

Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra: Economia delle aziende di credito

LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO
“IN TEMPI DI CRISI”

RELATORE

Chiar.mo Prof. Matteo Arpe

CANDIDATO

Fabrizio Mantegazza

Matr. 631461

CORRELATORE

Chiar.mo Prof. Antonio Blandini

ANNO ACCADEMICO

2011-2012

Introduzione.....	4
1. L'analisi del bilancio bancario.....	8
1.1. Introduzione.....	8
1.2. Il bilancio bancario.....	8
1.3. La riclassificazione di Stato Patrimoniale e Conto Economico.....	10
1.4. Gli indici di bilancio.....	12
2. La previsione dei risultati economici.....	16
2.1. Introduzione.....	16
2.2. Il margine di interesse.....	17
2.3. Le commissioni nette.....	20
2.4. Il Trading income.....	21
2.5. I costi operativi.....	22
2.6. Rettifiche su crediti.....	22
2.7. I <i>Risk Weighted Asset</i>	23
3. Valutazione d'azienda: aspetti generali.....	25
3.1. Classificazione.....	25
3.2. Metodo patrimoniale e patrimoniale complesso.....	25
3.3. Aspetti generali e <i>Discounted Cash Flow</i>	27
4. I metodi di valutazione delle aziende di credito.....	29
4.1. I motivi dell'inapplicabilità dei modelli tradizionali.....	29
4.2. I modelli utilizzati.....	31
4.3. Il <i>Dividend discount model</i>	34
4.4. Il modello <i>Excess Return</i>	38
4.5. Il <i>Sum Of The Parts Method</i>	40
5. Costo del capitale.....	43
5.1. Tasso <i>risk free</i>	43
5.2. Equity risk premium.....	44
5.3. Beta.....	47

6.	Valutazione relativa.....	50
6.1.	Fondamenti teorici.....	50
6.2.	Le società comparabili e l'orizzonte temporale.....	51
6.3.	Il multiplo P/E.....	52
6.4.	Il multiplo P/B.....	54
6.5.	La Value Map.....	56
7.	Il gruppo Unicredit.....	58
7.1.	Introduzione.....	58
7.2.	L'analisi di bilancio.....	61
7.3.	Il piano strategico e la valutazione.....	65
8.	Il modello di valutazione <i>Entity level</i>	69
8.1.	Attivo.....	69
8.2.	Il margine di interesse.....	72
8.3.	Il margine da servizi e il trading income.....	73
8.4.	I costi operativi.....	74
8.5.	Le rettifiche su crediti.....	75
8.6.	L'utile netto.....	75
8.7.	I <i>Risk Weighted Asset</i>	77
8.8.	La dinamica del capitale e i dividendi.....	78
8.9.	Il Terminal value.....	79
8.10.	Il costo del capitale.....	80
8.11.	I risultati e l'analisi di sensitività.....	82
9.	Il modello divisionale.....	86
9.1.	Analisi divisionale.....	86
9.2.	F&SME Italy.....	91
9.3.	F&SME Germany.....	95
9.4.	F&SME Austria.....	98
9.5.	F&SME Poland.....	100

9.6.	F&SME Factories.....	103
9.7.	Corporate & Investment banking.....	105
9.8.	Private Banking.....	108
9.9.	Asset Management.....	111
9.10.	CEE.....	112
9.11.	Group Corporate Center.....	116
9.12.	Risultati.....	119
10.	La valutazione relativa.....	123
10.1.	Il multiplo P/E.....	123
10.2.	Il P/TBV.....	126
11.	Conclusioni.....	129
	Bibliografia.....	141

Introduzione

La banca, nella sua accezione più tradizionale, assolve alla funzione di intermediario, trasferendo risorse finanziarie dai settori in surplus (famiglie) ai settori in deficit (imprese e settore pubblico). E' proprio l'esercizio congiunto della raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito, che caratterizza l'attività bancaria. Sebbene da un punto di vista teorico risulti difficile spiegare l'esistenza degli intermediari, l'osservazione della realtà evidenzia la loro presenza in tutti i sistemi finanziari. Il *framework* teorico neoclassico afferma infatti che sul mercato tutti gli operatori sono razionali, dotati del medesimo set informativo, capaci di operare senza costi di transazione così che domanda e offerta si trovino in equilibrio grazie al meccanismo dei prezzi. *Rebus sic stantibus* il mercato dovrebbe essere in grado di raggiungere l'allocazione efficiente senza bisogno dell'intervento degli intermediari. In realtà invece il mercato è caratterizzato da razionalità limitata e asimmetria informativa, la cui presenza giustifica l'esistenza di questo particolare tipo di imprese.

In particolare la piena coscienza da parte degli operatori della presenza di asimmetria informativa, che può generare il fenomeno della selezione avversa o del *moral hazard*, li spingerebbe ad astenersi dallo scambio, in assenza di un terzo attore che si frapponga fra le parti, generando economie di scala nella raccolta e gestione delle informazioni. Il *business model* degli intermediari permette loro di "spalmare" i costi di transazione derivanti dallo *screening* e dal *monitoring* su più operazioni, facilitando inoltre l'incontro tra domanda e offerta attraverso l'attività di trasferimento dei rischi e delle scadenze.

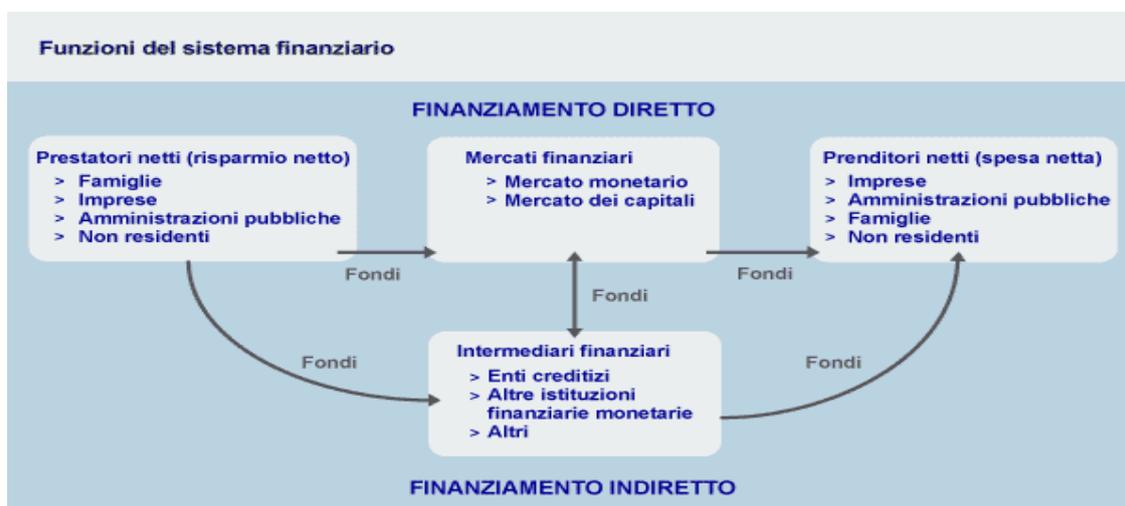


Grafico Intro.1; fonte: Banca Centrale Europea¹, "La stabilità finanziaria".

Come si evince da quanto detto sino ad ora le banche hanno un ruolo fondamentale nel sistema finanziario e un *business model* peculiare, che le differenzia nettamente dalle imprese non finanziarie. I

¹ <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/financial-stability.it.html>.

testi accademici che si occupano di *Corporate Finance* descrivono principalmente i metodi utilizzati per la valutazione delle imprese industriali, trascurando un argomento molto complesso quale è quello della valutazione delle aziende di credito, che in questo elaborato si è voluto affrontare in virtù della specificità delle metodologie utilizzate nella prassi.

Il tema della valutazione delle aziende di credito è reso ancor più interessante dall'incredibile andamento dei corsi azionari fatto registrare in borsa dalle banche nell'ultimo decennio.



Grafico Intro.²²; fonte: Elaborazione dell'autore su dati Datastream.

Giunta all'apice del suo valore di mercato nella prima metà del 2007 la capitalizzazione del settore ha intrapreso una brusca discesa che ha portato ai minimi realizzati in seguito al crack Lehman e successivamente, soprattutto per quel che riguarda le banche europee ed italiane, ai valori osservabili nei mesi in corso, conseguenza della crisi economico-finanziaria. Utilizzando la chiave di lettura della redditività e del costo del capitale, determinanti di ogni valutazione bancaria, si è tentato di spiegare le ragioni di una così brusca discesa, preceduta da un altrettanto impetuoso aumento, dei corsi azionari del settore. Nell'elaborato vengono illustrati i modelli di valutazione maggiormente utilizzati, cercando di comprendere le scelte che gli analisti hanno fatto per valutare il settore in condizioni di forte incertezza, e se queste scelte abbiano contribuito o meno a trascinare al ribasso i valori di mercato.

L'ordine nel quale gli argomenti vengono trattati segue l'iter logico di stesura di un report finanziario. Per questo motivo il capitolo 1 tratta il tema dell'analisi di bilancio, soffermandosi sulle modalità di riclassificazione e sugli indici maggiormente utilizzati nell'analisi dei bilanci bancari. La predisposizione di un adeguato set di indici rappresenta una fase preparatoria imprescindibile,

²² Valori espressi in percentuale rispetto ai valori degli indici nel Gennaio 2002.

poiché attraverso il loro studio l'analista acquisisce una conoscenza della redditività, dello stato di salute e dell'efficienza dell'azienda rispetto ai suoi concorrenti e agli esercizi precedenti.

