

**RELAZIONE DI VALUTAZIONE A SUPPORTO DELLA
DETERMINAZIONE DI UN INTERVALLO DI VALORE PER LE AZIONI
DELLA CASSA DI RISPARMIO DELLA PROVINCIA DI TERAMO**

-14 Luglio 2005 -

PROMETEIA SRL

Via G. Marconi, 43 - 40122 Bologna - Tel. +39.051.6480911 - Telefax +39.051.220753

Registro Imprese di Bologna Cod. Fisc. e Part. IVA n. 03118330376 - C.C.I.A.A. Bologna n. 266143 - Cap. Soc. € 843.200

www.prometeia.it - info@prometeia.it

INDICE

INDICE	2
1. MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO	3
2. DATA E DOCUMENTAZIONE DI RIFERIMENTO	4
3. LE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ANALIZZATE	6
3.1. Metodo Uec Complesso	7
3.2. Dividend Discount Model	9
3.3. Metodo dei Multipli di Borsa	12
4. LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DI TERCAS	14
4.1. Premessa e limitazioni alla valutazione	14
4.2. L'applicazione delle metodologie adottate	15
5. CONCLUSIONI	24
5.1. Il capitale sociale ed il numero di azioni di Tercas	24
5.2. L'intervallo di valutazione individuato	24
6. ALLEGATI	25
6.1. Il patrimonio netto contabile	25
6.2. Rettifiche delle poste patrimoniali	25
6.3. Rettifiche delle poste patrimoniali - Il portafoglio titoli	26
6.4. Rettifiche delle poste patrimoniali - Gli immobili	26
6.5. Rettifiche delle poste patrimoniali - Le partecipazioni	27
6.6. Rettifiche delle poste patrimoniali - I crediti alla clientela	29
6.7. Rettifiche delle poste patrimoniali - Oneri fiscali potenziali	29
6.8. Franchise value - La metodologia di calcolo	30
6.9. Il reddito medio normalizzato ed il tasso di rendimento del settore	34
6.10. Il costo del capitale	36
6.11. Le caratteristiche dei comparables selezionati	38
6.12. Le transazioni più recenti	40
6.13. I risultati delle precedenti valutazioni di Tercas	41

1. MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

La Fondazione Cassa di Risparmio della Provincia di Teramo (d'ora in poi anche Fondazione) ha deliberato la cessione di una quota di minoranza, pari al 15%, della Cassa di Risparmio della Provincia di Teramo (d'ora in poi anche Tercas e/o la Cassa e/o la Banca) mediante un'offerta pubblica di vendita (d'ora in poi anche OPV) indirizzata al pubblico indistinto e ai dipendenti di Tercas.

La presente relazione (di seguito, la Relazione) è stata redatta per uso esclusivo del Consiglio di Amministrazione della Fondazione, che ne è l'unico e solo destinatario, a supporto delle determinazioni di sua competenza ed al solo scopo di fornire a quest'ultimo indicazioni e riferimenti utili ai fini della determinazione del prezzo delle azioni nell'ambito dell'OPV.

Il Consiglio, pertanto, valuterà autonomamente come utilizzare le conclusioni a cui Prometeia è giunta nella Relazione stessa. Conseguentemente, ogni scelta e decisione in merito al prezzo a cui offrire le azioni ai potenziali sottoscrittori resta di esclusiva competenza del Consiglio che sarà pertanto l'unico e solo responsabile di tali scelte e decisioni.

Il Consiglio potrà, ove richiesto, mettere la Relazione a disposizione delle Autorità competenti e potrà utilizzare, a soli fini informativi, la Relazione ai fini della predisposizione del documento informativo da sottoporre ai potenziali sottoscrittori. Del suddetto utilizzo sarà in ogni caso pienamente ed esclusivamente responsabile il Consiglio. Qualsiasi altra forma di diffusione e qualsiasi utilizzo diverso, in tutto o in parte, della Relazione o del suo contenuto dovrà essere preventivamente concordato ed autorizzato per iscritto, nella forma e nel contenuto, da Prometeia.

Ai fini del presente documento, Prometeia non ha espresso alcun giudizio sulla fattibilità e/o opportunità dell'Operazione. Nulla di quanto rappresentato nella Relazione può o potrà essere ritenuto garanzia o indicazione dei risultati futuri di Tercas o indicazione per quanto concerne i prezzi ai quali i titoli collocati potranno essere negoziati in seguito all'Operazione.

Nel proseguo del documento vengono descritti i metodi di valutazione impiegati, le assunzioni effettuate e i risultati ottenuti in termini di intervallo di valori per le azioni Tercas individuato.

2. DATA E DOCUMENTAZIONE DI RIFERIMENTO

Le azioni che saranno oggetto dell'Offerta Pubblica di Vendita, sono state valutate con riferimento alla data di chiusura del bilancio al 31/12/2004.

Nello svolgimento del proprio lavoro, ai fini della presente relazione, Prometeia ha ottenuto direttamente dalla Fondazione e dalla Banca i seguenti documenti:

- a) I Bilanci individuali e consolidati approvati dai rispettivi organi statutariamente competenti di Tercas per gli anni 2002, 2003, 2004, corredati dalle relazioni degli amministratori e dei sindaci. Tali bilanci sono stati certificati da società di revisione iscritte all'albo di cui all'articolo 8 del D.P.R. 31 marzo 1975, n.136
- b) La situazione patrimoniale ed economica semestrale sia individuale che consolidata al 30 giugno 2004 ed al 30 giugno 2003.
- c) Il piano dei conti completo valorizzato per gli anni 2002, 2003, 2004
- d) La nota con la stima degli impatti IAS - IFRS redatta dalle funzioni interne ed inviata alla Banca d'Italia in data 31 maggio 2005
- e) Il verbale di Consiglio relativo all'approvazione del bilancio al 31/12/2004
- f) Un prospetto dettagliato sulla valorizzazione delle partecipazioni detenute in portafoglio
- g) Un prospetto con i risultati delle perizie sul valore degli immobili di proprietà
- h) I Bilanci delle società consolidate Terleasing e Sogiter per gli anni 2002, 2003, 2004 approvati dai rispettivi organi statutariamente competenti
- i) I Bilanci delle società controllate Kreos e Terbroker per gli anni 2002, 2003, 2004 approvati dai rispettivi organi statutariamente competenti
- j) Il piano industriale triennale 2004-06 di Tercas
- k) Le due precedenti perizie di stima della partecipazione azionaria oggetto di analisi
 - k.1) La valutazione delle partecipazioni bancarie di Fincari S.p.A. (1999)
 - k.2) La perizia di stima di conferimento parziale di azioni della Cassa di Risparmio di Teramo S.p.A. (1994)
- l) Il documento con le specifiche del progetto di dismissione della Fondazione

La documentazione analizzata è stata utilizzata così come fornita sul fondamento delle sua correttezza, anche in termini di validità e vigenza, e della sua rispondenza al vero, senza alcuna verifica indipendente da parte di Prometeia, in conformità con l'incarico conferitole.

Prometeia non assume pertanto alcuna responsabilità, diretta o indiretta, né fornisce alcuna garanzia, implicita o esplicita, in merito alla veridicità, completezza, anche in termini di validità e vigenza temporale, e accuratezza delle informazioni, dei dati e dei documenti utilizzati.

Il Consiglio pertanto prende atto che la correttezza delle valutazioni contenute nella presente Relazione dipende imprescindibilmente dalla correttezza, veridicità e completezza delle informazioni su cui tali valutazioni si fondano.

Al fine di poter pervenire ad una valutazione quanto più possibile aderente alla natura del suo incarico, Prometeia ha inoltre utilizzato tutte le informazioni pubbliche a propria disposizione relativamente alle caratteristiche rilevanti e ai metodi di valutazione rintracciabili in operazioni analoghe a quella oggetto di valutazione e ulteriori rispetto a quelle rinvenibili nelle analisi valutative contenute nella documentazione analizzata.

Nel percorso di analisi Prometeia ha avuto continui scambi informativi con i principali uffici amministrativi della Banca e della Fondazione ricevendo un'ampia ed esauriente collaborazione e risposte ai quesiti posti.

3. LE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ANALIZZATE

In linea di principio, la stima del valore di una banca richiama problematiche applicative analoghe a quelle che presiedono alla determinazione del valore di qualsiasi altra impresa. Assumono quindi rilevanza il patrimonio della società da valutare alla data di riferimento della stima, l'autonoma capacità di produzione di redditi, i tassi di capitalizzazione e di attualizzazione, etc...

Sono così applicabili i correnti criteri valutativi (patrimoniali, reddituali, misti, finanziari, etc...) statuiti in generale dalla dottrina e dalla prassi, in grado di esprimere, per quanto possibile, razionalità, dimostrabilità, oggettività e stabilità.

Al fine di pervenire alla stima del valore del capitale economico di Tercas, Prometeia ha tenuto debitamente conto e riflesso nella scelta delle metodologie di valutazione, oltre ai risultati economico-finanziari attesi, le caratteristiche distintive della società nonché altre circostanze qualitative e quantitative che influiscono sulla sua valutazione.

Nel presente lavoro, Prometeia ha ritenuto opportuno utilizzare una pluralità di metodologie (anche in coerenza con le precedenti valutazioni effettuate sulle azioni della Banca) ed in particolare:

– *Metodologie analitiche*

il metodo misto patrimoniale reddituale, nella variante che segue i principi dell' U.E.C. (*Union Européenne des experts Comptables économiques et financiers*) di seguito denominato metodo UEC complesso con stima autonoma dell'avviamento, a cui è stata affiancata una metodologia Dividend Discount Model. Tra le due metodologie non è stato individuato un metodo principale, ma, nel determinare il valore delle diverse società, si è fatto riferimento alla media semplice dei risultati dei due modelli.

