

IL PRESENTE DOCUMENTO NON DEVE ESSERE DIVULGATO, PUBBLICATO O DISTRIBUITO, IN TUTTO O IN PARTE, DIRETTAMENTE O INDIRETTAMENTE, NEGLI STATI UNITI D'AMERICA, IN AUSTRALIA, IN CANADA O IN GIAPPONE (O IN ALTRI PAESI IN CUI LA SUA DIVULGAZIONE, PUBBLICAZIONE O DISTRIBUZIONE COSTITUISCA UNA VIOLAZIONE DELLE LEGGI O REGOLAMENTAZIONI APPLICABILI IN TALE GIURISDIZIONE). LE INFORMAZIONI FORNITE IN QUESTO DOCUMENTO NON COSTITUISCONO UN'OFFERTA DI VENDITA DI STRUMENTI FINANZIARI O UNA SOLLECITAZIONE DI UN'OFFERTA DI ACQUISTO DI ALCUNO STRUMENTO FINANZIARIO NEGLI STATI UNITI D'AMERICA, NEGLI ALTRI PAESI O IN QUALSIASI ALTRA GIURISDIZIONE IN CUI TALE OFFERTA O SOLLECITAZIONE NON SIA AUTORIZZATA OVVERO AD ALCUNA PERSONA A CUI NON SIA CONSENTITO DALLA LEGGE FARE TALE OFFERTA O SOLLECITAZIONE



Milano, 14 marzo 2025

Spettabile
BPER Banca S.p.A.
Via San Carlo 8/20
41121 Modena

Relazione ex art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 453.385.777 azioni ordinarie di Banca Popolare di Sondrio S.p.A. oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio volontaria totalitaria promossa da BPER Banca S.p.A. in data 6 febbraio 2025 ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106, comma 4, del D.Lgs 24 febbraio 1998 n. 58 come successivamente modificato

BPER Banca S.p.A. ha dato incarico a PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l. divisione *Deals – financial services* (“PwC” o “PwC Deals”) di rilasciare la relazione ex art. 2343-ter, comma 2, lettera b), c.c. con riferimento al *fair value* di massime n. 453.385.777 azioni ordinarie di Banca Popolare di Sondrio S.p.A. oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio volontaria totalitaria, 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 Banca Popolare di Sondrio S.p.A., promossa da BPER Banca S.p.A. in data 6 febbraio 2025 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 26 febbraio 2025, 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 Business Services Srl

Società a responsabilità limitata a socio unico

Sede legale: Milano 20145 Piazza Tre Torri 2 Tel. 02 725091 Cap. Soc. Euro 100.000,00 i.v. - C.F. e P.IVA e Reg. Imprese Milano Monza Brianza Lodi 06234620968 – Altri Uffici: **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 080 5640311 Fax 080 5640349 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 051 6186211 - **Brescia** 25121 Viale Duca d'Aosta 28 Tel. 030 3697501 - **Cagliari** 09125 Viale Diaz 29 Tel. 070 6848774 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 055 2482811 Fax 055 2482899 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 010 29041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 081 36181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049 873431 Fax 049 8734399 | Rubano 35030 Via Belle Putte 36 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091 6256313 Fax 091 7829221 | 90139 Via Roma 457 Tel. 091 6752111 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521 275911 Fax 0521 781844 - **Pescara** 65127 Piazza Ettore Troilo 8 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06 6920731 Fax 06 69207330 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011 5773211 Fax 011 5773299 - **Trento** 38121 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461 237004 Fax 0461 239077 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422 315711 Fax 0422 315798 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 040 3480781 Fax 040 364737 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 045 8263001

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



INDICE

1.	INTRODUZIONE.....	4
1.1.	OGGETTO DELLA RELAZIONE E TERMINI DELL'INCARICO.....	4
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.	RESTRIZIONI 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.....	11
2.1.	PROFILO DI BPSO.....	11
2.2.	SITUAZIONE PATRIMONIALE ED ECONOMICA DI BPSO AL 31 DICEMBRE 2024.....	11
2.3.	PIANO INDUSTRIALE.....	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.....	19
3.5.	IL METODO DELL'ANALISI DI REGRESSIONE.....	20
3.6.	IL METODO DEL DIVIDEND DISCOUNT MODEL NELLA VARIANTE DELL'EXCESS CAPITAL.....	21
4.	CONCLUSIONI.....	23



1. INTRODUZIONE

1.1. Oggetto della Relazione e termini dell'Incarico

In data 6 febbraio 2025, BPER Banca S.p.A. (di seguito, "**BPER**" 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 volontaria totalitaria 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 Banca Popolare di Sondrio S.p.A. (di seguito, l'"**Emittente**" o "**BPSO**"), con godimento regolare, quotate su Euronext Milan gestito e organizzato da Borsa Italiana S.p.A. (il "**Comunicato**").