Nel capitolo 2 vengono illustrate le *best practice* nella stima dei risultati futuri. I testi accademici che si occupano di valutazione insistono principalmente sullo studio dei vari modelli da utilizzare per la stima del valore, trascurando le modalità di stima degli input. Il motto *Valuation is less important than earnings forecasting*, sintetizza l'importanza che chi si occupa di valutazione d'impresa attribuisce alla stima dei risultati economici futuri.

Dopo una breve panoramica sui metodi di valutazione d'azienda, effettuata nel capitolo 3, nel capitolo 4 vengono illustrate le principali ragioni dell'inapplicabilità dei metodi tradizionali, focalizzandosi quindi sui modelli più utilizzati nella stima dell'*intrinsic value* delle aziende di credito, a cominciare dal *Dividend Discount Model* (DDM). Nell'ambito di questo modello vengono illustrate le varie opzioni a disposizione degli analisti: la scelta del tipo di dividendo da attualizzare e dell'orizzonte temporale da utilizzare. Nello stesso capitolo viene presentato inoltre il modello *Excess return*, che prevede l'attualizzazione degli extra-rendimenti generati dalla banca rispetto al suo costo del capitale. Il capitolo si conclude con la trattazione della modalità più utilizzata nella valutazione dei gruppi bancari, il metodo *Sum Of The Parts* (SOTP), modalità più che metodo perché semplicemente prevede la possibilità di valutare singolarmente ogni *Business Unit* per poi ricavare il valore della banca come somma delle parti.

Dopo aver illustrato le possibili grandezze di flusso da utilizzare nella stima del valore di un'azienda di credito, l'elaborato affronta, nel capitolo 5, il tema del costo del capitale, illustrando le possibili scelte nel calcolo delle sue determinanti, ossia tasso *Risk-free*, premio per il rischio e Beta. Utilizzando i dati forniti da alcune importanti *Investment Banks*, è stato possibile inoltre effettuare un'analisi storica del costo del capitale e capire in che modo le scelte nel calcolo delle sue componenti rendano la valutazione più o meno sensibile al *sentiment* di mercato.

Nel capitolo 6 infine il processo di valutazione si conclude con l'analisi dei multipli. I testi accademici infatti suggeriscono di utilizzare la valutazione relativa non come strumento principale di analisi bensì come "test" di controllo dei risultati ottenuti con i metodi illustrati nel capitolo 5. L'elaborato dunque, relativamente al multiplo *Price-Earnings* e al multiplo *Price-to-book value*, illustra gli *step* necessari per giungere alla stima del valore, a partire dalla scelta delle società comparabili, per poi concludere con un'analisi storica dell'andamento di questi multipli nell'ultimo decennio, dalla cui osservazione possono essere tratte alcune conclusioni in merito all'orientamento del mercato nei confronti del settore.

Nella seconda parte dell'elaborato i metodi di valutazione, le evidenze storiche, le assunzioni sulla base delle quali prevedere i risultati futuri hanno costituito la base per effettuare la valutazione di un grande gruppo bancario, Unicredit. Nel capitolo 7, dopo una breve presentazione del gruppo, viene effettuata l'analisi di bilancio e viene presentato il piano strategico 2010-2015 del gruppo, i cui

obiettivi costituiranno la base per la previsione dei risultati economici futuri. Nel capitolo 8 si procede ad una stima del valore intrinseco del gruppo Unicredit utilizzando un modello DDM. Nel corso del capitolo vengono illustrati i passaggi che portano dalla stima del Conto economico previsionale alla valutazione, con un focus sulla dinamica patrimoniale prevista nell'arco temporale 2012-2015. Prendendo spunto da uno dei difetti di questo modello, cioè la necessità di stimare in modo unitario il valore di un gruppo quanto mai eterogeneo al suo interno, nel capitolo 9 si è proceduto ad una valutazione basata sul metodo SOTP. Nel corso del capitolo dunque viene illustrata la valutazione di ciascuna divisione di Unicredit, sulla base degli obiettivi di piano strategico relativi alle singole realtà e dei dati presentati nel *Segment Reporting*. Con la sola criticità della stima del valore del cosiddetto *Corporate Center*, che comprende tutte le attività che vengono svolte in seno alla capogruppo, si è giunti ad una stima del valore del gruppo, che può essere confrontata con i risultati del modello DDM. Infine nel capitolo 10 l'analisi tramite il metodo dei multipli "chiude" la valutazione, offrendo la possibilità di un confronto tra valori impliciti nelle quotazioni di mercato e l'*intrinsic value* stimato nei primi due modelli.

Il raffronto tra questi risultati, l'analisi del costo del capitale e dei multipli osservati storicamente, permettono di trarre alcune conclusioni, presentate nel capitolo 11, relative al difficile momento che il settore bancario sta attraversando, di individuare le determinanti di questa spirale di vendite che sta investendo il settore e di capire se l'attuale andamento dei mercati stia influenzando il lavoro degli analisti, allontanando le loro valutazioni dai fondamentali.

1. L'analisi del bilancio bancario

1.1. Introduzione

I metodi di valutazione finanziaria sono *forward looking*, il valore di un'impresa viene cioè stimato tramite l'attualizzazione di una serie di flussi di cassa futuri. Tuttavia un report di valutazione redatto in modo professionale non può prescindere dallo studio del bilancio. I dati storici rappresentano infatti la base di partenza per la stima dei risultati prospettici. Tramite la rielaborazione dei dati di bilancio è possibile estrapolare i *value driver* sui quali l'analista dovrà lavorare per giungere alla previsione dei risultati futuri.

Nel corso di questo capitolo sarà dunque presentato brevemente il bilancio d'esercizio delle banche, per poi focalizzarsi maggiormente sulla sua riclassificazione e sugli indici maggiormente utilizzati dagli analisti che operano in questo segmento.

1.2. Il bilancio bancario

Secondo il regolamento CE 1606/2002, relativo all'applicazione dei principi contabili internazionali, entro il 2005 tutte le società quotate nell'Unione Europea avrebbero dovuto redigere il bilancio consolidato adottando gli IAS/IFRS, che sono stati introdotti nell'ordinamento italiano con il d.lgs. 38/2005.

Il documento fondamentale in ambito bancario è però rappresentato dalla circolare 262/2005 di Banca d'Italia, che predispone gli schemi di bilancio e le regole di compilazione cui le banche e le capogruppi di gruppi bancari devono attenersi nella compilazione del bilancio d'esercizio.

Tale set informativo è composto di sei documenti:

- Stato Patrimoniale
- Conto Economico
- Nota Integrativa
- Prospetto della redditività complessiva
- Prospetto delle variazioni di Patrimonio netto
- Rendiconto finanziario

Di seguito vengono riportati gli schemi relativi allo stato patrimoniale e al conto economico.

Schema di Stato Patrimoniale

Attivo		Passivo	
10	Cassa e disponibilità liquide	10	Debiti verso banche
20	Attività finanziarie detenute per la negoziazione	20	Debiti verso clientela
30	Attività finanziarie valutate al fair value	30	Titoli in circolazione
40	Attività finanziarie disponibili per la vendita	40	Passività finanziarie di negoziazione
50	Attività finanziarie detenute fino a scadenza	50	Passività finanziarie valutate al fair value
60	Crediti verso banche	60	Derivati di copertura
70	Crediti verso clientela	70	Adeguamento valore PF ogg. di copertura gen.
80	Derivati di copertura	80	Passività fiscali
90	Adeguamento valore AF ogg. di copertura gen.	90	Pass. associate ad att. in via di dismissione
100	Partecipazioni	100	Altre passività
110	Riserve tecniche a carico dei riassicuratori	110	TFR
120	Attività materiali	120	Fondo per rischi e oneri
130	Attività immateriali	130	Riserve tecniche
140	Attività fiscali	140	Riserve da valutazione
150	Attività non correnti	150	Azioni rimborsabili
160	Altre attività	160	Strumenti di capitale
		170	Riserve
		180	sovraprezzi di emissione
		190	capitale
		200	Azioni proprie
		210	Patrimonio di terzi
		220	Utile(perdita) di periodo
Totale dell'attivo		Totale del passivo e del patrimonio netto	

Tabella 1.1; fonte: Circolare 262 Banca d'Italia.

Schema di Conto Economico

10	Interessi attivi	180	Spese amministrative
20	Interessi passivi	190	Accantonamenti netti ai fondi rischi e oneri
30	Margine di interesse	200	Rettifiche/riprese di valore su att. materiali
40	Commissioni attive	210	Rettifiche/riprese di valore su att. immateriali
50	Commissioni passive	220	Altri oneri/proventi di gestione
60	Commissioni nette	230	Costi operativi
70	Dividendi e proventi simili	240	Utili/perdite di partecipazioni
80	Risultato netto dell'attività di negoziazione	250	Risultato netto valutazione al FV delle attività materiali e immateriali
90	Risultato netto dell'attività di copertura	260	Rettifiche di valore dell'avviamento
100	Utile (perdita) da cessione/riacquisto di crediti, AFS, HTM, PF	270	Utili(perdite)da cessioni investimenti
110	Risultato netto delle AF e PF valutate al FV	280	Utile(perdita) dell'operatività corrente lorda
120	Margine di intermediazione	290	Imposte sul reddito dell'esercizio
130	Rettifiche/riprese di valore nette per deterioramento di: crediti, AFS, HTM, altre	300	Utile(perdita) dell'operatività corrente al netto delle imposte
140	Risultato netto della gestione finanziaria	310	Utile(perdita) dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte
150	Premi netti	320	Utile(perdita) d'esercizio
160	Saldo altri proventi/oneri della gestione ass.	330	Utile(perdita) di pertinenza di terzi
170	Ris. netto della gestione finanziaria e assicurativa	340	Utile(perdita) d'esercizio di pertinenza della Capogruppo

Tabella 1.2; fonte: Circolare 262 Banca d'Italia.