– *Metodologie empiriche*

il metodo dei multipli di mercato, utilizzato come metodo di controllo.

La scelta dei metodi sopra citati è stata fatta anche in ragione di:

- L'utilizzo di più metodi di valutazione, spesso con l'indicazione di un metodo principale, affiancati da metodologie di controllo è coerente con la prassi valutativa italiana e internazionale, e consente di mediare le peculiarità dei diversi metodi al fine di ottenere la stima del valore del capitale economico più attendibile possibile dell'azienda.

- Il metodo UEC Complesso e il metodo DDM sono tra le metodologie più usate dalla prassi italiana per la valutazione delle aziende bancarie, il metodo UEC Complesso, in particolare, è ritenuto dai maggiori esperti italiani la migliore metodologia per valutare le imprese con il passaggio ai nuovi criteri contabili stabiliti dallo IAS, i quali valorizzeranno in particolar modo il contenuto informativo dello stato patrimoniale rispetto al conto economico che risulterà caratterizzato da una maggiore volatilità.
- La necessità di avvalorare i risultati delle valutazioni effettuate confrontandole con quanto mostrato dal mercato, trova risposta nell'utilizzo del metodo dei multipli che ha la finalità specifica di comparare i risultati delle valutazioni effettuate con operazioni di natura simile. Sempre in un'ottica comparativa, Prometeia ha fatto riferimento alle metodologie ed ai parametri descritti nei prospetti informativi di altre operazioni di natura analoga ove possibile¹.

Nell'applicazione dei suddetti criteri, si sono considerate le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita nel settore bancario.

Di seguito vengono descritte le caratteristiche principali dei metodi valutativi impiegati.

3.1. METODO UEC COMPLESSO

a) Descrizione del metodo

Il metodo misto patrimoniale – reddituale con valorizzazione autonoma dell'avviamento, denominato anche metodo UEC Complesso, giunge alla determinazione del valore di un'azienda sulla base di due elementi:

- (i) il patrimonio netto espresso a valori correnti inclusivo del valore dei beni immateriali,
- (ii) l'avviamento positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*) attribuibile al patrimonio in relazione alla capacità dell'impresa di produrre un extrareddito, positivo o negativo, rispetto a un rendimento giudicato soddisfacente in relazione alla tipologia di investimento.

¹ Nello specifico sono stati presi in considerazione i prospetti informativi delle seguenti Casse di Risparmio:

- Carispaq, Cassa di Risparmio della Provincia dell'Aquila, in occasione dell'Offerta Pubblica di Sottoscrizione di 200.000 azioni ordinarie (maggio 2005)
- Cassa di Risparmio di San Miniato per l'Offerta Pubblica di Vendita di 780.000 azioni ordinarie (gennaio 2005)
- Cassa di Risparmio di Ravenna, in occasione dell'Offerta Pubblica di sottoscrizione di 6.000.000 di azioni ordinarie (novembre 2002)
- Cassa di Risparmio di Cento, relativamente all'Offerta Pubblica di Sottoscrizione di 1.298.654 azioni ordinarie (dicembre 2002)

La stima patrimoniale rimane per la sua obbiettività, uno dei cardini della valutazione ma non fornisce informazioni circa la capacità del patrimonio di generare reddito nel futuro. Il criterio misto mira ad integrare la valutazione del patrimonio con la stima dei flussi di reddito da esso prodotti. Utilizzando questo metodo è dunque possibile comporre una sintesi dei profili di appetibilità correlabili sia alla dimensione patrimoniale che a quella reddituale.

Nella prassi valutativa delle aziende bancarie, il metodo in parola si fonda sull'applicazione della seguente formula:

$$[1] \quad V = \text{CNR} + A + \left[\bar{R} - \bar{i}(\text{CNR} + A) \right] \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}$$

dove:

- CNR = Capitale netto rettificato
- A = Valore dei beni immateriali
- \bar{R} = reddito sostenibile atteso;
- \bar{i} = tasso di redditività normale del capitale proprio;
- n = numero di esercizi per i quali si attende una differenza fra il reddito sostenibile atteso ed il reddito derivante da una normale redditività del capitale proprio;
- i = tasso di attualizzazione del differenziale di reddito.

La determinazione dei diversi parametri del modello richiedono che vengano effettuate le seguenti operazioni:

- Calcolo del patrimonio netto rettificato
- Calcolo del "valore della raccolta" e del patrimonio netto complesso
- Calcolo del reddito normale atteso
- Determinazione dei tassi e dell'orizzonte temporale di riferimento

Per l'analisi delle loro specifiche caratteristiche si rimanda a quanto descritto nel capitolo 4 e negli allegati alla presente relazione.

3.2. DIVIDEND DISCOUNT MODEL

a) Descrizione del metodo

Il metodo dei flussi di dividendo attualizzati ("Dividend Discount Model" o DDM) determina il valore di riferimento di una società come somma (i) del valore attuale dei flussi di dividendo futuri potenzialmente distribuibili agli azionisti, in un orizzonte temporale di previsione analitica, coerentemente al mantenimento di un determinato livello di patrimonializzazione e (ii) del valore attuale del Valore Terminale ("Terminal Value") calcolato sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione, coerente con un *payout ratio* (rapporto dividendo/utile netto) che rifletta una redditività a regime². L'approccio adottato prescinde, quindi, dall'effettiva politica di distacco degli utili adottata dalla società oggetto di valutazione.

Tale versione del DDM può essere espressa tramite la seguente relazione:

$$[2] \quad W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Div_t}{(1+k_e)^t} + \frac{TV}{(1+k_e)^n}$$

dove:

- W = Valore della società oggetto di valutazione
- TV = *Terminal Value* pari al valore della società nell'anno successivo all'anno di previsione analitica dei flussi di dividendo
- Div_t = Flusso di dividendo potenzialmente distribuibile nell'anno *t*-esimo del periodo di previsione analitica
- n = Numero di anni di previsione analitica dei flussi di dividendo
- K_e = Tasso di attualizzazione pari al costo del capitale (*cost of equity*) della società

L'applicazione del DDM si articola nei seguenti passaggi:

- identificazione dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nell'orizzonte temporale per cui è possibile individuare delle stime attendibili e dettagliate;
- determinazione del tasso di attualizzazione *k_e* (*cost of equity*) e del tasso di crescita "g";

² Si veda il Bollettino Mensile della BCE, novembre 2004, p. 79. Si veda inoltre Panigirtzogiou N. e Scammell R., *Analysts' earnings forecasts and equity valuations*, Quarterly Bulletin, Bank of England, spring 2002.

- calcolo del valore attuale dei flussi di dividendo nell'orizzonte di previsione analitica;
- valorizzazione del *Terminal Value* nell'ultimo anno di previsione dettagliata.

b) *Identificazione dei flussi di dividendi distribuibili*

Nella prassi si è soliti individuare i flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nel periodo di previsione analitica a partire dalle previsioni reddituali contenute nei piani economico-patrimoniali predisposti dal *management* della società oggetto di valutazione, ove disponibili. Al fine di verificare l'effettiva sostenibilità delle previsioni interne, nell'ottica di imputare nel modello l'effettiva capacità dell'azienda di produrre un flusso di ricchezza stabile, si è soliti confrontare tali piani con delle stime degli utili futuri effettuati da case di ricerca indipendenti, nel caso di aziende quotate, o con simulazioni sviluppate direttamente dal valutatore sulla base della propria esperienza e conoscenza della società oggetto di valutazione.

Dal flusso reddituale così definito, viene individuato il dividendo teoricamente distribuibile nella variante *excess capital* di questo modello, assumendo un rapporto obiettivo tra il patrimonio di vigilanza e le attività di rischio ponderate. Questo consente di distaccare la valutazione dalle politiche aziendali di *payout* passate.

Il modello DDM può essere costruito a due o tre stadi:

- nel modello a due stadi, l'orizzonte temporale di previsione analitica coincide con quello dei piani economico patrimoniali elaborati dalla Banca o dal valutatore
- nel modello a tre stadi, l'orizzonte temporale si suddivide in due periodi, uno di previsione analitica sulla base di quanto riportato nei piani economico patrimoniali elaborati dalla Banca o dal valutatore ed uno in cui la crescita dell'impresa converge al tasso di crescita di lungo periodo

Ai fini delle valutazioni contenute nella presente Relazione si è fatto riferimento essenzialmente ad un modello a tre stadi.

c) *Determinazione del tasso di attualizzazione*

Il tasso di attualizzazione dei flussi di dividendo viene calcolato tramite l'applicazione del *Capital Asset Pricing Model* (in forma abbreviata, CAPM) sulla base della seguente formula:

$$[3] \quad k_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

dove:

r_f = Tasso di rendimento di investimenti privi di rischio.

$r_m - r_f$ = Premio per il rischio richiesto dal mercato

β = Coefficiente d'interrelazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento; misura la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato

d) *Determinazione del Terminal Value*

Il calcolo del *Terminal Value*, di durata infinita, si sviluppa dal presupposto che il flusso di dividendi cresca al tasso di crescita nominale di lungo periodo, dato dal prodotto fra il Roe di lungo periodo e il tasso di ritenzione degli utili di lungo periodo.