In particolare, l'Offerta ha ad oggetto massime n. 453.385.777 azioni ordinarie, ossia la totalità delle azioni emesse alla data del 6 febbraio 2025 da BPSO ivi incluse le azioni proprie detenute, direttamente o indirettamente, dall'Emittente (di seguito, le "**Azioni dell'Emittente**").

Per ciascuna azione dell'Emittente portata in adesione all'Offerta, BPER offrirà un corrispettivo unitario, fatti salvi eventuali aggiustamenti previsti dall'Offerta (secondo quanto indicato nel paragrafo 3.2.1 del Comunicato), pari a n. 1,450 azioni ordinarie dell'Offerente di nuova emissione (il "**Corrispettivo**"). Pertanto, come precisato dall'Offerente, per ogni 20 azioni dell'Emittente portate in adesione all'Offerta saranno corrisposte n. 29 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 BPSO in BPER 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. 657.409.377 azioni ordinarie di nuova emissione dell'Offerente rivenienti dall'aumento di capitale a servizio dell'Offerta (l'"**Aumento di Capitale**") che, alla data del pagamento del Corrispettivo, rappresenteranno circa il 31,6% del capitale sociale dell'Offerente assumendo che l'Aumento del Capitale a servizio dell'Offerta sia stato interamente sottoscritto. Per quanto concerne l'Aumento di Capitale, in data 6 febbraio 2025, il Consiglio di Amministrazione di BPER ha deliberato di sottoporre all'Assemblea Straordinaria dell'Offerente, convocata per il 18 aprile 2025, la proposta di delegare al Consiglio di Amministrazione, 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 conferimento in natura delle Azioni dell'Emittente portate in adesione all'Offerta, o comunque conferite in esecuzione dell'obbligo e/o diritto di acquisto ex artt. 108 e 111 del TUF, ove ne ricorrano i presupposti (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. 657.409.377 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, comma 2, lettera b) del codice civile con riferimento al *fair value* delle Azioni dell'Emittente oggetto di possibile Conferimento nell'ambito dell'Offerta (di seguito, anche i "**Servizi**").

Oggetto della presente Relazione sono n. 453.385.777 azioni ordinarie BPSO (inclusive delle azioni proprie), oggetto dell'Offerta e costituenti, alla data odierna, l'intero capitale sociale di BPSO. Ciò significa che l'oggetto della valutazione è rappresentato dal numero totale di azioni che, complessivamente considerate, costituiscono l'intero capitale sociale di BPSO e non dalla singola



azione e presuppone comunque una transazione che abbia per oggetto quanto meno l'acquisizione del controllo di BPSO nella forma dell'influenza dominante (si rimanda al paragrafo 1.2 ed al Comunicato per ulteriori dettagli in merito alle condizioni soglia dell'Offerta).

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

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 BPER, né nelle decisioni in merito alla convenienza o fattibilità dell'Offerta.

Abbiamo infine ottenuto attestazione dal rappresentante legale di BPER 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. 453.385.777 azioni ordinarie dell'Emittente, con godimento regolare, quotate su Euronext Milan, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., rappresentanti la totalità del capitale sociale dell'Emittente ivi incluse le azioni proprie detenute, direttamente o indirettamente, da BPSO. BPER riconoscerà per ciascuna Azione dell'Emittente portata in adesione all'Offerta il Corrispettivo (pari a 1,450 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 5 febbraio 2025 (pari a Euro 6,570 *cum dividend*), il Corrispettivo esprime una valorizzazione pari a Euro 9,527 (con arrotondamento alla terza cifra decimale) per ciascuna Azione dell'Emittente.

La valorizzazione incorpora un premio del 6,6% rispetto al prezzo ufficiale delle Azioni dell'Emittente rilevato alla chiusura del 5 febbraio 2025 (pari a Euro 8,934). Tale premio raggiunge il 10,3%, prendendo in considerazione la media dei prezzi ufficiali delle azioni dell'Emittente nei tre mesi precedenti il 5 febbraio 2025.

In caso di integrale adesione all'Offerta, agli azionisti dell'Emittente che avessero aderito all'Offerta saranno assegnate complessivamente massime n. 657.409.377 azioni ordinarie di nuova emissione di BPER rivenienti dall'Aumento di Capitale al servizio dell'Offerta.

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 26 febbraio 2025, BPER 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 almeno al 50% più una azione 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 35% più una azione del capitale sociale dell'Emittente.

1.3. Data di riferimento

La data di riferimento della presente Relazione è il 31 dicembre 2024, coincidente con la data di riferimento dell'ultima situazione economica e patrimoniale dell'Emittente approvata dal Consiglio di Amministrazione di BPSO e comunicata al mercato in data 6 febbraio 2025.