1.3. La riclassificazione di Stato Patrimoniale e Conto Economico

Per individuare più agevolmente le determinanti delle performance della banca è necessario procedere ad una riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico.

Questo processo permette all'analista di confrontare i risultati e le grandezze patrimoniali:

- con i risultati e le grandezze patrimoniali di banche comparabili, cd. *cross section analysis*³;
- con i dati di esercizi precedenti, cd. *analisi verticale*⁴.

Per quel che riguarda la riclassificazione dello stato patrimoniale, essa viene effettuata solitamente tenendo conto della natura delle voci e del loro contributo al conto economico, a differenza della riclassificazione di un bilancio non finanziario che di solito si basa su un criterio di liquidità. Per

³ Mottura, P., Paci, S.; *Economia e gestione delle istituzioni finanziarie*, 2008.

⁴ Ruozi, R.; *Economia e gestione della banca*, 2006.

quel che riguarda l'attivo Ruozzi⁵ presenta una classificazione in tre categorie:

- attivo fruttifero: la parte con il peso relativo più rilevante, dalla quale derivano alla banca ricavi sotto forma di interessi, commissioni, *capital gain*;
- attivo non fruttifero: di solito composto da crediti non finanziari e voci contabili;
- attività reali: l'investimento in capitale tangibile e intangibile, che di solito ha modesta rilevanza nei bilanci bancari⁶.

La variabile di scala delle banche non è rappresentata dal fatturato, come per tutte le altre aziende, ma dall'attivo, che quindi assume ulteriore rilevanza.

Analogamente il passivo è classificabile in tre categorie:

- passivo oneroso: debiti di natura finanziaria e titoli, che rappresentano la componente più significativa del passivo;
- passivo non oneroso: voci di natura contabile e fondi, come quello per rischi e oneri, che finanziano l'attivo senza costi finanziari espliciti;
- patrimonio: nella sua accezione contabile, che differisce dalla nozione di capitale regolamentare.

Per quel che riguarda il conto economico la dottrina è concorde nel ritenere che lo schema riclassificato debba contenere una serie di margini gestionali, che spieghino il progressivo formarsi del risultato d'esercizio e permettano la costruzione di indici che presentino in maniera sintetica questo tipo di informazioni.

La numerosità delle voci di Conto Economico previste dalla circolare 262 impone inoltre un processo di aggregazione, anche per facilitare il successivo compito di stima dei risultati futuri. La dottrina propone molti schemi di riclassificazione per ciò che attiene al conto economico, nella maggior parte dei casi molto simili tra loro. Di seguito si riporta un prospetto di Conto Economico riclassificato ritenuto maggiormente in linea con la necessità di individuare i driver delle performance, elaborato a seguito della consultazioni dei principali contributi teorici e degli schemi di riclassificazione che sempre più spesso le stesse banche redigono per consentire una lettura più "gestionale" dei loro risultati.

⁵ Ruozzi, R., *op ult. cit.*

⁶ L'investimento in capitale intangibile è una delle principali spese di reinvestimento di un intermediario finanziario, tuttavia ha scarso peso nello Stato Patrimoniale, poiché la maggior parte dei costi sono sostenuti per investimenti in capitale umano e vengono contabilizzati come costi operativi.

Conto Economico Riclassificato

Voce riclassificata	Voci di C.E. ⁷
Interessi netti	30
Dividendi e utili da partecipazioni	70-240
Margine di interesse	
Commissioni nette	60
Trading income	80-90-100-110
saldo altri proventi	150-220 parz.
Margine di intermediazione	
costi operativi	180-220 parz.
risultato di gestione	
rettifiche su crediti	100-130 parz.
altre rettifiche	130 parz.-200-210 parz.-260
Accantonamenti	190
proventi e oneri straordinari	250-270-310
Risultato corrente lordo	
imposte sul reddito	290
oneri di integrazione	180-190-210-290 parz.
effetti della PPA	30-100-200-210-270-290 parz.
Utile netto	
Utile (perdita) di terzi	330
Utile di gruppo	

Tabella 1.3; fonte: elaborazione dell'autore su dati Banca d'Italia e bilancio 2010 gruppo Unicredit.

1.4. Gli indici di bilancio

A seguito della riclassificazione si procede alla costruzione del set di indici di bilancio, che consentono una lettura efficace dei fatti di gestione e delle condizioni economico-patrimoniali.

Il novero degli indici proposto dagli analisti che operano sui titoli bancari è piuttosto vasto, ragion per cui questi *ratio* vengono solitamente raggruppati in classi a seconda delle informazioni che forniscono. Ai fini di questo elaborato si è deciso di classificare gli indici in quattro diverse classi, a seconda che offrano informazioni sulla:

- Redditività,
- Efficienza,
- Rischiosità,
- Solvibilità.

1.4.1. Redditività

Nell'ambito della redditività il primo indice di riferimento è ovviamente il *Return on Equity*, indicatore che consente di apprezzare la redditività dell'investimento e di confrontarla con il

⁷ In questa colonna sono riportati i numeri delle voci di CE che affluiscono nelle voci riclassificate. La dicitura "parz." Indica che la voce il cui numero è riportato in colonna non affluisce interamente nella nuova ma solo parzialmente.

rendimento richiesto dagli azionisti. Il ROE non è altro che il rapporto tra Utile netto di periodo e Patrimonio netto⁸, che può essere calcolato come patrimonio medio degli ultimi due esercizi o come Patrimonio iniziale, sempre al netto dell'utile di esercizio posto al numeratore del rapporto. Questo indice di per sé è molto sintetico, ma l'analisi può essere approfondita scomponendo il ROE in alcune componenti, allo scopo di apprezzare il contributo alla redditività di diverse aree del conto economico:

$$ROE = \frac{UN}{PN} = \frac{ATT}{PN} * \frac{UN}{RG} * \frac{RG}{ATT} \quad (1.1)$$

dove:

ATT= Attivo totale,

RG= Risultato di Gestione⁹

Il primo sotto-indice rappresenta la leva finanziaria utilizzata nel finanziare l'attività operativa, il secondo rappresenta l'incidenza delle poste non ordinarie, mentre il terzo rappresenta la redditività delle attività operative. In particolare l'analisi di quest'ultimo sotto-indice mette in luce la particolarità del *business model* bancario, caratterizzato da una redditività operativa bassissima, e da una leva finanziaria molto elevata, come dimostrano i risultati riportati nella tabella 1.5.

Il ROE e i suoi sotto-indici sono tuttavia misure contabili, rapporti che fanno riferimento al capitale iscritto in bilancio e non offrono un'adeguata misura della redditività della banca alla luce del suo profilo di rischio. Per supplire a questo difetto si è sviluppato un sistema di misurazione, denominato *Risk Adjusted Performance Measurement*, la cui unità fondamentale è rappresentata dal capitale economico, inteso come "capitale ottimale di cui la banca dovrebbe disporre per coprire adeguatamente i propri rischi"¹⁰. Questa configurazione di capitale offre una misura della rischiosità, e il suo utilizzo al posto del capitale contabile nella costruzione degli indici di redditività porta ad un indicatore *risk adjusted*, il RORAC¹¹. Questo indice, della cui "famiglia" fanno parte anche RAROC e RARORAC, è una misura molto utilizzata anche nel controllo di gestione della banca, poiché individua il valore che la banca o il singolo segmento è in grado di generare al netto dei rischi a cui espone l'intermediario.

1.4.2. Efficienza

L'indice più utilizzato nell'ambito di questa classe è sicuramente il *Cost-income ratio*. Questo indice rapporta i costi operativi al margine di intermediazione, misurando l'efficienza gestionale della banca. Minore è il suo valore, maggiore è la capacità della banca di contenere i costi rispetto ai

⁸ Nel caso del ROTE si utilizza il patrimonio netto tangibile, altrimenti una definizione di patrimonio netto da bilancio.