Il Valore Terminale è determinato sulla base della seguente relazione:

$$[4] \quad TV = \frac{D_{n+1}}{k_e - g}$$

dove:

D_{n+1} = Flusso di dividendo potenzialmente distribuibile dopo il periodo pianificazione analitica

g = Tasso di crescita dei flussi di dividendo oltre il periodo di previsione analitica determinato dalla seguente relazione sulla base di una redditività e di un *payout ratio* sostenibili nel lungo termine:

$$[5] \quad g = ROE_{PNV} \times (1 - \text{payoutratio})$$

dove:

ROE_{PNV}	=	Redditività sostenibile nel lungo termine rispetto ad un determinato livello di patrimonializzazione pari all'8% ³
<i>payout ratio</i>	=	Tasso di distribuzione degli utili, ovvero dividendi / utili netti, pari al 60%
$(1 - \textit{payout ratio})$	=	Percentuale di utili reinvestita per finanziare la crescita dell'azienda, 40%

3.3. METODO DEI MULTIPLI DI BORSA

a) Descrizione del metodo

Il metodo dei multipli di borsa è un metodo di valutazione relativa, nel quale il valore di un investimento viene paragonato al valore attribuito dal mercato ad investimenti simili o comparabili; l'ipotesi di fondo del modello è, infatti, che il mercato sia in grado di esprimere una valutazione efficiente della redditività a lungo termine delle imprese e che quindi i prezzi siano l'indicatore migliore disponibile.

Presupposto di base all'applicazione del modello è che siano identificati gli investimenti simili o comparabili e il loro valore di mercato. E' preferibile confrontare investimenti appartenenti allo stesso settore, con una struttura dei fondamentali comparabile, quotati alla Borsa Valori; poiché non è possibile effettuare confronti su valori assoluti, ma si deve rapportare il valore di mercato a variabili comuni, è importante che i valori di mercato dei titoli comparabili siano standardizzati. Infine, affinché il confronto sia accurato, è necessario che le variabili siano misurate in modo uniforme in riferimento a: periodo temporale di riferimento, valore di mercato basato su prezzi puntuali o medi e principi contabili omogenei.

Ottenuto il multiplo, devono essere fatte alcune considerazioni per stabilire se questo presenta delle distorsioni e se tra i titoli messi a confronto esistono differenze tali da generare distorsioni nelle valutazioni, in ogni caso è opportuno ricordare che i metodi di valutazione relativa sono utili strumenti a supporto dei metodi di valutazione analitica, e non sostituiti.

All'interno del presente Documento vengono descritti di seguito i principali indicatori quali *Price Earning (PE)*, *Price Book value (PBV)*; ai fini della valutazione è stato utilizzato il PBV.

³ Il ROE sostenibile nel lungo periodo è posto ad un livello pari al costo del capitale di lungo periodo maggiorato di un punto percentuale. Il costo del capitale è stato calcolato considerando un tasso *risk free* individuato nel rendimento lordo del BTP decennale marzo 2005 pari a 3,84%, un premio per il rischio pari al 4% ed un β pari a quello del mercato azionario, ovvero 1. Vedi "Le Azioni delle Banche Quotate", giugno 2005.

Price Earning

Indica quante volte il mercato valuta gli utili; inoltre indica quanti anni occorrono per il recupero monetario del prezzo nell'ipotesi che quel titolo sia in grado di garantire un flusso teoricamente perpetuo di utili netti annuali pari a quelli presi in considerazione nel momento del calcolo dell'indice. Tale ipotesi è un'ipotesi molto prudentiale in quanto, per la maggioranza delle imprese gli utili tendono a crescere. La valutazione del P/E di un'azione si fonda sulla misurazione dei seguenti scostamenti:

- scarti registrati nel tempo tra i P/E dello stesso titolo azionario;
- scarto tra il P/E del titolo e il P/E medio dei titoli del settore di appartenenza dell'azione considerata;
- scarto tra il P/E medio del settore del titolo e il P/E medio del mercato azionario.

E' calcolato rapportando il prezzo di riferimento medio degli ultimi cinque giorni di quotazione del mese di riferimento all'*earning per share* nella versione non diluita (utile "economico" di esercizio, rettificato alla luce della variazione del fondo rischi bancari generali).

Price Book Value

Indica quante volte il mercato valuta il patrimonio netto. Il valore economico che il mercato attribuisce ad una società quotata non è quello risultante dal bilancio ma è dato dalla capitalizzazione di borsa. La differenza tra il valore della capitalizzazione di borsa e il valore del patrimonio netto è detta valore di avviamento e può essere positivo o negativo. Possiamo avere tre casi:

- **>1** il mercato attribuisce alla società un avviamento positivo;
- **=1** il mercato attribuisce alla società un avviamento pari a zero (caso teorico);
- **<1** il mercato attribuisce alla società un avviamento negativo.

Come per il rapporto prezzo/fatturato anche il *Price Book Value* è utile nel caso di società che presentano perdite (non avendo senso calcolare il P/E che sarebbe negativo).

E' calcolato rapportando il prezzo di riferimento medio degli ultimi cinque giorni di quotazione dell'ultimo mese di riferimento rapportato al *Book Value per share*, definito come valore contabile del patrimonio (mezzi propri + utile di esercizio).

4. LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DI TERCAS

4.1. PREMESSA E LIMITAZIONI ALLA VALUTAZIONE

Il lavoro svolto e le considerazioni esposte nella presente Relazione devono essere interpretati alla luce delle seguenti ipotesi e limitazioni:

- Tercas, Cassa di Risparmio della Provincia di Teramo, è iscritta all'Albo dei Gruppi Bancari e Creditizi, tuttavia la struttura del Gruppo e le differenze trascurabili tra il bilancio individuale ed il consolidato, rivelano come le partecipate abbiano un'incidenza marginale sul volume di affari generato dal Gruppo. Ciò ha indotto Prometeia a preferire il bilancio individuale ai fini della valutazione della Banca, considerando separatamente le altre imprese del Gruppo
- Per Tercas, non essendo quotata in Borsa, non sono disponibili stime degli utili futuri effettuate da case di ricerca indipendenti. Per questo motivo, Prometeia ha fatto riferimento sia agli utili prospettici presentanti all'interno del Piano Industriale 2004 - '06 predisposto dalla Banca, sia ad una simulazione interna dei risultati futuri sulla base delle previsioni e stime di andamento elaborate per il periodo 2005 - '07 e condivise con la Cassa. In ogni caso, tali dati presentano, per loro natura, profili di incertezza;
- Per quanto riguarda la valutazione delle effettive consistenze e potenziali *plus / minus* valenze delle poste dell'attivo e del passivo, Prometeia ha fatto riferimento alle stime e considerazioni elaborate dagli uffici interni di Tercas e riguardanti in particolare:
 - La valutazione del patrimonio immobiliare
 - La valutazione delle partecipazioni in imprese non del gruppo
 - La consistenza del fondo rettifiche su crediti
 - La consistenza del fondo per rischi ed oneri
 - La consistenza del fondo per Trattamento di Fine Rapporto
- La Relazione tiene conto di fattori di rischio attualmente in capo a Tercas per via di diritti di terzi, contenzioso in corso o potenziale, ispezioni recenti da parte delle Autorità di Vigilanza così come riportati nel Prospetto Informativo.

- Per quanto concerne il complesso di impatti legati all'applicazione dei nuovi principi contabili IAS, Prometeia ha fatto riferimento a studi predisposti dagli Uffici interni della Banca e presentati in Banca d'Italia il 31 maggio 2005.

4.2. L'APPLICAZIONE DELLE METODOLOGIE ADOTTATE

Nel presente paragrafo si descrivono i profili metodologici ed applicativi rilevanti per la determinazione dei parametri necessari all'applicazione dei metodi di stima prescelti.

4.2.1. METODO UEC COMPLESSO

a) Il patrimonio netto rettificato

Per la determinazione del patrimonio netto rettificato, è stato assunto, quale base di partenza, il patrimonio netto contabile, comprensivo del fondo rischi bancari generali, di Tercas al 31/12/2004 così come risultante dall'approvazione della destinazione dell'utile d'esercizio 2004 proposta dagli amministratori agli azionisti nel documento di bilancio.

Il patrimonio netto contabile così determinato è stato corretto in modo da esprimere il suo valore corrente. A tal fine sono state rettificate le seguenti poste:

- portafoglio titoli (voci 20, 50, 60 dell'attivo)
- partecipazioni (voci 70 e 80 dell'attivo)
- immobilizzazioni materiali (voce 100 dell'attivo)

La tabella seguente riepiloga la quantificazione del patrimonio netto rettificato dinanzi descritta.

Tab. 1 Determinazione del patrimonio netto rettificato al 31/12/2004

	Valori (mln €)
Fondo per rischi bancari generali	70,2
Capitale	26,0
Sovrapprezzi di emissione	44,5
Riserve:	101,7
(a) riserva legale	4,8
(b) riserva per azioni o quote proprie	-
(c) riserve statutarie	25,4
(d) altre riserve	71,5
Riserve di rivalutazione	4,9
Utili (Perdite) portati a nuovo	-
Utile (Perdita) d'esercizio	10,5
Patrimonio netto	257,8
distribuzione dividendi	-5,7
Fondo erogazioni speciali	-0,2
Ricostituzione perdita cartolarizzazione	2,9
Patrimonio netto post	254,7
Crediti alla clientela	-
Titoli	0,6
Partecipazioni	11,8
Immobilizzazioni	12,9
Patrimonio netto rettificato	280,1

b) Il valore della raccolta

Il calcolo del "valore della raccolta" è un momento caratteristico del processo di stima del capitale economico delle aziende bancarie. Esso è eseguito mediante applicazione di coefficienti di derivazione essenzialmente empirica ed è concettualmente configurato come stima del valore di un "bene immateriale", ed è normalmente definito come "avviamento".

Nel profilo applicativo, il valore di avviamento della raccolta da clientela è stato commisurato alla raccolta diretta e indiretta risultante dal bilancio individuale di Tercas al 31/12/2004.

La valorizzazione della raccolta è stata effettuata applicando ai volumi di Tercas dei coefficienti di valorizzazione derivati dalla stima della redditività effettiva per la Banca delle diverse forme di raccolta. Per la descrizione della metodologia di stima applicata si rimanda all'appendice (cfr. par. 6.8).