I parametri 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 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 a BPSO, 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:

- Comunicazione ai sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti divulgata al mercato da BPER in data 6 febbraio 2025;
- Comunicato divulgato al mercato da BPSO in data 6 febbraio 2025, relativo all'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione dei risultati preliminari consolidati al 31 dicembre 2024;
- Comunicato divulgato al mercato in data 7 febbraio 2025 da BPSO;
- Comunicato divulgato al mercato in data 11 febbraio 2025 da BPSO;
- Comunicato divulgato al mercato da BPER in data 13 febbraio 2025 relativo al deposito del documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parte correlata redatto ai sensi dell'art. 5 ed in conformità allo schema di cui all'Allegato 4 del Regolamento approvato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato;
- Comunicato divulgato al mercato in data 25 febbraio 2025 da BPSO;
- Comunicato stampa ai sensi dell'art. 37-ter, comma 3, del Regolamento Emittenti divulgato al mercato da BPER in data 26 febbraio 2025;



- Comunicato divulgato al mercato dall’Emittente in data 12 marzo 2025, relativo all’approvazione del progetto di bilancio di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2024;
- Comunicato divulgato al mercato dall’Emittente in data 12 marzo 2025, relativo all’approvazione del piano industriale 2025 – 2027;
- Documento dal titolo “*Piano Industriale 2025 – 2027 - Our Way Forward*” divulgato al mercato dall’Emittente in data 12 marzo 2025 (il “**Piano Industriale**”);
- Bozza della relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di BPER redatta ai sensi degli artt. 2441, comma 6, del codice civile e 70, comma 4, del Regolamento Emittenti, nonché dell’articolo 125-ter del TUF;
- Bilancio consolidato e individuale di BPSO al 31 dicembre 2023 assoggettato a revisione contabile completa da parte di EY S.p.A. che ha emesso la propria relazione in data 5 aprile 2024;
- Relazione finanziaria semestrale consolidata di BPSO al 30 giugno 2024 assoggettata a revisione contabile limitata da parte di EY S.p.A. che ha emesso la propria relazione in data 6 agosto 2024;
- Resoconto intermedio di gestione consolidato di BPSO al 30 settembre 2024;
- Comunicato stampa e presentazione dei risultati consolidati al 31 dicembre 2024 (tra cui dividendo per azione, CET1 ratio, *risk weighted assets*) di BPSO approvati in via preliminare dal Consiglio di Amministrazione di BPSO in data 6 febbraio 2025 e successivamente confermati in data 11 marzo 2025;
- Stime fornite da *data provider* attinenti all’evoluzione delle *performance* economiche e patrimoniali di BPSO per l’esercizio in corso e per gli esercizi successivi formulate sulla base del *consensus* degli analisti (“**Stime di Consensus**” e, congiuntamente al Piano Industriale, i “**Dati Previsionali**”).

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 BPSO. 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;
- Le analisi di valore assumono a riferimento la situazione patrimoniale consolidata di BPSO al 31 dicembre 2024, comunicata al mercato in data 6 febbraio 2025. Nell’ambito del nostro Incarico non abbiamo avuto accesso al *management* di BPSO 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. Nell’ambito del nostro Incarico non sono state svolte procedure autonome di revisione contabile sui dati di bilancio di BPSO 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 2024 dell'Emittente. 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;

- Le analisi di valore delle Azioni dell'Emittente sono state effettuate in ipotesi di continuità aziendale;
- BPSO è stata esaminata in condizioni “normali” di funzionamento, ovvero astraendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione, tra cui operazioni sul proprio capitale sociale e/o sulle azioni, e facendo riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo conosciute alla data della presente Relazione;
- PwC non ha assoggettato i Dati Previsionali 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 BPSO, 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; 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 BPER, 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 e soggetti a fluttuazioni. I parametri finanziari e di mercato utilizzati nell'ambito della valutazione sono stati aggiornati fino in prossimità all'emissione della Relazione. Non si può escludere che il perdurare dell'attuale emergenza legata alla guerra tra Russia e Ucraina ed all'instabilità in Medio-Oriente possa avere impatti, anche significativi, sul sistema economico nazionale e internazionale e, nella fattispecie sul *fair value* di BPSO;
- 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 BPSO in merito alle condizioni dell'Offerta promossa da BPER, 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 BPER, sulla congruità del corrispettivo offerto e sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni BPER;
- La presente Relazione non è finalizzata ad esprimere alcun giudizio, parere, aspettativa o commento in merito all'esito delle autorizzazioni connesse all'Offerta. Inoltre, i risultati contenuti nella presente Relazione non costituiscono in alcun modo una garanzia riguardo alla consistenza patrimoniale o sulle prospettive future dell'Emittente;
- 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;



- I dati contenuti nella presente Relazione possono essere arrotondati per eccesso e per difetto. Eventuali incongruenze e/o differenze tra i dati riportati all'interno della Relazione sono il risultato di tale arrotondamento.