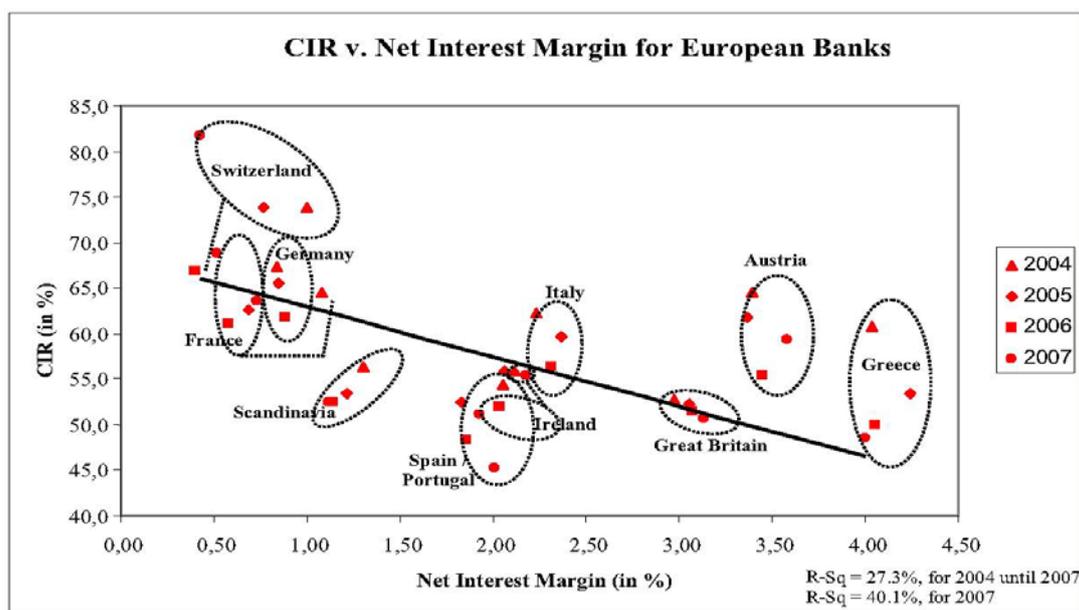
⁹ È preferibile, nell'utilizzare questo indice, calcolarlo il risultato di gestione al netto delle rettifiche ordinarie allo scopo di misurare la sola incidenza delle componenti straordinarie.

¹⁰ Mottura, op. ult. cit.

¹¹ *Return on risk-adjusted capital*

ricavi. In un momento storico in cui nel settore bancario europeo, ormai maturo, la competizione aumenta e i margini di guadagno delle tradizionali attività delle banche commerciali si riducono, per mantenere livelli di profittabilità in linea con i rendimenti richiesti dagli azionisti le banche devono necessariamente ottimizzare le loro *performance*. Non a caso obiettivi di efficienza sono presenti nei piani strategici delle principali banche italiane ed europee, così come il concetto di “recuperare la redditività attraverso l’efficienza”.

Il *Cost-income* è l’indice più utilizzato per comunicare questi target, tuttavia anch’esso presenta alcuni difetti “strutturali”. L’indice infatti risente fortemente delle componenti monetarie sia per quel che riguarda i ricavi (tassi di interessi, livello di commissioni applicate, condizioni di mercato), sia per quel che riguarda le spese (principalmente costo del lavoro). Questo indice, non aggiustato per tenere conto delle componenti “monetarie”, non è un indicatore adatto a porre in essere un efficace processo di *benchmarking* tra intermediari operanti in realtà caratterizzate da una diversa struttura del settore o da un diverso costo del lavoro. Banche operanti in paesi dove il *Net interest margin* è strutturalmente più elevato appaiono, impropriamente, più efficienti utilizzando il *Cost-income* come misura dell’efficienza, come dimostra una ricerca di Burger e Moorman¹², i cui risultati sono riportati nel grafico successivo.



Source: ProcessLab, Data: Deutsche Bank AG (2008).

Grafico 1.4; Fonte: Burger, A. e Moorman, J.; *Productivity in banks: myths & truths of the Cost Income Ratio*, 2008.

¹² Burger, A. e Moorman, J.; *Productivity in banks: myths & truths of the Cost Income Ratio*; Banks and Bank Systems, Volume 3, Issue 4, 2008.

1.4.3. Rischiosità

Nell'ambito del processo valutativo un aspetto di fondamentale importanza è quello rappresentato dalla qualità dell'attivo della banca. Si è già detto come i dati riguardanti la redditività di una banca non rappresentino un'informazione fruibile in senso assoluto, ma debbano essere letti alla luce del profilo di rischio dell'azienda. Per le banche commerciali l'analisi della rischioosità è incentrata principalmente sul portafoglio crediti, rispetto al quale sono solitamente costruiti alcuni indici tra i quali:

$$\frac{\text{Sofferenze nette}}{\text{Crediti verso clientela}} \quad \text{oppure:} \quad \frac{\text{Rettifiche su crediti}}{\text{Crediti verso clientela}} \quad (1.2) \text{ e } (1.3)$$

A seconda che si voglia far riferimento a grandezze “flusso” o grandezze “stock” nel calcolo degli indici di rischioosità. L'*asset quality* a livello aggregato del settore bancario è un indicatore molto utilizzato dalle autorità economiche come segnale dell'andamento del ciclo economico. A livello di singola azienda invece, lo scostamento dalla media di settore può essere inteso come segnale della capacità o incapacità del management nello svolgimento del processo di affidamento e di sviluppo degli impieghi, attività di cruciale importanza per la banca.

1.4.4. Solvibilità

L'ultima classe di indici di bilancio è quella relativa alla solvibilità, nella quale rientrano gli indici che misurano le relazioni esistenti tra le diverse forme di finanziamento. In questa classe rientrano quindi gli indici riferiti alla leva finanziaria, a seconda che sia misurata come rapporto tra Patrimonio netto e Attivo, oppure più propriamente come rapporto tra debito ed equity.

L'incessante crescita degli attivi dei bilanci bancari è stata finanziata a leva, come dimostra la tabella 1.5, cresciuta in maniera prociclica negli ultimi anni, a fronte di coefficienti di capitale *risk-adjusted* che rimanevano sostanzialmente invariati. Anche per questo motivo Basilea 3 ha previsto l'imposizione di un *leverage ratio* basato sull'esposizione lorda della banca.

Redditività operativa e leva finanziaria 1996-2007

	1996	2007	Δ
ROA	0,6%	0,6%	3%
Leverage	21,3	36,6	72%
ROE	12,8%	21,2%	66%

Tabella 1.5; fonte: Citi Investment research

2. La previsione dei risultati economici

2.1. Introduzione

Lo studio dei dati storici, aiutato dall'attività di riclassificazione e costruzione degli indici, dovrebbe consentire all'analista di individuare le aree di business e i componenti del Conto Economico più rilevanti per i risultati economici, passati e soprattutto futuri, della banca.

La maggior parte dei metodi di valutazione delle aziende di credito si basa, infatti, sui flussi finanziari che le banche sono ritenute in grado di generare. In particolare la difficoltà di stimare alcune componenti tipiche del flusso di cassa con cui si valutano le aziende industriali, ossia le variazioni del capitale circolante e le spese per investimenti, fanno sì che il modello di valutazione più frequentemente utilizzato nel settore bancario si basi sui dividendi.

Alla luce di ciò assume un ruolo centrale nel lavoro dell'analista la presenza di un modello previsionale che permetta di stimare in modo ragionevole le principali voci di conto economico che portano alla determinazione dell'utile.

Valuation is less important than earnings forecasting, questa frase sintetizza l'importanza che assume nella comunità finanziaria la previsione degli utili futuri.

In questo capitolo si è deciso dunque di sintetizzare le *best practice* nella stima delle principali voci di conto economico, e la loro relazione con alcune variabili di carattere macroeconomico cui le aziende di credito sono particolarmente sensibili.

Nello specifico si tratterà dei metodi utilizzati per stimare:

- Margine di interesse
- Ricavi da servizi
- *Trading income*
- Costi operativi
- Rettifiche su crediti
- RWA

Il *business model* delle banche e la loro particolare posizione all'interno dello scenario economico rendono l'attività bancaria fortemente pro ciclica, tanto che la regolamentazione internazionale sta spingendo gli istituti di credito, con appositi provvedimenti, ad attenuare questa pericolosa esposizione all'andamento dell'economia. Le nuove norme di Basilea 3 imporranno alle banche, nei periodi positivi del ciclo economico, di mettere da parte *buffer* di liquidità, allo scopo di non dover soffrire le fasi avverse del ciclo economico ripetendo gli errori del passato.

Il modello tradizionale di banca commerciale, per il quale essa prende risorse dai settori in surplus per allocarle ai settori in deficit, fa sì che l'andamento dell'economia sia il *value driver* per eccellenza

dell'attività creditizia, influenzando la domanda di credito, lo sviluppo della raccolta, e ovviamente la qualità del credito erogato.

Altro *value driver* è sicuramente la dinamica dei tassi di interessi, che insieme all'evoluzione degli impieghi costituisce la base per stimare la capacità di creare ricavi della banca. Non da ultimo non va sottovalutata l'importanza dell'andamento dei mercati azionari e obbligazionari, che incide sui ricavi da negoziazione e sulle commissioni.

2.2. Il margine di interesse

Il modello di business tradizionale degli intermediari finanziari si basava sulla possibilità di raccogliere risorse finanziarie dai settori in surplus dell'economia per poi impiegare queste risorse a tassi maggiori di quelli che venivano corrisposti ai prestatori di fondi. Il margine di intermediazione delle banche era rappresentato dunque quasi unicamente da interessi. Il margine di interesse ha da sempre rappresentato la più importante voce di ricavo delle banche, tuttavia l'aumento della concorrenza, l'evoluzione dei mercati finanziari e il processo di disintermediazione hanno portato le aziende di credito a modificare in parte il loro modello di business, spingendole a proporre servizi di investimento diretto, risparmio gestito, consulenza, che ha portato alla naturale crescita dei ricavi da servizi, come si evince dal grafico sottostante.