I parametri utilizzati per le diverse forme tecniche di raccolta sono stati differenziati in modo tale da esprimere la differenza di onerosità delle varie forme tecniche e, quindi, i variabili contributi reddituali delle stesse.

La tabella seguente riepiloga i coefficienti applicati alle singole forme tecniche.

Tab. 2 Coefficienti di avviamento della raccolta da clientela

Classi di raccolta	Metodologia Prometeia	Azioni delle Banche Quotate, giugno 2005	Altre operazioni ⁴
Debiti verso clientela (C/C, dep e pct)	8,9%	7,6%	
(a) conti correnti	9,3%		2,9%
Debiti rappresentati da titoli	4,7%		
(a) obbligazioni	0,4%	1,3%	1,0%
(b) certificati di deposito	5,3%	4,8%	1,7%
Raccolta Indiretta	2,7%	3,81%	

All'esito del procedimento di valorizzazione della raccolta da clientela secondo i parametri Prometeia, si è pervenuti alla quantificazione di un avviamento complessivo di 201 mln €.

c) Il reddito medio – normale atteso

Il reddito medio – normale atteso è stato calcolato prendendo a riferimento l'utile d'esercizio per gli anni 2002, 2003 e 2004 della Cassa e le prospettive reddituali per il biennio 2005-'06 contenute nel Piano Industriale. Prometeia ha inoltre provveduto ad integrare queste informazioni con la simulazione dei risultati economici e patrimoniali della Banca mostrati dall'applicazione di un modello di simulazione basato su stime e previsioni elaborate dai propri uffici interni per il biennio 2005-'07. I risultati ottenuti sono stati condivisi con la Cassa ed integrati alla luce delle riflessioni strategiche della Direzione in modo tale da disporre di stime basate sia sulle capacità reddituali già dimostrate, sia sulle attese di reddito ragionevolmente prevedibili.

I risultati di ciascun esercizio sono stati oggetto di un processo di normalizzazione, finalizzato ad eliminare o stemperare gli effetti di componenti di reddito di natura straordinaria e non ripetitiva. In particolare, dai redditi ordinari di ciascun esercizio sono stati stornati:

- Gli accantonamenti al fondo rischi bancari generali

⁴ Si fa riferimento ai valori presentati nel prospetto informativo di Carispaq, Cassa di Risparmio della Provincia dell'Aquila, in occasione dell'Offerta Pubblica di Sottoscrizione di 200.000 azioni ordinarie (maggio 2005).

- Le perdite sui crediti da cartolarizzazione
- I proventi ed oneri straordinari

I redditi così rettificati sono stati corretti monetariamente, sono stati cioè riespressi con il medesimo metro monetario, ipotizzando un tasso d'inflazione pari al 2% in tutti gli anni analizzati ed un'imposizione fiscale sul reddito rettificato lordo pari al 37,25% costante negli anni⁵. E' stata quindi calcolata una media ponderata dei risultati ottenuti utilizzando dei parametri di ponderazione costruiti in modo da evidenziare la maggiore incertezza associata ai risultati maggiormente distanti nel tempo dal momento della presente valutazione.

In sintesi, il processo di normalizzazione illustrato ha condotto all'individuazione di un reddito medio - normale di circa 20 milioni di €.

d) I tassi e l'orizzonte temporale di riferimento

Gli altri parametri applicativi del metodo misto UEC complesso, tenuto conto del settore operativo delle azienda in esame, del grado di rischiosità della società, dei valori impliciti negli attuali multipli di mercato per le aziende bancarie quotate, sono stati fissati come segue:

- i = pari a 6,9%, Roe medio delle banche nel periodo 2002-'04, così come risulta da " Rapporto sul sistema bancario italiano 2004", ABI maggio 2005
- i' = pari al tasso privo di rischio, individuato nel rendimento del BTP decennale con scadenza 1/08/2015 e pari a 3,32%
- n = 3 anni in caso di *badwill* e 5 in caso di *goodwill*

e) I risultati del modello UEC Complesso

Il criterio UEC complesso porta alla definizione del valore di Tercas in funzione dei parametri sopra descritti e nel seguito riassunti.

⁵ A fini prudenziali non si è tenuto conto delle manovre di riduzione dell'IRAP prevista a partire dal 2006 che al momento della presente valutazione (luglio 2005) sono in discussione al governo.

Tab. 3 Risultati del metodo UEC Complesso

	Valori (mln €)
Patrimonio netto rettificato	280,1
Avviamento sulla raccolta	201,4
Patrimonio netto complesso	481,5
Reddito medio normale atteso	19,7
Tasso di rendimento del settore	6,9%
Tasso di attualizzazione	3,3%
Orizzonte temporale	3
Goodwill/(Badwill)	-37,9
Valore complessivo	443,5
Valore per azione (€)	8,9
Price to Book Value	1,7

4.2.2. METODO DDM

a) Il flusso di dividendi distribuibile

Nello svolgimento della valutazione di Tercas, si è preferito adottare il criterio del DDM nella sua variante *Excess Capital* rispetto al DDM puro (che attualizza i flussi distribuibili sulla base della politica dei dividendi perseguita dall'azienda), in quanto si ritiene, anche in coerenza con quanto più di recente rintracciabile nella prassi valutativa, che tale variante si presti meglio alla valorizzazione degli istituti di credito. Tale variante, inoltre, prescinde dalla politica di distribuzione annunciata o storicamente perseguita dalla società.

Al fine di calcolare il dividendo massimo distribuibile per l'applicazione del criterio, è stato definito il livello minimo di patrimonializzazione per garantire l'operatività della banca, quantificato in un coefficiente *Total Risk Ratio*⁶ pari al 8%, anche tenuto conto della normativa attualmente in vigore, e dell'introduzione a partire dal 2007 (prima applicazione 31-12-2006) della nuova normativa (cosiddetta Basilea II).

Ai fini della valutazione è assunto come orizzonte temporale esplicito per la determinazione dei flussi il periodo 2005 – 2014, oltre il quale, il valore della Banca è dato dal valore attuale del *Terminal Value* calcolato sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione coerentemente con un *payout ratio* che rifletta la redditività sostenibile (cfr par. 3.2). Non si è computato nel processo di attualizzazione il dividendo di

⁶ Patrimonio di Vigilanza / Attività ponderate per il Rischio.

competenza dell'esercizio 2004 in quanto già incassato dalla Fondazione, viceversa è stato computato il dividendo di competenza dell'esercizio 2005 che la Fondazione prevede di assegnare ai destinatari dell'offerta.

Nell'individuazione dello sviluppo del Conto Economico e dello Stato Patrimoniale di Tercas, si è fatto riferimento:

- Per il periodo 2005-'07 alla simulazione inerziale sviluppata da Prometeia prendendo in considerazione gli elementi del piano strategico 2004-'06 sviluppato dalla Banca e le riflessioni della Direzione relativi al periodo 2006-'07
- Per il periodo 2008-'14 il tasso di crescita degli utili è stato fatto convergere linearmente al tasso di crescita di lungo periodo calcolato in base alla relazione [5]

Le proiezioni hanno portato all'individuazione di un tasso medio annuo di crescita dell'utile netto della Banca nel periodo 2005 - 2014 pari a circa l'11,3%.

b) Il costo del capitale

Il tasso di attualizzazione dei flussi corrisponde al tasso di rendimento richiesto dagli investitori per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio e rappresenta pertanto il rendimento dei mezzi propri atteso dagli azionisti in relazione al grado di rischio dell'investimento.

I parametri per la sua determinazione, secondo lo schema del *Capital Asset Pricing Model*, sono illustrati nella seguente tabella.

Tab. 4 Elementi per la determinazione del costo del capitale

	2005	2006	Terminal Value
Tasso risk free	3,67%	3,84%	3,84%
Beta	0,83	0,83	1
Premio per il rischio	4,00%	4,00%	4,00%
Costo del capitale	6,98%	7,15%	7,84%

Per il periodo 2007-'14, il costo del capitale è stato fatto convergere linearmente al costo del capitale di lungo periodo. Poiché Tercas non è quotata, il coefficiente β è stato determinato come media semplice dei β delle banche *small cap* e di alcune popolari *comparables* quotate alla Borsa di Milano rilevati al 30 aprile 2005 (cfr par. 6.10).

c) Il Terminal Value

Il Valore Terminale è stato calcolato sulla base di un multiplo dei dividendi distribuibili, come risulta al termine del periodo di previsione esplicita. Il ROE sostenibile nel lungo periodo è posto ad un livello pari al costo del capitale di lungo periodo maggiorato di un punto percentuale: si ritiene infatti che, anche in un'ottica di lungo termine, la dinamica competitiva non riesca ad annullare completamente la capacità di creare valore, allineando perfettamente il rendimento del capitale di rischio al suo costo⁷. In base alle relazioni

$$[4] \quad TV = \frac{D_{n+1}}{k_e - g}$$

$$[5] \quad g = ROE_{PNV} \times (1 - payoutratio)$$

essendo il *payout ratio* di lungo periodo pari al 60%, il fattore di crescita "g" è risultato essere uguale a 3,54%.

d) I risultati del modello DDM

Il metodo DDM porta alla definizione del valore di Tercas in funzione dei parametri sopra descritti e nel seguito riassunti.

Tab. 5 Risultati del metodo DDM

	Valori in mln di €
Flussi di dividendo potenziali 2005- 2014	251,4
Terminal Value	660,8
Costo del capitale medio (%)	7,6
TRR target (%)	8,0
Valore complessivo	528 316,9
Valore per azione (€)	10,57
Price to Book Value	2,07

⁷ Nelle valutazioni ottenute dal DDM è spesso prevista una significativa creazione di valore negli stadi iniziali nei quali i dividendi o i flussi di cassa disponibili per gli azionisti crescono a tassi superiori al livello di lungo termine. Da ciò consegue che un'applicazione di questa previsione ripetuta nel tempo porta, nei fatti, ad un'ovvia espansione dell'intervallo di tempo caratterizzato da creazione di valore, rispetto a quanto ipotizzato in sede di prima valutazione, con il risultato di allontanare sempre più il momento della convergenza fra rendimento e costo del capitale di rischio. L'ipotesi dell'uguaglianza fra rendimento e costo del capitale nella stima del terminal value, e quindi di un price-Book-value di lungo periodo uguale a uno è presente in Panigirtzogiou N. e Scammell R. (2002) op. cit., ma non nel modello fondamentale della Banca Centrale Europea.

