre componenti del passivo pari complessivamente ad Euro 5.081,2m, tra cui:
 - passività finanziarie di negoziazione per Euro 617,7m, in aumento rispetto al dato di dicembre 2019 (pari a Euro 555,3m);
 - derivati di copertura per Euro 575,9m, in aumento rispetto all'ammontare di dicembre 2019 (pari a Euro 386,8m);

- passività finanziarie designate al *fair value* per Euro 285,4m, in aumento rispetto al dato di dicembre 2019 (pari a Euro 197,6m);
- passività fiscali per Euro 300,3m *versus* Euro 170,9m di dicembre 2019;
- adeguamento di valore delle passività finanziarie oggetto di copertura generica per Euro 156,0m, in aumento rispetto al dato di dicembre 2019 (pari a Euro 145,2m);
- da ultimo, altre passività per Euro 3.145,8m, in aumento rispetto al dato di dicembre 2019 (pari a Euro 2.735,8m).

Il patrimonio netto consolidato di UBI Banca al 31 marzo 2020 risulta pari a Euro 10.162,2m, comprensivo del patrimonio netto di pertinenza di terzi pari ad Euro 66,5m. Il patrimonio netto di pertinenza della capogruppo ammonta, dunque, complessivamente a Euro 10.095,7m 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 3.494,5m;
- Azioni proprie per Euro -28,1m;
- Utile netto di periodo, pari a Euro 93,6m.

Infine, al 31 marzo 2020, il CET1 *Ratio* di UBI Banca si attesta al 12,9% (*fully loaded*) rispetto al 12,3% a fine 2019, mentre il Total Capital *Ratio* risulta pari al 17,1% (*fully loaded*) in incremento di ca. 122 bps rispetto al dato di dicembre 2019 (15,9%).

2.3. Dati Previsionali

I Dati Previsionali di UBI Banca illustrati nel prosieguo sono stati divulgati 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)	31.12.19A	31.12.22E	CAGR '19-'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 (%) (escl. Contributi di sistema)	62,1%	58,1%	
Utile netto stated	251,2	665,0	38,3%
Utile netto normalizzato	352,9	665,0	23,5%
ROTE normalizzato (%)	4,7%	8,3%	
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	0,0%
di cui in bonis	79,5	81,0	0,6%
Incidenza crediti deteriorati lordi (%)	7,8%	5,2%	
Copertura crediti deteriorati lordi (inclusi stralci)	50,9%	51,5%	
Rettifiche nette su crediti verso la clientela	(738,4)	(387,0)	-19,4%
Costo del credito (bps)	87	46	
CET 1 ratio (%)	12,3%	12,5%	
Texas ratio (%)	55,6%	32,6%	
RWA	58.086,3	61.527,0	1,9%
Patrimonio netto tangibile	7.498,0	8.056,0	2,4%

Fonte: UBI Banca Business Plan 2022

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.

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).

Il Management di UBI Banca stimava, prima della pandemia da COVID-19, di poter raggiungere, un utile netto d'esercizio al 2022 pari a Euro 665,0m, rispetto a Euro 251,2m del 2019 (Euro 353m al netto delle poste non ricorrenti), e un ROTE normalizzato alla stessa data dell'8,3%.

Per quanto concerne la remunerazione agli azionisti, il *Pay-out Ratio* medio dichiarato dal Management di UBI Banca nell'orizzonte di piano, prima della pandemia da COVID-19, era del 40%, coerentemente 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%.

Nel resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2020, ed, in particolare, nella sezione dedicata alla descrizione dei “*Fatti di rilievo successivi alla chiusura del trimestre e prevedibile evoluzione della gestione consolidata*”, UBI Banca ha confermato per l’anno in corso la sostanziale tenuta del margine di interesse per effetto dei provvedimenti intrapresi da parte delle istituzioni nazionali e internazionali miranti a mitigare l’impatto dell’emergenza COVID-19, mentre è atteso un indebolimento della componente commissionale derivante dalle transazioni in relazione al rallentamento dell’economia, nonché della componente commissionale legata al risparmio gestito che risentirà della crisi nella prima parte dell’anno in corso, ma dipenderà dall’andamento dei mercati nella seconda parte del 2020. In relazione al costo del credito, secondo le attese del Management dell’Emittente, esso sarà più elevato di quanto previsto per il primo anno del Piano Industriale ancorché mitigato dall’utilizzo degli strumenti di sostegno offerti dai recenti provvedimenti. UBI Banca ha rilevato maggiori accantonamenti sulle inadempienze probabili nei settori più esposti alla crisi, con un impatto sul primo trimestre di circa Euro 50m (e un costo del credito complessivamente pari a 73 punti base).