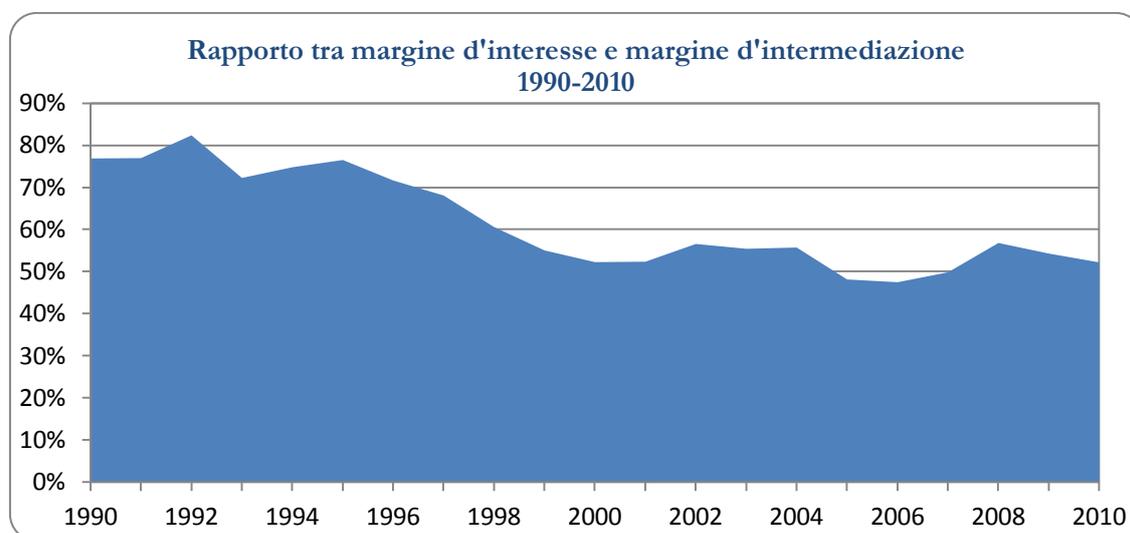


Grafico 2.1; fonte: elaborazione dell'autore su dati Banca d'Italia, Base informativa pubblica¹³

Ciò nondimeno, specialmente per le banche italiane, che si caratterizzano per un modello di gestione tradizionale, la componente interessi ha tuttora un ruolo fondamentale, quindi è molto importante la ragionevolezza delle assunzioni sulla base delle quale prevedere l'evoluzione del margine da interessi. Si è osservato precedentemente che la stima del margine di interesse passa per

¹³ Dati relativi al sistema bancario italiano, reperiti sulla Base pubblica on-line della Banca d'Italia, nella sezione "moneta e banche: statistiche bancarie"

la stima dell'evoluzione dei volumi operativi e dei tassi di interesse.

Per quel che riguarda i volumi operativi, nel capitolo 1 l'attivo e il passivo sono stati riclassificati allo scopo di mettere in luce quelle componenti fruttifere e onerose, e molte banche dati riportano le serie storiche in aggregato dei cd. *Earnings Asset and Liabilities*.

Partendo dunque dai dati storici le stime sull'evoluzione di tale "massa" possono essere effettuate utilizzando dati di piano strategico, forniti dal management in occasione di incontri con la comunità finanziaria, oppure sfruttando le previsioni effettuate dagli uffici studi di istituzioni come Banca d'Italia, BCE, FMI, o da società specializzate che proiettano nel medio lungo termine lo sviluppo di questi aggregati del sistema finanziario.

Una volta stimata l'evoluzione di questi volumi l'analista deve studiarne la composizione, avendo riguardo alle informazioni desumibili dal bilancio e alle indicazioni del management sulla futura composizione dello stato patrimoniale. Dall'analisi dei *Financial Statement* passati si possono individuare dei tassi medi di rendimento delle varie attività fruttifere, principalmente crediti verso clientela, crediti verso banche, AFS, depositi da clientela e titoli, allo scopo di pervenire ad un tasso di rendimento medio dell'attivo e del passivo *Interest Earning* e ad uno *spread* storico su tale massa. Questa analisi, effettuata in prima istanza a livello storico avvalendosi delle informazioni fornite in nota integrativa, deve successivamente essere proiettata nel periodo di previsione tenendo conto delle intenzioni del management, delle imposizioni regolamentari e del trend previsto sui tassi di interesse.

L'effetto che variazioni dei tassi di interesse hanno sul margine di interesse può essere studiato sotto due aspetti, o meglio con due diversi orizzonti temporali.

Nel breve termine verrà studiato l'effetto di tale variazione sul margine di interesse considerando l'attuale composizione dello stato patrimoniale. Come si evince dalla tabella 3.2 ciò presuppone che ad essere influenzate dallo shock saranno le componenti dello stato patrimoniale che prevedono una remunerazione variabile, mentre nell'ambito delle componenti a tasso fisso la variazione avrà effetto solo su quelle valutate al *fair value*, ma tale effetto non avrà contropartita economica nel margine di interesse bensì come si vedrà successivamente sul *trading income*. Tale analisi risulta per questo molto simile a quella effettuata per monitorare il rischio di liquidità. In questo caso l'effetto sul margine di interesse varierà a seconda del:

- rapporto tra *interest sensitive asset* e *liabilities*,
- *duration* media dell'attivo e del passivo sensibile a variazioni della struttura dei tassi,
- peso della componente variabile per la raccolta e l'impiego,
- politiche di copertura da rischio di tasso di interesse che la banca ha posto in essere,
- tipo di movimento della curva dei tassi, che agisce in modo diverso su attivo e passivo a seconda della loro durata media.

La tabella 2.2 riassume gli effetti di breve termine di una variazione dei tassi sul margine d'interesse. Tuttavia a fini previsionali assume maggiore importanza la previsione degli effetti di medio-lungo termine. Le componenti *interest earning* dell'attivo di una banca sono soggette ad un naturale *turnover*, poiché a fronte di alcune operazioni che giungono a scadenze vengono emessi nuovi titoli, sottoscritti nuovi depositi e vengono concessi nuovi impieghi, che risentiranno delle condizioni di mercato, determinando l'onerosità e la redditività di tali operazioni. Previsioni riguardo i tassi di interesse possono essere fatte attraverso l'estrapolazione della struttura dei tassi di interesse implicita nei *futures* sull'Euribor e i principali tassi interbancari, quotati su molte borse americane e europee.

Effetto di una variazione dei tassi sul margine di interesse

Interest sensitive asset

Interessi su clientela tasso fisso	/
interessi su clientela t. variabile	+
titoli a tasso fisso	/
titoli a tasso variabile	+
crediti interbancari a t. fisso	/
crediti interbancari a t. variabile	+

Interest sensitive liabilities

depositi a vista	-
depositi a tasso fisso	/
titoli a tasso fisso	/
titoli a tasso variabile	-
debiti interbancari a t. fisso	/
debiti interbancari a t. variabile	-

Tabella 2.2¹⁴ Fonte: Franceschi, L.F.; La valutazione delle banche, 2011

Poiché il margine di interesse è funzione dello spread che la banca riesce a guadagnare raccogliendo a tassi più bassi dei tassi di impiego potrebbe sembrare che “l'altezza relativa” dei tassi di mercato non influenzi tale margine, invece la diversa vischiosità dei tassi attivi e passivi e la struttura per scadenza dello stato patrimoniale fanno sì che, ad esempio in uno scenario di tassi di mercato in rialzo, la vischiosità dei tassi passivi permetta agli intermediari finanziari di mantenere comunque un tasso di raccolta inferiore, effettuando un *Repricing* molto più rapido dei tassi attivi. In questo la banca è aiutata dalla natura dei depositi a vista, che oggi permettono ai depositanti un'ampia gamma di servizi a discapito della remunerazione sulle somme depositate.

¹⁴ La tabella fa riferimento all'apporto di alcune componenti di conto economico al margine di interesse in caso di shock positivo sui tassi di interesse. Il segno “/” indica l'assenza di sensibilità della singola componente a movimenti dei tassi di interesse.

2.3. Le commissioni nette

Nella voce commissioni nette confluiscono due tipi di ricavi da servizi, che derivano da attività molto diverse tra loro: da un lato le commissioni derivanti dall'attività di gestione del risparmio e di investimento, che rappresentano il motore della crescita dei ricavi commissionali degli istituti finanziari, "costretti" a proporsi al cliente come fornitori di un'ampia gamma di servizi, tra i quali spiccano *asset management* e *private banking*, per attenuare il fenomeno della disintermediazione e mantenere un ruolo centrale in un contesto di crescita dei mercati finanziari. In questa macro classe affluiscono dunque commissioni da:

- raccolta ordini, negoziazione di strumenti finanziari;
- servizi di gestione, custodia consulenza;
- distribuzione di prodotti di terzi, tra i quali rientrano i cosiddetti prodotti di *Bank-assurance*, ossia quei prodotti in cui i contenuti assicurativi sono predominanti rispetto a quelli finanziari.