4.2.3. METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO

a) Selezione del campione di riferimento

Come ricordato nel precedente capitolo (cfr. par.3.3) una delle ipotesi fondamentali alla base di tale metodologia è l'affinità, da un punto di vista sia operativo che finanziario, fra la banca oggetto di valutazione e quelle del campione di confronto. La significatività dei risultati è strettamente dipendente dalla confrontabilità del campione

Il campione di *comparables* utilizzato per Tercas è stato selezionato, come per il coefficiente β , nell'ambito delle banche di piccola capitalizzazione alla Borsa di Milano e delle popolari comparabili (cfr. par. 6.10). Tali banche, infatti, risultano sostanzialmente confrontabili per dimensione e operatività ed in particolare per la caratteristica di essere banche a vocazione locale.

b) Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per le quotazioni di Borsa

Questa fase implica la scelta tra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale, ed un valore puntuale, relativo ad una data specifica.

In coerenza con quanto applicato nelle proprie attività di ricerca, Prometeia ha utilizzato la media semplice degli ultimi cinque giorni di contrattazione del mese di aprile 2005.

c) Identificazione dei rapporti ritenuti significativi per il settore oggetto di analisi

Esistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del metodo dei multipli di mercato. La scelta avviene in base alle caratteristiche del settore e del campione in esame. Per quanto concerne l'analisi effettuata è stato utilizzato il rapporto Prezzo / Patrimonio netto (*Price to Book Value*).

d) Determinazione dei risultati delle banche incluse nel campione

Per le banche che compongono il campione di confronto sono state utilizzate le informazioni e le elaborazioni sviluppate all'interno del rapporto Prometeia "Le azioni delle banche quotate", giugno 2005. In particolare, i rapporti Prezzo / Patrimonio netto per gli anni 2005, 2006 e 2007 sono calcolati sulla base delle stime e previsioni effettuate da Prometeia sulle banche quotate italiane.

Sulla base delle considerazioni precedentemente elencate, i multipli ottenuti per le banche incluse nel campione di confronto sono indicati nella tabella seguente.

Tab. 6 Il campione utilizzato per l'applicazione del metodo Multipli di Mercato

Banche quotate	PBV '04	PBV '05	PBV '06	PBV '07
CRF	1,77	1,87	1,77	1,68
Banca Etruria	1,35	1,27	1,20	1,12
BP Spoleto	1,01	1,38	1,33	1,28
BPER	1,52	1,59	1,49	1,38
BP Unite	1,27	1,32	1,28	1,22
Media	1,38	1,49	1,42	1,34

Dall'applicazione di tale metodo, il valore della banca risulta dato da

Tab. 7 Risultati del metodo Multipli di Mercato

	2004	2005	2006	2007
Valore complessivo (mln €)	352,3	378,3	360,7	340,3
Valore per azione	7,05	7,57	7,21	6,81
PBV	1,37	1,49	1,44	1,38

5. CONCLUSIONI

5.1. IL CAPITALE SOCIALE ED IL NUMERO DI AZIONI DI TERCAS

Il capitale sociale della Banca alla data di riferimento della presente analisi ammonta a 26 000 000 di € suddiviso in 50 mln di azioni ordinarie del valore nominale di 0,52 € ciascuna.

5.2. L'INTERVALLO DI VALUTAZIONE INDIVIDUATO

Sulla base dei metodi sopradescritti si è pervenuto ad individuare un intervallo di valutazione per le azioni della Tercas compreso tra 7,6 € e 10,6 €.

Tab. 8 Riassunto risultati dei metodi applicati

	Metodo misto	DDM	Metodo dei multipli	Media
Valore complessivo (mln €)	443,5	528,3	378,6	450,1
Valore per azione (€)	8,9	10,6	7,6	9,0
Price Book Value	1,7	2,1	1,5	1,8

6. ALLEGATI

6.1. IL PATRIMONIO NETTO CONTABILE

Il Patrimonio netto contabile di Tercas al 31 dicembre 2004 è pari a 258 mln €. In base alla proposta di ripartizione degli utili come indicata nella relazione degli amministratori contenuta nel bilancio individuale al 31/12/2004 il valore del patrimonio netto di Tercas diventa pari circa 255 mln di €

Tab 9 Composizione del patrimonio netto contabile

	Dicembre 2004
Fondo per rischi bancari generali	70 227 732
Capitale	26 000 000
Sovrapprezzi di emissione	44 544 408
Riserve:	101 669 676
(a) riserva legale	4 757 152
(b) riserva per azioni o quote proprie	-
(c) riserve statutarie	25 413 359
(d) altre riserve	71 499 165
Riserve di rivalutazione	4 870 861
Utili (Perdite) portati a nuovo	-
Utile (Perdita) d'esercizio	10 473 348
Patrimonio netto	257 786 025
distribuzione dividendi	-5 700 000
Fondo erogazioni speciali	-230 000
Ricostituzione perdita cartolarizzazione	2 879 955
Patrimonio netto post	254 735 980

6.2. RETTIFICHE DELLE POSTE PATRIMONIALI

Al fine di attribuire al capitale una stima del suo effettivo valore di mercato, i valori contabili degli elementi dell'attivo e del passivo di bilancio sono stati opportunamente rettificati.

Le poste patrimoniali oggetto di analisi sono state:

- il portafoglio titoli di proprietà
- le partecipazioni e le partecipazioni in imprese del Gruppo

- gli immobili strumentali e non strumentali
- il portafoglio crediti e relativo fondo svalutazione

6.3. RETTIFICHE DELLE POSTE PATRIMONIALI - IL PORTAFOGLIO TITOLI

I titoli sono stati valutati in base al valore di mercato così come calcolato nella Nota Integrativa al bilancio civilistico di Tercas

Tab 10 Il portafoglio titoli di proprietà

	Valore di bilancio (mgl €)	Valore di mercato (mgl €)
1. Titoli di debito	684 608	685 216
1.1 Titoli di Stato:	376 623	376 837
- Quotati	376 623	376 837
- Non quotati	-	-
1.2 Altri titoli:	307 985	308 379
- Quotati	407	408
- Non quotati	307 578	307 971
2. Titoli di capitale:	21 130	21 520
- Quotati	21 130	21 520
- Non quotati	-	-
Totale	705 738	706 736

Il criterio adottato da Tercas per l'iscrizione in bilancio è quello del minor valore tra il costo ed il prezzo di mercato risultante:

- per i titoli quotati, dalla media aritmetica dei prezzi dell'ultimo mese;
- per i titoli non quotati, dal presumibile valore di realizzo, ottenuto attualizzando i flussi finanziari futuri a tassi di mercato correnti

6.4. RETTIFICHE DELLE POSTE PATRIMONIALI - GLI IMMOBILI

Per la determinazione del valore corrente degli immobili si è fatto riferimento ad apposite stime elaborate dalle funzioni interne della Tercas al fine di individuare il più probabile valore di mercato degli immobili alla data della stima.

Tab 11 Composizione del valore immobiliare

	Costo storico	Valore di bilancio (loro f.do di ammortamento)	Valore di realizzo
di proprietà TERCAS	22 608 610	40 931 946	55 005 500
di proprietà f.i.p.	1 703 967	2 590 318	4 318 140
di proprietà f.l.	113 104	162 946	232 222
Totale	24 425 680	43 685 209	59 555 862

6.5. RETTIFICHE DELLE POSTE PATRIMONIALI - LE PARTECIPAZIONI

Tab 12 Elenco delle partecipazioni al 31/12/2004

	CONTROVALORE DI BILANCIO	% DI INTERESSENZA	VALUTAZIONE	PLUS / MINUS
Partecipazioni in imprese del gruppo				
Sogiter srl	1 052 821	99.000	1 052 819	- 1
Terleasing spa	11 680 236	88.797	13 122 845	1 442 609
Partecipazioni rilevanti				
Kreos srl	8 000	80.000	8 075	75
Terbroker srl	78 378	71.200	251 000	172 622
Tercas sicav lux	30 000	0.077	33 395	3 395
Partecipazioni in imprese quotate				
Banca intesa spa	1 793 781	0.008	2 112 955	319 175
San paolo imi	301 141	0.025	4 157 976	3 856 834
Altre partecipazioni				
Banca d'italia	59	0.038	5 678 125	5 678 066
Cartasi spa	56 396	0.320	191 443	135 047
Autostrada dei parchi	-	1.076	64 737	64 737
Eurocasse sim spa	-	0.160	-	-
Centro factoring spa	12 047	0.034	12 047	0
Elsag spa	64	0.003	64	0
C.s.e. Soc. Consortile	1 576 223	4.000	1 569 364	-6 859
Servizi bancari ssb	951	0.094	46 586	45 635
Siteba spa	3 796	0.145	21 232	17 437
Mps mercant spa	1 021	0.001	3 124	2 103
Abruzzo sviluppo spa	12 822	5.844	12 822	- 0

	CONTROVALORE DI BILANCIO	% DI INTERESSENZA	VALUTAZIONE	PLUS / MINUS
Sia spa	3 132	0.015	11 153	8 021
Alfa spa	57 069	16.088	57 069	- 0
Centro iperbarico po.ricerca	0	7.273	-	- 0
Sviluppo italia abruzzo	121 109	2.930	153 092	31 982
Eurobic piceno aprutino	0	0.693	-	- 0
Fira spa	469 518	9.992	469 486	- 32
Gran sasso laga	1 287	5.474	1 287	0
Isveimer spa	1	0.061	-	- 1
Saga spa	50 967	2.163	50 967	0
Cons industriale prov	-	12.658	-	-
Ag.en.a srl	1 400	7.000	1 451	51
Investimenti immobiliari srl	100 000	50.000	100 000	-
Swift	625	0.006	8 379	7 754
Totale	17 412 844		29 191 494	11 778 650
In imprese nel gruppo	12 733 057		14 175 664	1 442 607
In altre partecipazioni	4 679 787		15 015 829	10 336 043

La valutazione delle partecipazioni in imprese non del gruppo è stata effettuata secondo i seguenti metodi:

- Metodo del Patrimonio netto per le partecipazioni in società non quotate (ad eccezione di Banca d'Italia)
- Media aritmetica dei prezzi di listino rilevati negli ultimi 6 mesi per i titoli quotati (criterio contabile TERCAS)
- Azzeramento del valore delle partecipazioni in imprese in crisi manifesta (criterio contabile TERCAS)
- Metodo del DDM per la partecipazione in Banca d'Italia - dove si è assunto per i dividendi un tasso di crescita del 3% applicato al dividendo 2004 e come tasso di sconto il Btp a 10 anni con scadenza il 1° agosto 2015.