Abbiamo infine ottenuto attestazione dal rappresentante legale di BPER 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 consolidata di BPSO al 31 dicembre 2024 come da comunicato stampa e presentazione dei risultati preliminari consolidati di BPSO approvati dal Consiglio di Amministrazione in data 6 febbraio 2025 e successivamente confermati dal Consiglio di Amministrazione in data 11 marzo 2025, come comunicato il 12 marzo 2025;
- Identificazione delle metodologie di valutazione ritenute applicabili, in grado di cogliere i *driver* di valore di BPSO, 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 sensitività dei risultati al variare dei principali parametri valutativi adottati;
- Analisi complessiva dei risultati ottenuti e definizione di una sintesi valutativa;
- Predisposizione della presente Relazione.

1.7. Restrizioni 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, comma 2, lettera b), 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, Dati Previsionali 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;



- **Approccio valutativo su base desk.** Le analisi valutative sono state elaborate sulla base delle informazioni di natura pubblica secondo un approccio *desk valuation*, senza avere accesso al *management* di BPSO. PwC non ha svolto analisi di correttezza, completezza e accuratezza e declina, pertanto, ogni responsabilità in merito a tali informazioni riportate nella Relazione. Non escludiamo, pertanto, che qualora avessimo avuto pieno accesso al *management* di BPSO, i risultati delle analisi avrebbero potuto essere significativamente diversi da quelli riportati nella Relazione.
- **Complessità delle metodologie e discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicati.** Ciascuna metodologia valutativa adottata ai fini dello svolgimento delle analisi riportate nella presente Relazione è contraddistinta da limiti propri in funzione delle sue specifiche caratteristiche. I metodi di valutazione considerati hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato la scelta di una pluralità di parametri finanziari di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni, anche significative, nell'ambito di diversi scenari valutativi e l'adattamento degli stessi alla situazione specifica. I risultati di tale analisi sono, pertanto, sensibili alle ipotesi di lavoro formulate. L'adozione di un approccio valutativo integrato, costruito applicando diverse metodologie valutative, in linea con le indicazioni della prassi e della dottrina valutativa, unitamente allo sviluppo di analisi di sensibilità, ha consentito di gestire adeguatamente le peculiarità di ciascuna metodologia selezionata, verificare la sostanza dei risultati ottenuti dall'applicazione dei metodi singoli ed elaborare un giudizio sulla base del quadro complessivo dei risultati ottenuti.
- **Incertezza dell'attuale situazione congiunturale e volatilità dei mercati finanziari.** L'attuale contesto di mercato risulta caratterizzato da notevole incertezza imputabile al perdurare del conflitto bellico tra Russia e Ucraina e agli avvenimenti in Medio-Oriente, unitamente all'annuncio di importanti operazioni di consolidamento e riassetto del settore bancario italiano. Tale contesto è, pertanto, all'origine di un'elevata volatilità dei valori di mercato dei titoli azionari. L'evoluzione di tale contesto non è ad oggi prevedibile né sono stimabili eventuali conseguenze di natura economica, finanziaria, politica e sociale. A fronte di tale evidenza si è fatto riferimento a parametri finanziari e di mercato aggiornati in prossimità dell'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.



2. DESCRIZIONE DELL'ASSET OGGETTO DI CONFERIMENTO

2.1. Profilo di BPSO

Fondata nel 1871, BPSO è capogruppo di un gruppo bancario italiano (“**Gruppo BPSO**”) che presta alla propria clientela (famiglie, professionisti, imprese di piccole e grandi dimensioni, enti pubblici, ecc.) servizi di natura bancaria, finanziaria e assicurativa. BPSO è quotata su Euronext Milan, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ed il titolo fa parte degli indici FTSE MIB e FTSE Italia All-Share.

Nel territorio domestico opera attraverso una rete di oltre 500 sportelli con copertura multiregionale, tramite il proprio marchio oltre ai marchi delle società facenti parte il Gruppo BPSO. In particolare, il Gruppo BPSO opera tramite le seguenti società:

- Factorit S.p.A., attiva nella gestione degli incassi di crediti commerciali, pro solvendo e pro soluto e nell'anticipazione degli stessi;
- BNT Banca S.p.A., società operante sia nel sostegno dei comparti agricoltura e agroalimentare sia al servizio di famiglie e privati, con la cessione del quinto dello stipendio o della pensione e la delegazione di pagamento;
- Sinergia Seconda S.r.l., operativa nel settore immobiliare con funzioni prevalentemente strumentali in relazione alle attività della banca e del Gruppo BPSO;
- Popso Covered Bond S.r.l., funzionale all'emissione di obbligazioni bancarie garantite;
- PrestiNuova S.r.l. – Agenzia di attività finanziaria, società attiva nel settore della concessione di finanziamenti rimborsabili mediante la cessione del quinto dello stipendio e/o della pensione.

Inoltre, il Gruppo BPSO è presente anche a livello internazionale tramite Banca Popolare di Sondrio (Suisse) SA, banca di diritto svizzero che conta 20 unità operative – tra sportelli, agenzie e succursali – presenti in Svizzera e all'estero. A questi si aggiunge la succursale virtuale Direct Banking.

Al 31 dicembre 2024, il capitale sociale di BPSO è costituito da n. 453.385.777 azioni prive del valore nominale. BPSO detiene, direttamente e indirettamente, n. 3.630.116 azioni proprie.