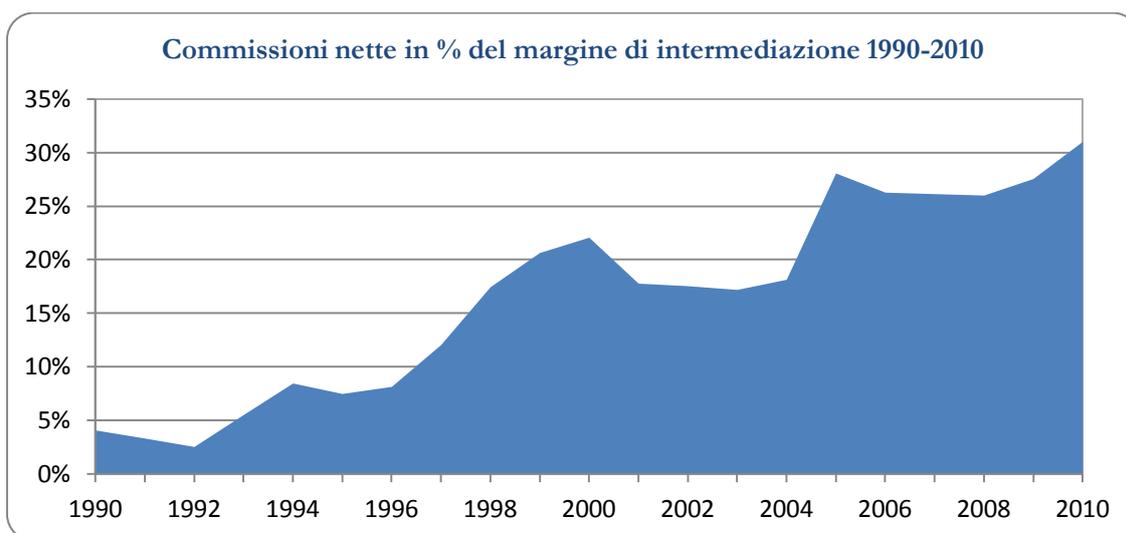


Tabella 2.3; fonte: elaborazione dell'autore¹⁵ su dati Banca d'Italia, Base Informativa Pubblica.

La seconda categoria comprende invece le commissioni legate all'attività bancaria tradizionale, che derivano quindi da aperture di credito, servizi di incasso, tenuta conto corrente.

I driver dell'evoluzione della prima classe di commissioni sono di facile comprensione: questo tipo di ricavi dipende infatti dalle masse gestite, i cd. *Asset under Management*. Applicando dei coefficienti a tali masse è possibile stimare in modo del tutto ragionevole l'evoluzione di questa voce di ricavo. Più complessa risulta invece, specialmente per l'analista esterno che non dispone di dati relativi al numero di conti correnti o al numero e le caratteristiche delle operazioni di prestito effettuate, la

¹⁵ Cfr. nota 13.

stima delle commissioni appartenenti alla seconda classe.

In genere è osservabile come storicamente rappresentino una certa percentuale dell'attivo fruttifero, o della somma di attivo e passivo generatore di interessi.

2.4. Il Trading income

Franceschi¹⁶ definisce il processo di stima di tale voce “la vera zona d'ombra”, il fattore di più rilevante incertezza e di difficile prevedibilità. L'introduzione dei principi IAS-IFRS non ha certo aiutato gli analisti poiché il criterio del *fair value* rende ancor più volatile questa voce, perché in occasione di eccezionali mutamenti delle condizioni di mercato la sua variabilità è molto elevata. Durante la crisi 2007-08 l'iscrizione al *fair value* di alcuni strumenti finanziari avrebbe obbligato alcune banche ad iscrivere a bilancio perdite difficilmente sopportabili, tanto che l'autorità regolamentare è dovuta intervenire frettolosamente per inserire nel quadro regolamentare una norma¹⁷ che permettesse in via eccezionale di trasferire attività dai portafogli *FV trough P&L* al portafoglio *Loans and receivables*.

Nella prassi gli analisti individuano il *trading income* come aggregato delle seguenti voci:

- 80 risultato netto dell'attività di negoziazione
- 90 risultato netto dell'attività di copertura
- 100 utile o perdita da cessione di: crediti, AFS, HTM, altre operazioni
- 110 Risultato netto delle attività e passività valutate al *fair value*.

Per la maggior parte di queste voci una stima da parte dell'analista esterno risulta estremamente soggettiva, poiché dovrebbe fare ipotesi relative all'andamento dei mercati finanziari e alla capacità dei *trader* della banca in questione di trarre vantaggio da tale andamento, nonché sulla “solidità” imposta a questo risultato dalle politiche di copertura.

Questo insieme di problematiche, unite alla tradizionale opacità delle attività di *market* delle banche, fanno sì che sia opportuno fare riferimento alle informazioni fornite dal management per cercare di formulare previsioni su questo tipo di ricavi.

Anche l'analisi del portafoglio titoli, le cui variazioni di valore confluiscono in parte nel *trading income*, è fonte di variabilità se posta in essere da un analista esterno, in quanto le informazioni fornite in bilancio non permettono di stabilire in modo accurato il profilo di rischio e rendimento del portafoglio.

¹⁶ Franceschi, L.F.; *La valutazione delle banche*, 2010.

¹⁷ Regolamento CEE 1004/2008

2.5. I costi operativi

Nella prassi per la stima di questa voce di conto economico i riferimenti sono rappresentati dal piano strategico e dal *benchmarking* con i concorrenti.

Come è stato spiegato nel capitolo precedente il *Cost-Income* è uno dei *ratio* più utilizzati nell'analisi delle aziende di questo settore. Solitamente il management in occasione della presentazione di un piano strategico fornisce indicazioni in merito, di cui l'analista deve analizzare la fattibilità alla luce dello scenario attuale e dei piani della banca. Infatti gli obiettivi che l'azienda si pone in termini di espansione sul mercato, le decisioni in merito all'allocazione del capitale ai vari business, che si contraddistinguono per un diverso rapporto *Cost-Income*, unite alle considerazioni relative allo scenario economico, potrebbero rendere difficile il raggiungimento del target nel periodo di piano. Per questo motivo risulta utile l'analisi di *benchmarking* rispetto ai concorrenti e ai target resi pubblici dai principali concorrenti, ovviamente previa analisi delle specificità che contraddistinguono ciascun azienda.

2.6. Rettifiche su crediti

Questa voce di conto economico è specifica dei bilanci bancari e risulta determinante ai fini dell'effettiva redditività del business. Secondo le disposizioni contenute nello IAS 39 la banca valuta i suoi crediti secondo il criterio del costo ammortizzato, ma è tenuta a svolgere il processo di *impairment* per evidenziare “perdite durevoli di valore”. Tale valutazione deve essere svolta a livello analitico, cioè di singolo credito, qualora:

- vi sia un'obiettiva evidenza di perdita e il singolo credito risulti significativo,
- il rapporto sia stato oggetto di pregressa stima di perdita,
- sia possibile individuare una durevole perdita di valore sul singolo credito.

In presenza di una di queste fattispecie la banca dovrà procedere ad una nuova valutazione, sia con riferimento all'ammontare dei flussi di cassa futuri, sia con riferimento all'orizzonte temporale.

I crediti non valutati analiticamente devono essere valutati collettivamente sulla base di una segmentazione in gruppi omogenei rispetto al rischio di credito. Le perdite durevoli identificate con questo approccio si aggiungono a quelle “da valutazione analitica” e formano le rettifiche su crediti. Questo processo è caratterizzato da un certo grado di soggettività della banca nella scelta della “politica” di *impairment*, che incide in modo determinante sulla sua redditività. Non a caso nel capitolo relativo agli indici di bilancio il *Cost of Risk* è stato descritto come uno degli indici più importanti nell'analisi di un'azienda di credito.

Anche se questa voce viene posta al di sotto del risultato di gestione operativa le rettifiche su crediti sono strettamente legate all'attività operativa poiché sono funzione delle politiche di sviluppo dei volumi operativi, della qualità del processo di erogazione e della fase del ciclo economico attraversata. La stima delle future rettifiche su crediti in rapporto alla massa creditizia tiene conto solitamente delle indicazioni del management, che così come per le altre componenti della stima, vengono riviste dagli analisti tenendo conto della situazione economica e delle medie di settore in termine di *Loan loss provision*.

2.7. I Risk Weighted Asset

Fino ad ora sono stati analizzati metodi previsionali afferenti a voci di conto economico. La ragione per cui si è deciso di inserire anche un paragrafo sui *Risk weighted asset* risiede nella loro importanza nella maggior parte dei modelli di valutazione *bank specific*. La previsione dei RWA è un passaggio fondamentale per stimare il capitale regolamentare e di conseguenza la parte di utile non distribuibile, in quanto necessaria a soddisfare i target regolamentari, sulla cui base viene costruito il dividendo potenziale nel modello costruito specificatamente per la valutazione delle aziende di credito. Inoltre il processo di allocazione del capitale alle varie aree di business, uno dei passaggi più critici del metodo *Sum of the parts*, è effettuato sulla base di coefficienti empirici calcolati nella maggior parte dei casi, come sarà spiegato in maggior dettaglio nel capitolo 4, proprio sui RWA.

I *Risk Weighted Asset* fanno la loro comparsa con l'accordo di Basilea 1, che si propone di frenare la crescita della leva finanziaria, istituendo dei coefficienti di capitale obbligatori, ma ponderati per il rischio. Originariamente dunque le diverse classi di attivo erano ponderate per il rischio e sulla base dei RWA totali veniva calcolato il requisito patrimoniale. Oggi le evoluzioni di Basilea prevedono la possibilità per la banca di stimare, tramite modelli interni, direttamente il requisito patrimoniale, ricavando quindi solo in via indiretta l'attivo ponderato per il rischio. Tuttavia questa voce non ha perso di importanza, anzi è presente in tutti i report valutativi allo scopo di fornire informazioni sulla rischiosità dell'attivo. Il rapporto RWA/totale attivo fornisce infatti una preziosa indicazione della rischiosità media dell'attivo bancario.