La valutazione delle partecipazioni in imprese del gruppo, consolidate e controllate, è stata effettuata secondo i seguenti metodi:

- per la Terleasing S.p.A. il valore di bilancio è inferiore di € 1,4 milioni rispetto al corrispondente valore che si ottiene con il calcolo del patrimonio netto. Tale differenza origina per la gran parte dagli utili conseguiti nei precedenti esercizi e non distribuiti;

- Per la Sogiter S.r.l. il valore di iscrizione, maggiore di 935 mila € rispetto al valore che emerge dall'applicazione del metodo del patrimonio netto, è conseguente all'apprezzamento della società al momento del rilievo della quota ed è riferibile al valore connesso all'immobile di proprietà come asseverato nella perizia giurata di stima dell'immobile stesso;
- Per la Terbroker S.r.l. il valore di iscrizione, inferiore di 173 mila € rispetto al valore che emerge dall'applicazione del metodo del patrimonio netto, è conseguente agli utili di esercizi precedenti accantonati. La suddetta società a termini della normativa di Vigilanza non fa parte del gruppo bancario;
- Per la Kreos S.r.l. l'attività connessa al recupero dei crediti acquisiti è segregata e gli utili conseguenti la propria attività non vengono apprezzati nel patrimonio sociale. Essi hanno infatti un vincolo di destinazione al soddisfacimento delle obbligazioni contratte nei confronti dei sottoscrittori dei titoli emessi dalla società medesima. Conseguentemente il valore di iscrizione della partecipazione riflette appieno la valutazione effettuata con l'applicazione del metodo del patrimonio netto.

6.6. RETTIFICHE DELLE POSTE PATRIMONIALI - I CREDITI ALLA CLIENTELA

Circa le rettifiche sui crediti alla clientela, Prometeia non ha effettuato specifiche analisi ritenendo opportuno attenersi a quanto indicato nella relazione di approvazione del bilancio al 31/12/2004 in cui si ricorda l'adeguatezza degli accantonamenti a fronte di rischi sui crediti sulla base di "*stime sempre ispirate alla massima prudenza*".

6.7. RETTIFICHE DELLE POSTE PATRIMONIALI - ONERI FISCALI POTENZIALI

Per la stima degli oneri fiscali potenziali sono stati applicati i seguenti coefficienti:

- Portafoglio titoli
 - L'aliquota fiscale per le plusvalenze risultanti è quella ordinaria del 32,25%, in considerazione dei tempi relativamente brevi nei quali potrebbe avvenire il realizzo delle plusvalenze medesime
- Partecipazioni
 - Nessuna tassazione per le plusvalenze da partecipazioni
- Immobili
 - sulle plusvalenze potenziali realizzabili da immobili dopo 10 anni dalla data di valutazione è stata calcolata una imposizione fiscale teorica forfetariamente dimezzata pari al 18,63%, in quanto il relativo onere potrà

aversi in più esercizi soltanto in parte, trattandosi di beni in larghissima quota strumentali all'attività bancaria

6.8. FRANCHISE VALUE - LA METODOLOGIA DI CALCOLO

Se nei primi anni '90, il *franchise value*, ovvero l'avviamento della raccolta, era calcolato applicando un coefficiente al complesso della sola raccolta diretta da clientela, negli ultimi anni, il calcolo dell'avviamento nell'ambito del metodo patrimoniale complesso e di quello misto, si è fatto più articolato, includendo sia la raccolta diretta che quella indiretta, ognuna con un proprio coefficiente. Si sono anche previsti coefficienti diversi per le singole forme di raccolta: nell'ambito della diretta, più bassi per i certificati di deposito, le obbligazioni e i pronti contro termine, più alti per i meno costosi depositi a risparmio e conti correnti; nell'ambito della indiretta, più bassi per i titoli della clientela in custodia e amministrazione, più alti per i titoli della clientela in gestione (Gpm, Gpf, Fondi).

I coefficienti da applicare a Tercas sono stati determinati mediante una metodologia sviluppata da Prometeia che determina l'avviamento valutando separatamente la raccolta diretta e quella indiretta sulla base di coefficienti ottenuti attualizzando i margini reddituali generati dalle diverse forme di raccolta.

La metodologia adottata è, di seguito, dettagliata:

La raccolta totale è stata suddivisa nelle seguenti categorie: a) depositi a risparmio, conti correnti e pronti contro termine; b) certificati di deposito; c) obbligazioni e altri titoli; d) titoli di terzi in depositi amministrati e gestioni patrimoniali. Per ciascuna categoria è stato calcolato un margine reddituale che tenesse conto del diverso profilo per scadenza delle forme tecniche considerate al netto del carico fiscale (ires + irap) ma al lordo dei costi operativi (i dati di bilancio non consentono di valutare l'entità dei costi operativi connessa alle diverse forme di raccolta) sulla base delle seguenti modalità:

- 1) per l'aggregato a) il margine lordo è dato dalla differenza fra il tasso interbancario Euribor a 3 mesi medio del 2004 e il suo costo medio, misurato dal rapporto fra gli interessi passivi e gli oneri assimilati relativi al 2004 e la consistenza media di depositi a risparmio, conti correnti e pronti contro termine (semisomma dei dati di fine 2003 e 2004); il differenziale rappresenta il mark down di questa forma di raccolta diretta, cioè ciò che la banca guadagna remunerando tale raccolta meno del suo valore finanziario (costo opportunità);*
- 2) per l'aggregato b) il margine lordo è posto pari al mark down medio di sistema per il 2004 (rispetto all'Euribor 12 mesi medio del 2004) su questa forma di raccolta; il calcolo di un mark down individuale è*

infatti esposto a sensibili distorsioni a seguito del fatto che, per effetto di rimborsi e nuove emissioni, la consistenza media dei certificati di deposito, misurata come semisomma dei dati di fine 2003 e 2004, è scarsamente rappresentativa della giacenza media degli stessi;

- 3) per l'aggregato c) il margine lordo è posto pari a 25 punti base (costante nel tempo), si ritiene infatti che il mark down sulle obbligazioni sia nettamente inferiore a quello praticabile sui certificati di deposito; anche per le obbligazioni, il calcolo di un mark down individuale è soggetto ai problemi appena ricordati relativamente ai CD;*
- 4) per l'aggregato d) il margine lordo è dato dal rapporto fra le commissioni nette generate dalla raccolta indiretta nel 2004 (custodia, gestione, collocamento, negoziazione, raccolta ordini, vendite a domicilio titoli, al netto delle corrispondenti commissioni passive) e la consistenza media dei titoli di terzi in depositi amministrati e delle gestioni patrimoniali (semisomma dei dati di fine 2003 e 2004).*

I margini netti così ottenuti riflettono le caratteristiche reddituali della banca essendo influenzati sia dalla composizione dei singoli aggregati, sia dal livello dei tassi passivi e delle commissioni applicate, a loro volta funzione della qualità dei servizi offerti, della tipologia di clientela servita e della concorrenza esistente sui diversi mercati di operatività.

In base ai margini netti del 2004 e alle previsioni di sistema per ogni tipologia di margine, si sono previsti i margini netti del decennio 2005-2014. L'orizzonte decennale corrisponde ad una prassi abbastanza diffusa; la scelta di un orizzonte non infinito costituisce inoltre un contrappeso "prudenziale" alla mancata deduzione dai margini reddituali dei costi operativi. Più nel dettaglio, per ogni categoria di raccolta (obbligazioni escluse), l'andamento dei corrispondenti margini per il sistema bancario, previsto in modo puntuale fino al 2007, è stato applicato ai margini netti individuali 2004 rispettando le seguenti regole:

- i) quando il margine individuale 2004 è risultato superiore al margine di sistema 2004, la dinamica futura del margine della banca segue in modo proporzionale quella di sistema nel caso di un andamento decrescente, mentre la segue in modo parallelo nel caso di un andamento crescente. Questa difformità di comportamento è coerente con l'ipotesi che, nell'orizzonte di previsione, le banche che oggi fruiscono di margini superiori alla media riescano a mantenere tale vantaggio, ma in misura più ridotta: a fronte di una flessione dei margini di sistema avranno decrementi proporzionali in termini relativi e quindi maggiori in valore assoluto, mentre a fronte di una eventuale ripresa dei margini di sistema avranno anch'esse una crescita dei margini ma in misura fissa e non proporzionale, quanto basta per mantenere il differenziale positivo rispetto al sistema fermo al suo livello minimo raggiunto precedentemente. La*

crescente concorrenza nei servizi finanziari dovrebbe, infatti, comprimere i differenziali di margine, sia in un contesto generale orientato alla riduzione di tassi e commissioni, sia in un contesto di ripresa degli stessi;

- ii) *quando il margine individuale 2004 è risultato inferiore al margine di sistema 2004, la dinamica futura del margine della banca resta ferma al livello del 2004 fino a che risulta più basso di quello previsto per il sistema nel caso di un andamento decrescente di quest'ultimo, mentre la segue in modo parallelo nel caso di un andamento crescente o da quando il dato individuale è pari a quello di sistema. Questa difformità di comportamento è coerente con l'ipotesi che, nell'orizzonte di previsione, le banche che già oggi operano con margini inferiori alla media non siano colpite negativamente da riduzioni dei margini di sistema, mentre riescano a seguire una loro eventuale ripresa in modo proporzionale, il che significa mantenere margini individuali comunque inferiori al sistema o al più uguali.*

I margini netti previsti sui prossimi dieci anni (per gli anni dal 2008 al 2014 sono stati mantenuti costanti i dati stimati per il 2007) sono stati aggiornati secondo la curva dei tassi a termine impliciti sui BTP decennali, ottenendo un coefficiente di valorizzazione per ogni categoria di raccolta.