2.2. Situazione patrimoniale ed economica di BPSO al 31 dicembre 2024

Si riporta di seguito la situazione economica e patrimoniale consolidata di BPSO al 31 dicembre 2024 ed il confronto con i dati di consuntivo al 31 dicembre 2023.



Conto Economico Consolidato di BPSO

Conto Economico (€m)	FY2024	FY2023
Interessi attivi e proventi assimilati	2.118,0	1.812,0
Interessi passivi e oneri assimilati	(1.027,9)	(875,1)
Margine di interesse	1.090,1	937,0
Commissioni attive	455,5	423,6
Commissioni passive	(21,0)	(21,0)
Commissioni nette	434,5	402,6
Dividendi e proventi simili	6,5	7,7
Risultato netto dell'attività di negoziazione	124,5	113,0
Risultato netto dell'attività di copertura	0,0	(0,1)
Utile (perdite) da cessione o riacquisto di	14,6	6,6
Altre attività e passività finanziarie al fair value con impatto a CE	(7,8)	5,2
Margine di intermediazione	1.662,4	1.471,8
Rettifiche/riprese di valore nette per rischio di credito	(195,5)	(202,3)
Utili/perdite da modifiche contrattuali senza cancellazioni	(4,0)	6,6
Risultato della gestione finanziaria	1.463,0	1.276,1
Risultato netto della gestione finanziaria e assicurativa	1.463,0	1.276,1
Spese per il personale	(321,5)	(300,3)
Altre spese amministrative	(338,9)	(321,9)
Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri	(22,8)	(59,5)
Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali	(56,4)	(53,8)
Rettifiche/riprese di valore nette su attività immateriali	(19,9)	(18,6)
Altri oneri/proventi di gestione	99,6	101,6
Costi operativi	(659,9)	(652,5)
Altri oneri/proventi	37,7	36,7
Utile (perdita) dell'operatività corrente al lordo di imposte	840,7	660,3
Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente	(265,8)	(199,1)
Utile (Perdita) dell'operatività corrente al netto di imposte	574,9	461,2
Utile (Perdita) del periodo di pertinenza di terzi	-	-
Utile (Perdita) del periodo di pertinenza della capogruppo	574,9	461,2

Fonte: Comunicato di BPSO relativo ai risultati consolidati al FY2024

Con riferimento ai dati preliminari al 31 dicembre 2024, BPSO ha conseguito un margine di intermediazione pari ad Euro 1.662,4m, in aumento di ca. il 13% rispetto a quello registrato nel 2023 (pari a Euro 1.471,8m). Questa variazione è frutto, a sua volta, di un incremento degli interessi netti che si attestano ad Euro 1.090,1m nel 2024 (*versus* Euro 937,0m nel 2023), ed un incremento delle commissioni nette, pari a Euro 434,5m nel 2024 (da Euro 402,6m nel 2023).

Le rettifiche nette per rischio di credito ammontano ad Euro 195,5m nel 2024 in diminuzione del 3% rispetto al valore registrato nel 2023 (pari a Euro 202,3m).

I costi operativi ammontano alla fine del 2024 a Euro 659,9m e sono principalmente costituiti da spese per il personale per Euro 321,5m e altre spese amministrative per Euro 338,9m. Rispetto al dato del 2023 (Euro 652,5m), i costi operativi risultano sostanzialmente in linea.



Alla luce dei risultati di cui sopra e al netto delle imposte di competenza dell'esercizio, BPSO ha concluso l'esercizio al 31 dicembre 2024 conseguendo un utile netto pari ad Euro 574,9m (*versus* un utile di Euro 461,2m raggiunto nell'esercizio precedente).

Come comunicato al mercato in data 6 febbraio 2025, il Consiglio di Amministrazione di BPSO ha deliberato di proporre all'assemblea degli azionisti la distribuzione di un dividendo per azione pari a Euro 0,80.

Stato Patrimoniale Consolidato di BPSO

Attivo (€m)	31.12.24	31.12.23
Cassa e disponibilità liquide	3.738,2	4.546,6
Attività finanziarie valutate al fair value con impatto a conto economico	739,9	691,0
<i>a) attività finanziarie detenute per la negoziazione</i>	174,0	150,1
<i>b) attività finanziarie designate al fair value</i>	-	-
<i>c) altre attività finanziarie obbligatoriamente valutate al fair value</i>	565,8	540,9
Attività finanziarie valutate al fair value con impatto OCI	2.656,3	3.212,6
Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato	45.459,4	45.530,8
<i>a) crediti verso banche</i>	2.136,0	2.122,1
<i>b) crediti verso clientela</i>	43.323,5	43.408,8
Derivati di copertura	-	0,0
Adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica	2,1	1,8
Partecipazioni	402,8	376,4
Attività materiali	663,6	677,1
Attività immateriali	35,8	37,8
<i>di cui: avviamento</i>	12,6	17,0
Attività fiscali	190,0	260,8
<i>a) correnti</i>	1,8	1,4
<i>b) anticipate</i>	188,3	259,4
Attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione	108,6	-
Altre attività	2.631,9	2.387,0
Totale dell'attivo	56.628,6	57.721,8