Per quel che riguarda la previsione dei *Risk Weighted Asset* futuri è veramente difficile per l'analista prevedere la loro evoluzione, perciò, in assenza di informazioni al riguardo da parte del management, l'assunzione più ragionevole è quella di stimare una rischiosità media dell'attivo costante utilizzando per questa grandezza lo stesso tasso di crescita ipotizzato per i volumi operativi.

Ovviamente nell'ambito di questa ipotesi generale devono essere considerate eventuali operazioni straordinarie, come aumenti di capitale o cessione di asset, nonché l'impatto della regolamentazione sul calcolo degli attivi ponderati. La progressiva entrata in vigore delle norme di Basilea 3 porterà

infatti ad una modifica dei requisiti patrimoniali, e di conseguenza in via indiretta dei RWA. In una delle più recenti pubblicazioni la *Bank for international settlements* calcola che a seguito delle modifiche introdotte con Basilea 3 l'attivo ponderato per il rischio dei grandi gruppi bancari aumenterà del 19,4%¹⁸.

Questo metodo di base può essere reso più accurato da ulteriori *assumption* relative alla rischiosità futura dell'attivo, che tuttavia, in assenza di precise indicazioni da parte del management, rischiano di apportare ulteriore soggettività alla valutazione.

¹⁸ Basel Committee on banking supervision; Results of the Basel III monitoring exercise as of 30 June 2011, BIS publication; aprile 2012

3. Valutazione d'azienda: aspetti generali

3.1. Classificazione

Nel precedente capitolo sono stati evidenziati i metodi maggiormente utilizzati dagli analisti per stimare l'evoluzione futura dei risultati economici delle banche. Oggetto di questo capitolo sarà invece l'esposizione dei principali metodi di valutazione usati nella prassi e delle modifiche che questi modelli subiscono per adattarsi alla valutazione delle aziende di credito, di cui in precedenza sono state descritte le peculiarità.

Per la valutazione delle banche, così come per la valutazione d'azienda in generale, i metodi di stima afferiscono a tre diverse categorie:

- Patrimoniali
- Criteri basati sulle grandezze di flusso (che siano economiche o soprattutto finanziarie)
- Metodi *market-based*.

Vale la pena sottolineare che il metodo patrimoniale e quello reddituale (altresì detto “di flusso economico”) sono metodi ormai in disuso, che costituivano il riferimento in Italia prima della diffusione dei metodi finanziari, che oggi costituiscono lo standard unanimemente accettato.

In seguito quindi saranno effettuati dei cenni al riguardo, in particolare per quel che concerne il cd. modello patrimoniale complesso, che unisce la componente patrimoniale a quella reddituale e che può essere considerato per certi versi un progenitore dei modelli *excess return*.

3.2. Metodo patrimoniale e patrimoniale complesso

L'approccio patrimoniale prevede che il valore della banca sia calcolato come somma di due componenti: la prima atta ad esprimere il valore del patrimonio netto rettificato, ottenuto a seguito di alcune rettifiche di valore sulle componenti dell'attivo e del passivo, eseguite per far emergere il valore corrente, e la seconda come valore dell'avviamento della banca, che era ottenuto applicando un coefficiente empirico al valore della raccolta.

$$Equity\ value = K + \alpha * D \quad (3.1)$$

In seguito si è assistito ad una differente valorizzazione dei vari tipi di raccolta, per cui diversi erano i coefficienti da applicare alla raccolta diretta e indiretta, ma tali coefficienti rimanevano comunque basati sulle transazioni comparabili. Il patrimonio rettificato K era ottenuto partendo ovviamente dal valore espresso in bilancio, che veniva modificato per esprimere il valore corrente attraverso una serie di passaggi:

- inclusione del valore di accantonamenti generici ed esclusione del valore di asset non

- operativi oggetto di valutazione separata;
- espressione degli attivi non monetari a valori correnti;
- esclusione di poste capitalizzate non ritenute in grado di apportare benefici economici futuri;
- eliminazione dell'avviamento eventualmente iscritto a bilancio;

Il passato è d'obbligo perché con l'introduzione dei principi IAS-IFRS il criterio del *Fair Value* rappresenta uno dei cardini nella costruzione dell'informativa finanziaria e l'attivo della banca viene già di per sé calcolato in parte "a valori correnti". Ciò che è più importante rilevare tuttavia è che mediante l'approccio patrimoniale l'avviamento veniva calcolato sulla raccolta e non invece sul reddito, da cui può essere più ragionevolmente stimato l'extra-valore che l'azienda è in grado di generare. Alla base di questa modalità di calcolo vi era l'ipotesi che la raccolta fosse espressione di una serie di asset intangibili della banca, quali l'immagine e la relazione con la clientela. Tuttavia il metodo di stima dei coefficienti da applicare sulla raccolta, che venivano desunti sulla base delle operazioni di aggregazione più recenti, appare complesso e poco scientifico.

Per questo motivo furono introdotti successivamente elementi in grado di riflettere la capacità di generare extra-reddito. Il primo metodo "di flusso" aveva ad oggetto appunto la valutazione del reddito: tale modello, alla stregua degli algoritmi che si basano sui *cash flow*, prevedeva il calcolo di due componenti: il valore attuale dei flussi reddituali in un certo arco temporale, e un valore terminale, ottenuto attualizzando il valore di una rendita perpetua.

Va rilevato che per reddito si intende un reddito di natura caratteristica e ordinaria, depurato di componenti straordinarie. Il flusso utilizzato per il calcolo del *terminal value*, in modo coerente con l'algoritmo utilizzato, deve essere in grado di esprimere la capacità della banca di generare reddito in condizioni di normale funzionamento.

Dalla commistione di questi due metodi "nacque" il metodo più utilizzato in Italia per la valutazione delle banche, che ha costituito lo standard prima della diffusione dei metodi finanziari, ossia il metodo patrimoniale "complesso".

Secondo tale metodo il valore dell'azienda è determinato sulla base del seguente algoritmo:

$$K' + (r - i * K')a - ni' + sa \quad (3.2)$$

Dove: $K' = K + \alpha * D$ ossia l'*equity value* presentato nella (3.1).

Alla componente patrimonio rettificato di cui si è già detto si aggiunge una componente di extra reddito la cui formalizzazione ricorda quella dell'EVA, perché al reddito normalizzato viene sottratto il reddito atteso generato da una banca con caratteristiche simili in condizioni normali, espresso dal parametro $i * K'$, che viene attualizzato per n anni al tasso i' , che solitamente tiene conto delle caratteristiche di rischio specifico, residuale, della banca e che per tale motivo può

essere minore maggiore o uguale ad i a seconda che il rischio residuale sia minore maggiore o uguale di quello degli altri player del settore. A questo valore vengono solitamente aggiunti i *surplus asset*, che sono oggetto di valutazione separata. Tale metodo ha il pregio di unire al valore patrimoniale rettificato un extra-reddito che l'azienda genera rispetto al rendimento richiesto dagli investitori per attività con simile profilo rischio/rendimento. Rispetto ai metodi finanziari tuttavia ha il difetto di utilizzare come grandezza di flusso il reddito piuttosto che il flusso di cassa o, nel caso delle aziende di credito, i dividendi, intesi come *proxy* del *cash flow*. Il reddito infatti ha il difetto di risentire delle politiche contabili dell'azienda. Il flusso di cassa invece ha il pregio di essere una grandezza immune dagli effetti distorsivi che le politiche di bilancio, poste in essere in buona o in cattiva fede, esercitano e per questo motivo è di gran lunga preferibile il suo utilizzo.

3.3. Aspetti generali e *Discounted Cash Flow*

La classe dei metodi finanziari è ampiamente riconosciuta come lo standard in materia di valutazione d'azienda. Storicamente tale approccio nasce nella cultura finanziaria anglosassone ma ben presto soppianta i metodi tradizionali anche in quei paesi in cui la valutazione faceva maggior riferimento al bilancio come in Italia.

All'interno di questa categoria i metodi sono così classificabili:

- *Discounted cash flow* o DCF
- *Dividend discount model* o DDM

Il principio su cui si basa la prima classe di metodi è che il valore di ogni attività è pari al valore attuale dei suoi flussi di cassa attesi:

$$W = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad (3.3)$$

Questi *cash flow* vengono attualizzati utilizzando un tasso che riflette la rischiosità dell'investimento.

Il *Discounted cash flow method* presenta due varianti fondamentali a seconda del fatto che ad essere attualizzati (con diversi costi del capitale) siano:

- *Free cash flow to Operations* o FCFO, flussi di pertinenza dell'azienda, al lordo del pagamento degli interessi sul debito,
- *Free cash flow to Equity* o FCFE, disponibili per i soli azionisti.