Sul campione considerato, i valori medi di tali coefficienti sono risultati:

- per l'aggregato composto da depositi a risparmio, conti correnti e pronti contro 7.6%;*
- per i certificati di deposito 4.82%;*
- per l'aggregato composto da obbligazioni ed altri titoli 1.28%;*
- per l'aggregato composto da titoli di terzi in depositi amministrati e gestioni patrimoniali 3.81%.*

Il franchise value di Tercas è stato individuato a partire dai volumi di raccolta diretta di Tercas al 31/12/2004.

Tab. 13 I volumi di raccolta di Tercas (valori in mgl di €)

	2002	2003	2004	CAGR 2002-'04
Debiti verso clientela:	1 466 335	1 543 804	1 653 645	6.2%
(a) conti correnti	1 319 134	1 438 088	1 552 789	8.5%
(b) depositi a risparmio				
(c) altri rapporti				
(d) pronti contro termine	147 201	105 716	100 856	-17.2%
Debiti rappresentati da titoli:	256 028	238 035	227 178	-5.8%
(a) obbligazioni	9 076	9 076	28 000	75.6%
(b) certificati di deposito	246 952	228 959	199 178	-10.2%
(c) altri titoli	-	-	-	
Fondi di terzi in amministrazione	7 575	7 007	6 377	-8.2%
Passivita' subordinate	-	-	-	
Totale raccolta diretta	1 729 938	1 788 846	1 887 200	4.4%
Risparmio gestito	444 000	444 000	475 000	3.4%
Fondi e sicav	346 000	346 000	378 000	4.5%
GP	98 000	98 000	97 000	-0.5%
Polizze assicurative	152 000	152 000	197 000	13.8%
Raccolta amministrata	937 000	937 000	942 000	0.3%
Raccolta indiretta	1 533 000	1 533 000	1 614 000	2.6%
Massa amministrata cl.	3 262 938	3 321 846	3 501 200	3.6%
Massa amm.ta inv. istit.	-	-	-	-
Massa amm.ta totale	3 262 938	3 321 846	3 501 200	3.6%

I valori del *mark down* sulle diverse forma di raccolta sono stati calcolati considerando la redditività delle giacenze medie rispetto al tasso *risk free* per l'anno 2004⁸.

Tab. 14 I valori di mark down sulle diverse forme di raccolta

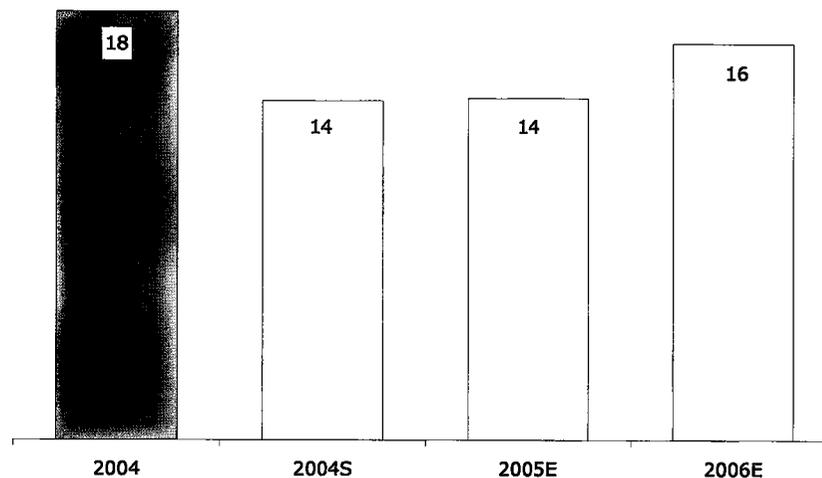
	2002	2003	2004	Sistema 2004
Depositi a risparmio	1,92	1,63	1,43	1,30
Certificati di deposito	0,31	0,30	0,59	0,50
Obbligazioni emesse	-0,34	0,20	0,07	-0,90
Totale raccolta da cliente	1,74	1,45	1,34	

⁸ Il tasso *risk free* preso a riferimento per il calcolo del *mark down* è coerente con quanto riportato nella descrizione del calcolo del *franchise value* (cfr.6.8)

6.9. IL REDDITO MEDIO NORMALIZZATO ED IL TASSO DI RENDIMENTO DEL SETTORE

Di seguito si riporta il processo analitico che ha portato ad individuare il valore del reddito medio normalizzato come precedentemente riportato (cfr. par.4.2).

Fig. 1 L'andamento dell'utile netto nel piano strategico 2004-'06 di Tercas (valori in mln di €)



- Utile netto al 31/12/2004
- Utile netto previsto nel piano strategico 2004-'06

Tab 15 La formazione dell'utile di esercizio. Valori in mln di €

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Margine di interesse	72,29	72,49	72,06	74,18	79,07	84,99
Margine di intermediazione	98,29	105,02	110,15	113,83	120,59	128,33
Risultato di gestione	31,73	37,55	39,51	41,16	45,81	51,41
Utile attività ordinarie	20,96	24,21	20,13	26,18	30,12	35,14
Utile ante imposte	20,73	26,15	27,54	26,18	30,12	35,14
Utile d'esercizio	9,44	10,04	10,47	11,70	13,42	15,72

Tab 16 Il confronto con il mercato. Tassi di variazione %

	2004-'05		2005-'06		2006-'07	
	Tercas	Sistema	Tercas	Sistema	Tercas	Sistema
Margine di interesse	2,9	1,7	6,6	6,6	7,5	7,5
Margine di intermediazione	3,3	3,1	5,9	6,1	6,4	6,5
Risultato di gestione	4,2	4,7	11,3	11,0	12,2	11,2
Utile netto	-10,6	0,4	14,8	15,4	16,6	16,0

Tab 17 Il processo di normalizzazione del reddito. Valori in mln di €

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Utile d'esercizio	9,44	10,04	10,47	11,70	13,42	15,72
Acc.to Fondo Rischi Bancari Generali	1,20	4,10	6,00	3,03	3,50	4,00
Rettifica perdita cartolarizzazione	4,59	4,59	4,59			
Proventi straordinari	-1,53	0,13	-0,71	-	-	
Oneri straordinari	1,76		1,33			
Storno fiscalità effettiva	10,09	12,01	11,07	11,45	13,20	15,42
Reddito rettificato lordo	25,55	30,87	32,76	26,18	30,12	35,14
Imputazione fiscalità ordinaria	-9,52	-11,50	-12,20	-9,75	-11,22	-13,09
Reddito sostenibile	16,03	19,37	20,55	16,43	18,90	22,05
Effetto inflazione		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ponderazione per la media		0,20	0,50	0,10	0,10	0,10
Reddito medio sostenibile				19,73		

Per la determinazione del tasso di rendimento del settore rispetto al quale determinare l'esistenza di un *goodwill/badwill* per la Tercas si è fatto riferimento a quanto riportato nel "Rapporto sul sistema bancario italiano 2004", ABI, maggio 2005. Rispetto ai valori rilevati si è proceduto ad una loro normalizzazione attraverso l'eliminazione dei proventi straordinari. Del risultato così ottenuto si è fatta una media ponderata privilegiando gli anni più recenti.

Tab. 18 Determinazione del Tasso di rendimento del Settore (valori in mln €)

	2002	2003	2004
Utile d'esercizio	7 891	9 281	12 394
Utile straordinario al netto imp. fisc.	1 461	1 089	1 798
Utile rettificato	6 430	8 192	10 596
ROE effettivo (%)	6,81	7,35	9,27
ROE rettificato (%)	5,55	6,49	7,93
Ponderazione	0,20	0,40	0,40
ROE medio (%)		6,9	

6.10. IL COSTO DEL CAPITALE

Il costo del capitale proprio della banca è misurato secondo la definizione adottata nel *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) in base alla relazione [3] (cfr. par. 3.2):

$$k_i = r_f + \beta_i \cdot (r_m - r_f)$$

Secondo la teoria, l'investitore che acquista azioni della banca *i*-esima richiederà un rendimento (K_i) pari a quello di una attività priva di rischio maggiorato di una proporzione β_i del premio per il rischio del mercato $(r_m - r_f)$, rappresentativa del contributo marginale, in termini di volatilità, che il titolo apporta ad un portafoglio ben diversificato. Per utilizzare operativamente la definizione descritta, è necessario procedere con la stima del beta dei titoli.