Fonte: Comunicato di BPSO relativo ai risultati consolidati al FY2024

Il totale dell'attivo di BPSO al 31 dicembre 2024 si attesta ad Euro 56.628,6m, un valore leggermente inferiore rispetto al dato al 31 dicembre 2023 (pari a Euro 57.721,8m). Esso è costituito principalmente da:

- Cassa e disponibilità liquide per Euro 3.738,2, in riduzione rispetto al dato di dicembre 2023 pari a Euro 4.546,6m;
- Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico per Euro 739,9m *versus* Euro 691,0m al 31 dicembre 2023;
- Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva per Euro 2.656,3m, in riduzione rispetto all'ammontare del 31 dicembre 2023 (pari a Euro 3.212,6m);
- Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato per Euro 45.459,4m (in linea rispetto al 31 dicembre 2023) che si compongono, a loro volta, di crediti verso clientela per Euro 43.323,5m e crediti verso banche per Euro 2.136,0m. Per quanto concerne i crediti deteriorati netti, al 31 dicembre 2024 l'ammontare netto rappresenta l'1,3% del totale dei crediti verso clientela (in calo rispetto al dato registrato alla fine dell'esercizio 2023 pari al 1,6%);



- Partecipazioni per Euro 402,8m, in aumento rispetto al dato di dicembre 2023 pari a Euro 376,4m;
- Attività materiali per Euro 663,6m *versus* Euro 677,1m al 31 dicembre 2023;
- Attività immateriali per Euro 35,8m *versus* Euro 37,8m al 31 dicembre 2023;
- Attività fiscali per Euro 190,0m (in riduzione rispetto al dato del 31 dicembre 2023 pari a Euro 260,8m) e composte principalmente da attività fiscali anticipate per Euro 188,3m;
- da ultimo, altre attività per Euro 2.631,9m, in aumento rispetto al dato di dicembre 2023 pari a Euro 2.387,0m.

Stato Patrimoniale Consolidato di BPSO

Passivo e patrimonio netto (€m)	31.12.24	31.12.23
Passività finanziarie valutate al costo ammortizzato	50.729,0	52.310,5
<i>a) debiti verso banche</i>	6.228,6	9.917,7
<i>b) debiti verso clientela</i>	39.346,4	37.916,3
<i>c) titoli in circolazione</i>	5.154,1	4.476,5
Passività finanziarie di negoziazione	16,6	69,6
Derivati di copertura	2,4	1,9
Passività fiscali	72,4	71,4
<i>a) correnti</i>	41,5	42,0
<i>b) differite</i>	30,9	29,4
Passività associate ad attività in via di dismissione	0,0	-
Altre passività	1.228,6	1.062,1
Trattamento di fine rapporto del personale	32,6	33,5
Fondi per rischi e oneri:	390,6	363,6
<i>a) impegni e garanzie rilasciate</i>	88,8	96,2
<i>b) quiescenza e obblighi simili</i>	189,4	179,0
<i>c) altri fondi per rischi ed oneri</i>	112,3	88,4
Riserve da valutazione	6,6	(16,2)
Strumenti di Capitale	-	-
Riserve	2.161,0	1.950,6
Sovrapprezzi di emissione	78,9	78,9
Capitale	1.360,2	1.360,2
Azioni proprie (-)	(25,2)	(25,4)
Utile (perdita) di periodo (+/-)	574,9	461,2
Patrimonio netto di pertinenza della capogruppo	4.156,3	3.809,3
Patrimonio di pertinenza di terzi (+/-)	0,0	0,0
Totale del passivo e del patrimonio netto	56.628,6	57.721,8

Fonte: Comunicato di BPSO relativo ai risultati consolidati al FY2024

Le passività di BPSO al 31 dicembre 2024 sono costituite principalmente da:

- Passività finanziarie valutate al costo ammortizzato per Euro 50.729,0m, in riduzione rispetto all'ammontare di dicembre 2023 pari a Euro 52.310,5m. Al 31 dicembre 2024, le passività in



parola sono composte da debiti verso clientela per Euro 39.346,4m, da titoli in circolazione per Euro 5.154,1m e da debiti verso banche per Euro 6.228,6m;

- Passività finanziarie di negoziazione per Euro 16,6m, in riduzione rispetto al dato di dicembre 2023 (pari a Euro 69,6m);
- Derivati di copertura per Euro 2,4m, in aumento rispetto all'ammontare di dicembre 2023 (pari a Euro 1,9m);
- Passività fiscali per Euro 72,4m, sostanzialmente invariate rispetto all'esercizio precedente;
- Trattamento di fine rapporto del personale per Euro 32,6m e fondo per rischi e oneri per Euro 390,6m *versus*, rispettivamente, Euro 33,5m e a Euro 363,6m di dicembre 2023;
- da ultimo, altre passività per Euro 1.228,6m, in aumento rispetto al dato di dicembre 2023 (pari a Euro 1.062,1m).