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 e presuppone comunque una transazione che abbia per oggetto quanto meno l’acquisizione del controllo di UBI Banca;
- 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 da UBI Banca, i Dati Previsionali, 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").

Con riferimento ai Dati Previsionali di UBI Banca, avuto riguardo (i) alle comunicazioni al mercato fornite nel resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2020, illustrate nel precedente paragrafo 2.3, e ai conseguenti scostamenti per l'anno in corso rispetto agli obiettivi prefissati nel Piano Industriale non puntualmente quantificabili, (ii) all'incertezza in merito alla traguardabilità degli obiettivi prefissati nel Piano Industriale per gli esercizi successivi al corrente nella misura e secondo le tempistiche prospettate dal Management dell'Emittente e, (iii) alla disponibilità di stime in merito alle proiezioni economiche e patrimoniali riferibili a UBI Banca desunte dal Consensus degli analisti, laddove applicabile, si è ritenuto ragionevole fare riferimento a queste ultime nello sviluppo delle metodiche della valutazione.

L'individuazione del *fair value* delle Azioni dell'Emittente è stata effettuata in ottica "*cum dividend*" in conseguenza della proroga del pagamento del dividendo sull'utile del 2019 da parte di UBI Banca deliberata dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente in data 31 marzo 2020, alla luce della Raccomandazione della Banca Centrale Europea del 27 marzo 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 ricorda che nella relazione di stima emessa in data 13 marzo 2020, nell'applicazione della metodica suddetta si è fatto 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.

In considerazione delle modalità di applicazione del metodo delle Quotazioni di Borsa descritto sopra e dell'andamento positivo dei mercati finanziari e del titolo UBI Banca nel periodo che intercorre tra il 13 marzo 2020 (data di emissione della precedente relazione di stima) e la data della presente Relazione, si è ritenuto opportuno confermare l'intervallo di valori per azione già determinato.

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. Nella presente analisi, si è fatto riferimento alla media dei prezzi di borsa degli ultimi quattro mesi e degli ultimi sei mesi anteriori alla data di emissione della Relazione. Tale orizzonte temporale è stato ritenuto congruo al fine riflettere le attuali tendenze dei mercati finanziari di riferimento e, al contempo, di mitigare le significative oscillazioni che l'emergenza sanitaria in essere ha prodotto sulla formazione dei prezzi nel periodo recente.
- 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.

Il multiplo P/E è stato applicato sull'utile netto atteso di pertinenza del Gruppo UBI Banca al 2022 desunto dal Consensus degli analisti.

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 fornite dal Consensus degli analisti, 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 degli ultimi quattro mesi e degli ultimi sei mesi anteriori alla data di emissione della Relazione.

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 fino alla data di emissione della presente Relazione.

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 marzo 2020;
- Flussi economici, patrimoniali e attività ponderate per il rischio per il periodo 2020-2023 desunti dal Consensus degli analisti.

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 2020-2023, si è fatto riferimento alle previsioni economiche e patrimoniali di UBI Banca fornite dal Consensus degli analisti.

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 12,6% pari alla media dei CET 1 *Ratio* desunti dal campione di banche comparabili al 31 marzo 2020 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 giugno 2020, pari all'1,5%);
- 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 giugno 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 5,5%);
- α : rischio realizzativo. Si tratta di un coefficiente addizionale al fine di considerare la rischiosità connessa al raggiungimento dei risultati di UBI Banca attesi dagli analisti. 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 allo 0,7%, assunto pari al tasso di inflazione attesa 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 - 2023, 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 (*cum dividend*, e incluso il premio di controllo) è compreso tra Euro 3,577 e Euro 4,406. Pertanto, si conferma - come già espresso nella relazione del 31 marzo 2020 - che il *fair value* di UBI Banca, riferito a ciascuna azione di quest’ultima non è inferiore a Euro 3,577 (*cum dividend* e incluso il premio di controllo).




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 31 marzo 2020 è compreso tra Euro 3,577 ed Euro 4,406 (*cum dividend*). Pertanto, si conferma che il *fair value* per ciascuna azione dell'Emittente oggetto di possibile Conferimento nell'ambito dell'Aumento di Capitale a servizio dell'Offerta non è inferiore a Euro 3,577 *cum dividend* e incluso il premio di controllo, estremo inferiore dell'intervallo identificato.

Milano, 15 giugno 2020

PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A.


Gian Luca Di Martino
(Partner)