La misurazione del beta, ovvero della quota di rischio che non può essere diversificata dall'investitore marginale del titolo, viene effettuata sulla base del *market model* e corretta tramite la metodologia proposta da Vasicek . Il

modello di mercato (*market model* o *single index model*) considera il rendimento di un'attività finanziaria in funzione del rendimento del portafoglio di mercato ed è espresso come:

$$[6] \quad k_i = \alpha_i + \beta_i \cdot r_{mt} + e_{it}$$

α_i rappresenta un fattore costante nel tempo e non legato all'andamento del mercato;

β_i misura la sensibilità del rendimento del titolo i al rendimento del portafoglio di mercato;

r_{mt} è il rendimento del portafoglio di mercato al tempo t ;

e_{it} rappresenta il termine di errore, racchiude gli eventi imprevedibili che possono influenzare r_{mt} .

Il modello di mercato è stimato impiegando i rendimenti mensili di ogni titolo azionario in un arco temporale di 5 anni e utilizzando, come *proxy* del rendimento del portafoglio di mercato, il Mib storico generale.

Nel caso in cui un titolo sia poco liquido, si ritiene che i beta risultanti dal modello di *market model* siano non significativi, a causa delle distorsioni generate dalle scarse negoziazioni sui rendimenti rispetto all'andamento del mercato. Per non incorrere nelle distorsioni legate alla scarsa liquidità del titolo, e quindi per evitare che un livello eccessivamente basso del beta sia frutto di un basso livello di scambi più che di un effettivo minore livello di rischiosità, è stato utilizzato un meccanismo di correzione che tiene conto anche dei seguenti elementi: la volatilità relativa dei titoli rispetto all'indice di mercato e una stima di beta teorici che derivano dalla relazione ottenuta con una regressione sugli indici di bilancio ritenuti rappresentativi del livello di rischio dell'attività svolta dalla banca.

Si procede in modo analogo per i titoli il cui beta non è risultato significativo sulla base della regressione dei rendimenti dei prezzi alla data di riferimento.

In entrambi i casi, il beta complessivamente attribuito si ottiene come valore medio tra il beta risultante dal *market model* (o il valore dell'estremo inferiore dell'intervallo di confidenza calcolato sulla media dei beta statisticamente significativi e relativi a banche con turnover superiore al valore mediano), la volatilità relativa e il beta teorico.

Nel caso specifico, il tasso di rendimento del capitale di rischio stimato in base al modello descritto è stato ottenuto valorizzando i parametri come di seguito indicato:

- Tasso *Risk free*: Previsione BTP decennale Prometeia, Rapporto di previsione, aprile 2005 con rendimenti lordi di seguito indicati

Tab. 19 Previsioni dei rendimenti lordi tasso *risk free*

	2005	2006	2007
Btp decennale	3,67%	3,84%	3,84%

- Beta ottenuto come media di *small cap* e popolari *comparables* pari a 0,83

Tab. 20 Beta banche *small cap* e popolari *comparables*

Banche quotate	Coefficiente β
CRF	0,99
BANCA ETRURIA	0,88
BP SPOLETO	0,82
BPER	0,63
MEDIA	0,83

- Premio per il rischio pari al 4,00% come tratto da "Le Azioni delle Banche Quotate", Prometeia, giugno 2005.

6.11. LE CARATTERISTICHE DEI COMPARABLES SELEZIONATI

Tab. 21 I principali indicatori dimensionali (dicembre 2004)

<i>Comparables</i>	PBL	Mezzi propri	Sportelli	Dip,
CRF	49 942	1 049	510	7 639
BANCA ETRURIA	11 632	311	161	1 753
BP SPOLETO	4 452	116	84	557
BPER	81 704	1 568	1105	11 176
BP UNITE	141 063	3 736	1209	14 563
MEDIA	57 759	1 356	614	7 138
TERCAS	4 863	247	85	744

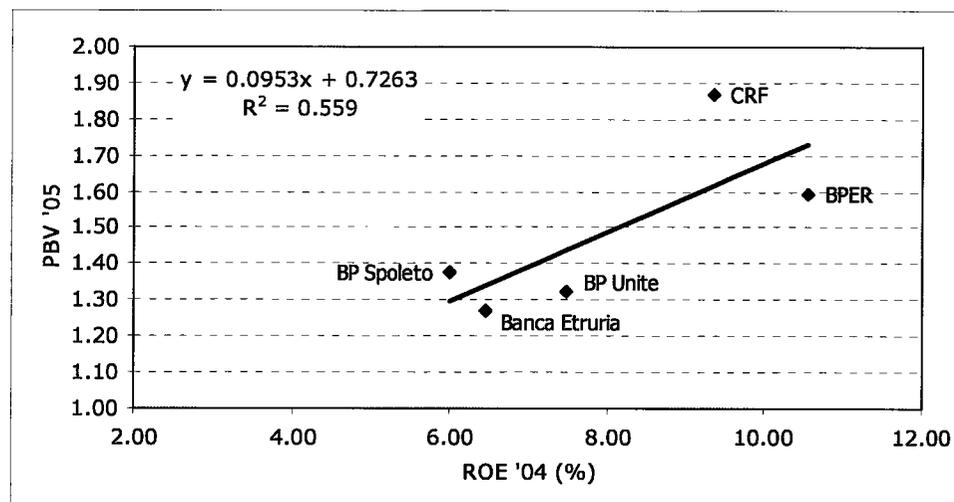
Tab. 22 I principali indicatori di *performance* (dicembre 2004)

<i>Comparables</i>	Capitalizz.	ROE	Cost / Income	COEFF
CRF	2 262	9,35	65,99	9,87
BANCA ETRURIA	496	6,46	70,87	10,10
BP SPOLETO	172	5,99	70,56	9,91
BPER	3 018	10,53	61,56	9,19
BP UNITE	5 624	7,47	66,38	10,03
MEDIA	2 315	7,96	67,07	9,82

Tab. 23 Il confronto dei *Price Book Value* negli anni

<i>Comparables</i>	PBV '04	PBV '05	PBV '06	PBV '07
CRF	1,77	1,87	1,77	1,68
BANCA ETRURIA	1,35	1,27	1,20	1,12
BP SPOLETO	1,01	1,38	1,33	1,28
BPER	1,52	1,59	1,49	1,38
BP UNITE	1,27	1,32	1,28	1,22
MEDIA	1,38	1,49	1,42	1,34

Fig. 2 Regressione tra ROE e PBV per i *comparables*



6.12. LE TRANSAZIONI PIÙ RECENTI

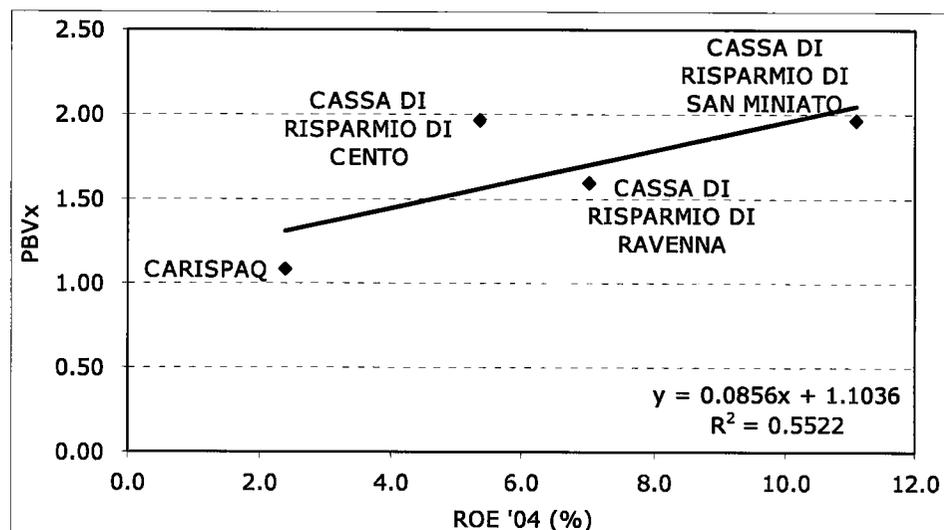
Tab 24 Le caratteristiche delle operazioni comparate

	Tipo operazione	% collocata	PBV
CARISPAQ	Aumento capitale	6	1,09
CASSA DI RISPARMIO DI SAN MINIATO	OPV	5	1,97
CASSA DI RISPARMIO DI RAVENNA	Aumento capitale	26	1,60
CASSA DI RISPARMIO DI CENTO	Aumento capitale	12	1,97
MEDIA			1,66
TERCAS	OPV	15	

Tab 25 I principali indicatori delle banche considerate

	Patrimonio netto (mln €)	ROE '04	Coeff. di Vigilanza
CARISPAQ	150	2,40	8,8
CASSA DI RISPARMIO DI SAN MINIATO	187	11,09	10,2
CASSA DI RISPARMIO DI RAVENNA	378	7,02	19,8
CASSA DI RISPARMIO DI CENTO	151	5,34	9,8
MEDIA	217	6,46	12,1
TERCAS	261	6.56	15.3

Fig. 3 Regressione tra ROE e PBV nelle operazioni confrontate



6.13. I RISULTATI DELLE PRECEDENTI VALUTAZIONI DI TERCAS

Tab 26 Risultati delle precedenti valutazioni (1994, 1998)

	Patrimonio netto (mln€)	Valore stimato (mln €)	PBV	Prezzo per azione (€)
<i>Valutazione media 1994</i>	151,0	251,4	1,7	5,0
Valore patrimoniale complesso		259,8	1,7	5,2
Valore di mercato		269,0	1,8	5,4
Valore reddituale		225,4	1,5	4,5
<i>Valutazione media 1998</i>	195,4	296,4	1,5	5,9
Metodo misto patrimoniale-reddituale		298,7	1,5	6,0
Metodo patrimoniale complesso		351,3	1,8	7,0
Metodo reddituale		239,3	1,2	4,8