Il patrimonio netto consolidato di BPSO al 31 dicembre 2024 risulta pari a Euro 4.156,3m ed è principalmente costituito da:

- Capitale sociale per Euro 1.360,2m;
- Sovrapprezzo di emissione per Euro 78,9m e altre riserve per Euro 2.161,0m;
- Azioni proprie per Euro -25,2m;
- Utile netto di periodo, pari a Euro 574,9m.

Infine, al 31 dicembre 2024, il CET1 *Ratio* di BPSO si attesta al 15,2% (*fully phased*) rispetto al 15,1% a fine 2023, mentre il Total Capital *Ratio* risulta pari al 18,0% (*fully phased*) in incremento di ca. 50 bps rispetto al dato di dicembre 2023 (17,5%).

2.3. Piano Industriale

Di seguito si presentano le stime contenute nel Piano Industriale di BPSO presentato al mercato in data 12 marzo 2025.

In particolare, si riportano di seguito le principali grandezze economico-patrimoniali attese per l'esercizio in corso (2025) e per l'ultimo anno di previsione (2027), confrontate con le medesime grandezze al 31 dicembre 2024.



Piano Industriale 2025-2027 (€mlrd)	2024 A	2025 E	2027 E	CAGR 24'-27'
Proventi operativi	1,52	1,45	1,53	0,2%
<i>o/w Margine di interesse</i>	1,09	1,00	1,03	(1,9%)
<i>o/w Commissioni nette</i>	0,43	0,45	0,50	5,1%
Redditività delle attività finanziarie	0,13	0,12	0,11	(6,0%)
Margine di intermediazione	1,66	1,60	1,64	(0,3%)
Rettifiche nette su crediti	(0,18)	(0,16)	(0,15)	(7,4%)
Costi operativi	(0,65)	(0,67)	(0,68)	1,9%
Utile ante imposte	0,84	0,90	0,85	0,5%
Risultato netto	0,57	0,65	0,58	0,5%
Crediti netti alla clientela	35,0	34,8	38,6	3,3%
Raccolta diretta	44,5	43,6	44,4	0,0%
Raccolta indiretta	54,3	55,0	59,9	3,3%
Attività finanziarie	12,8	13,0	13,2	1,1%
ROE (%)	16,0%	17,0%	14,0%	
Cost/Income (%)	39,0%	42,0%	42,0%	
CoR (bps)	53,0	45,0	38,0	
Dividend payout (%)	63,0%	85,0%	85,0%	
CET1 Ratio (%)	15,4%	15,4%	14,4%	
Total Capital Ratio (%)	18,2%	18,1%	16,9%	
NPL ratio netto (%)	1,1%	1,2%	1,1%	

Si segnala che eventuali incongruenze fra dati economico-patrimoniali afferenti all'esercizio 2024 presentati nella sezione 2.2 e nella presente sezione sono dovute esclusivamente alla diversa riclassifica degli stessi eseguita dal Management di BPSO.

Le previsioni del Management di BPSO includono:

- Un incremento dei crediti netti alla clientela, attesi a Euro 38,6 miliardi nel 2027 (CAGR 2024-2027: +3,3%).
- Una stabilità della raccolta diretta, prevista pari a Euro 44,4 miliardi a fine periodo di previsione.
- Un aumento della raccolta indiretta, inclusa la componente di raccolta assicurativa, che si attesta ad Euro 59,9 miliardi (CAGR 2024-2027: +3,3%).
- Proventi operativi in lieve crescita, che raggiungeranno Euro 1,53 miliardi nel 2027 (CAGR 2024-2027: +0,2%), con una riduzione del margine di interesse a Euro 1,03 miliardi (CAGR 2024-2027: - 1,9%), compensata da una crescita delle commissioni nette, attese a Euro 0,50 miliardi a fine piano (CAGR 2024-2027: +5,1%).
- La redditività delle attività finanziarie è attesa in calo a Euro 0,11 miliardi (CAGR 2024-2027: - 6,0%).
- Il margine di intermediazione atteso risulta sostanzialmente stabile a Euro 1,64 miliardi nel 2027 (CAGR 2024-2027: -0,3%).
- Aumento dei costi operativi, che si attestano a Euro 0,68 miliardi (CAGR 2024-2027: +1,9%), con un *cost/income* in aumento dal 39% nel 2024 al 42% nel 2027, principalmente a causa dell'aumento dei costi del personale (CAGR 2024-2027: +3%), legato all'incremento dell'organico previsto in arco piano (+233 risorse).



- Inoltre, il Management prevede rettifiche su crediti in riduzione da Euro 0,18 miliardi nel 2024, a Euro 0,15 miliardi nel 2027.
- Per effetto delle dinamiche attese, il risultato netto atteso al 2027 risulta in lieve crescita (CAGR 2024-2027: +0,5%), attestandosi a Euro 0,58 miliardi a fine periodo di previsione, con un ROE atteso del 14% e un *dividend payout ratio* in aumento dal 63% nel 2024 all'85% negli anni successivi.
- Il CET1 ratio atteso è pari al 14,4% nel 2027.

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

3.1. Premessa

Oggetto della presente Relazione sono n. 453.385.777 azioni ordinarie BPSO (inclusive delle azioni proprie), oggetto dell'Offerta e costituenti, alla data odierna, l'intero capitale sociale di BPSO. Ciò significa che:

- l'oggetto della valutazione è rappresentato dal numero totale di azioni che, complessivamente considerate, costituiscono l'intero capitale sociale di BPSO 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 BPSO. 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.

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, comma 2, lettera b), 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 BPSO. 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 BPSO.

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 BPER, 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 la *fair value* delle azioni di BPSO 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 BPSO, i Dati Previsionali 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 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 BPSO pari ad Euro 0,80.

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 ad esse attribuito 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 BPSO lungo diversi orizzonti temporali al fine di incorporare nella valutazione informazioni sufficientemente aggiornate sul quadro dell'azienda e sulle tendenze di fondo dei mercati finanziari di riferimento ed al tempo stesso neutralizzare possibili eventi di carattere eccezionale che generano fluttuazioni di breve periodo o tensioni speculative;
- 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.

3.4. Il metodo dei Multipli di Borsa

Il metodo dei multipli di Borsa 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 ("**Comparables**" o "**Peers**") 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.
- 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 alla società in esame: i multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle corrispondenti 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.

In particolare, il multiplo P/E è stato stimato sulla base (i) dei prezzi di Borsa rilevati in prossimità dell'emissione della presente Relazione osservato su diversi orizzonti temporali di rilevazione precedenti tale data e (ii) gli utili attesi dei Peers stimati da *data provider* sulla base del *consensus* degli analisti di mercato.

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 Tangible Equity*, di seguito "**ROTE**") 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 ROTE 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 ROTE 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 ROTE;
- Calcolo del ROTE e del multiplo P/TBV per le società incluse nel campione;
- Scelta del tipo di regressione statistica da applicare;
- Determinazione del ROTE 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 BPSO, la *Value Map* è stata applicata, dunque, ponendo in relazione il multiplo P/TBV con il ROTE (*Return on Tangible Equity*).

Coerentemente con le altre metodologie valutative adottate, anche nello sviluppo dell'Analisi di Regressione si è fatto riferimento alle medie dei prezzi di Borsa osservati su diversi orizzonti temporali anteriori alla data di emissione della Relazione.

3.6. Il metodo del Dividend Discount Model nella variante dell'Excess 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:

$$W = DIV_a + TV_a$$

dove:

- W : rappresenta il valore della banca oggetto di valutazione;
- DIV_a : rappresenta il valore attuale dei dividendi attesi futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;
- TV_a : 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 BPSO al 31 dicembre 2024;
- Flussi economici, patrimoniali e attività ponderate per il rischio per il periodo 2025-2027 desunti dai Dati Previsionali.

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 2025-2027, si è fatto riferimento alle previsioni economiche e patrimoniali di BPSO contenute nei Dati Previsionali così come definiti al paragrafo 1.4.

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 14,1% pari alla media dei CET 1 *Ratio* desunti dal campione di banche comparabili al 31 dicembre 2024.

Fase 2. Determinazione del tasso di attualizzazione



Il tasso di attualizzazione dei flussi (“**Costo del Capitale Proprio**” o “**Ke**”) corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio ed è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*, secondo la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

dove:

- R_f : rappresenta il “*risk-free rate*”, ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio, determinato sulla base del rendimento medio lordo dei BTP italiani decennali (stimato pari al 3,6%);
- 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 1,2 ed è stato determinato sulla base dei dati storici rivenienti da un campione di società italiane ed europee quotate operanti nel settore bancario;
- $R_m - R_f$: 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 6,0%).

Tramite l’applicazione della metodologia esposta, il tasso di sconto ottenuto è pari al 10,9%.

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, assunto pari al tasso di inflazione attesa per l’Italia ed il K_e stimato come descritto in precedenza.

Sommando al valore terminale il valore dei flussi distribuibili agli azionisti per il periodo 2025-2027, si è determinato il *fair value* di BPSO.

Infine, è stata svolta un’analisi di sensitività sui parametri di base del modello, ipotizzando variazioni di alcuni parametri valutativi di riferimento.



4. 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, alla data della presente Relazione e sulla base della situazione patrimoniale al 31 dicembre 2024, il *fair value* per azione di BPSO è non inferiore a Euro 10,285 (*ex dividend* e incluso il premio di controllo).

Milano, 14 marzo 2025

PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Gian Luca Di Martino', written in a cursive style.

Gian Luca Di Martino
(Partner)