Se la valutazione viene fatta attualizzando gli FCFO si perviene in prima battuta al cd. *Enterprise value*, ossia il valore delle attività operative.

$$E.V. = \frac{FCFO_1}{(1+WACC)} + \frac{FCFO_2}{((1+WACC)^2)} + \frac{FCFO_3}{(1+WACC)^3} + \frac{FCFO_n}{(1+WACC)^n} \quad (3.4)$$

Per ottenere questo valore il costo del capitale utilizzato è il WACC, una media ponderata del costo del debito e del rendimento richiesto dagli azionisti dato il profilo di rischio dell'attività.

$$WACC = \frac{E}{V} * r_e + \frac{D}{V} r_d * (1 - t) \quad (3.5)$$

Le considerazioni sul costo del equity r_e saranno sviluppate nel capitolo 5, per quel che riguarda il costo del capitale di terzi invece è sufficiente rilevare che viene solitamente ricavato in via indiretta dal rapporto interessi/debito oppure facendo riferimento alle condizioni del debito ricorrente e non straordinario.

Il rapporto di *leverage* utilizzato nella formula è di solito un target che l'azienda si propone di raggiungere in un periodo di piano. Dall'attualizzazione dei flussi si ricava l'*Enterprise value*, cui viene sottratto il valore del debito per giungere al valore dell'equity.

Al contrario attraverso l'attualizzazione degli FCFE si ottiene direttamente il valore del capitale proprio, perché il FCFE è il flusso di cassa direttamente disponibile per l'azionista. La relazione tra FCFO e FCFE è spiegata nella formula seguente:

$$FCFE = FCFO - ((1 - t) * Interessi) + \text{flusso netto del debito} \quad (3.6)$$

Tipicamente il FCFO è il metodo più utilizzato per la valutazione delle aziende industriali perché presenta una serie di vantaggi:

- L'analista può concentrarsi sui driver delle performance operative tipici del settore,
- utilizzando tale modello può tralasciare le previsioni relative alla gestione finanziaria, infatti nel modello FCFE occorre fare delle assunzioni sulle variazioni di debito *year on year* mentre nella valutazione FCFO è sufficiente stimare un rapporto di *leverage* obiettivo,
- le aziende in fase di crescita o che hanno da poco fatto ricorso al debito possono presentare FCFE negativi a causa degli interessi o dell'elevata variazione del debito, perciò la valutazione tramite FCFO può risultare più opportuna per giungere ad un valore positivo per l'*Enterprise Value*.

4. I metodi di valutazione delle aziende di credito

Il ruolo particolare che gli intermediari finanziari rivestono nel sistema finanziario si riflette in un *business model* peculiare, che rende difficilmente applicabili i modelli di valutazione tradizionali.

Dal punto di vista pratico la loro unicità si riflette in quattro caratteristiche che non permettono di utilizzare i modelli applicati alle imprese non finanziarie, evidenziate da Damodaran¹⁹:

- queste imprese operano in un settore regolamentato, nel quale sono imposti requisiti di adeguatezza patrimoniale a fronte dei rischi assunti.
- Le banche e le altre imprese finanziarie per prime sono state obbligate a redigere i bilanci in conformità con i principi IAS/IFRS. Anche adesso che tali principi vengono applicati a tutte le società quotate il bilancio delle banche e delle compagnie di assicurazioni segue schemi e regole distinti dalle imprese non finanziarie.
- Il debito per le banche è “materia prima”²⁰ più che fonte di capitale.
- La peculiarità del business e la struttura di bilancio che ne deriva rende molto difficile l’individuazione di alcune componenti del *cash flow*, in particolare il c.d. *Working capital* e le spese per investimenti.

Nel paragrafo successivo tali caratteristiche vengono descritte nel dettaglio.

4.1. I motivi dell’inapplicabilità dei modelli tradizionali

L’importanza delle funzioni svolte dal sistema finanziario, e dalle banche come attori principali di tale sistema, ha da sempre reso necessaria una vigilanza sul settore, allo scopo di assicurare la tutela del risparmio e l’efficienza allocativa, nonché la stabilità di un sistema che è nevralgico per l’intera economia. Tralasciando l’analisi specifica della storia e delle ragioni della vigilanza bancaria, l’attuale normativa, allo scopo di rendere più stabile e solido il sistema bancario internazionale ed evitare l’arbitraggio regolamentare (*leveling playing field*), disciplina a livello internazionale l’attività bancaria, introducendo dei requisiti minimi di capitale a fronte dei rischi cui l’impresa è esposta.

La trattazione approfondita di questo argomento non rientra negli scopi del presente elaborato, ma il set di regole di Basilea rappresenta il quadro all’interno del quale può muoversi l’attività bancaria, per cui l’analista non può non tenerne conto, dovendo le sue *assumptions*, in particolare quelle relative alla crescita, essere coerenti con i limiti che il *framework* normativo impone alla banca oggetto di valutazione. La regolamentazione infatti prevede un accesso “calmierato” al business bancario e le stesse operazioni di crescita esterna sono controllate dalle autorità competenti. Inoltre le continue modifiche poste in essere dalle autorità sovranazionali, le disposizioni dell’EBA in

¹⁹ Damodaran A.; “Valuing financial equity firms”, 2009.

²⁰ Damodaran, A.; op. ult. cit.

materia di capitale regolamentare, che si sovrappongono a Basilea, aggiungono una componente di incertezza al prossimo futuro, rendendo più aleatoria la valutazione. Anche per questo motivo oggi molti analisti preferiscono “navigare a vista”, incentrando le loro valutazioni sul breve termine.

La presenza nel bilancio bancario di strumenti finanziari quotati, con un mercato attivo, ha fatto sì che gli intermediari finanziari fossero il primo e naturale banco di prova della valutazione *mark to market*, che oggi è uno dei criteri su cui si fondano i principi IAS/IFRS. Se da un lato la presenza di una percentuale sempre crescente di attivi valutati al *fair value* contribuisce ad offrire un’informativa finanziaria più trasparente e corretta, dall’altro questo crea alcuni problemi agli analisti.

Il valore contabile del patrimonio riportato in bilancio non è infatti misura del capitale investito inizialmente, ma un suo aggiornamento che tiene conto dei valori di mercato dell’attivo e del passivo. Per ovviare a questo problema spesso i report di valutazione fanno riferimento a valori cd. *tangible*.

Gli elementi dello stato patrimoniale valutati al costo ammortizzato prevedono invece un meccanismo di *impairment*. Qualora da questo test risulti una durevole perdita di valore, le banche devono effettuare delle svalutazioni, cd. *loan loss provision* per quel che riguarda il portafoglio crediti, che vengono iscritte a conto economico in riduzione del margine di intermediazione. La differenza di valore che emerge in fase di *impairment* è frutto di una stima, non essendosi effettivamente ancora realizzata la durevole perdita di valore. La soggettività di questa stima fa sì che dal suo esercizio possa derivare una manipolazione dei dati contabili, che la banca possa cioè utilizzare una politica più o meno “aggressiva” nella stima di tali perdite.

Alcune ricerche²¹ inoltre evidenziano come la presenza nel conto economico degli intermediari finanziari di queste rettifiche acuisca il problema della prociclicità degli utili bancari, in quanto le aziende di credito tendono a sottostimare il rischio di credito in fasi di espansione e a sovrastimarlo in fasi di recessione.

A differenza di quanto avviene per le imprese industriali, dove il debito è una fonte di capitale per finanziare gli investimenti, per la banca questo assume una connotazione totalmente diversa. E’ la materia prima, l’oggetto dell’attività di intermediazione della banca, che si pone al centro di un complesso sistema di rapporti di credito-debito qual è il sistema finanziario.

Il debito è la base su cui si sviluppa l’attività operativa della banca. Il primo e fondamentale indicatore di conto economico nelle aziende di credito è rappresentato dal margine di interesse, che misura la capacità della banca di impiegare a tassi più alti di quelli a cui raccoglie le risorse.

Nelle aziende non finanziarie, invece, gli interessi passivi afferiscono alla gestione finanziaria

²¹ Borio, C. e Lowe, P. La problematica degli accantonamenti per perdite su crediti, Rassegna trimestrale BRI, 2001.

dell'impresa, nettamente distinta da quella operativa. Questa particolare connotazione del debito rende strutturale un rapporto di *leverage* elevato e non comparabile con quello medio dei settori industriali. La difficoltà di definire chiaramente i “confini” del debito e di conseguenza di individuare un rapporto di leva finanziaria fa sì che i modelli di valutazione *asset side*, cui si è fatto breve riferimento nel capitolo precedente, siano per lo più inapplicabili alla valutazione degli intermediari finanziari.

Una componente molto importante del flusso di cassa tradizionale è quella relativa al reinvestimento. La definizione dell'ammontare di risorse destinate a finanziare nuovi investimenti condiziona fortemente la crescita, che è uno degli elementi a cui gli analisti, e il mercato, prestano più attenzione. Le banche non reinvestono in macchinari, o attrezzature, ma principalmente nello sviluppo del marchio e in capitale umano, per cui non è possibile definire un tasso di reinvestimento “tradizionale”.

Nel proseguo dell'elaborato si osserverà come, poiché la crescita degli intermediari è condizionata dalla necessità di detenere capitale a fronte dei rischi, alcuni modelli valutativi definiscano un flusso di cassa in cui la componente reinvestimento è intesa come reinvestimento in capitale regolamentare, ossia come quel nuovo capitale che la banca deve mantenere per espandere la sua attività e ottemperare ai requisiti regolamentari.

La difficoltà di identificare un tasso di reinvestimento diverso da quello appena proposto rende di fatto inapplicabili i modelli di valutazione tradizionale, su cui pesa anche la difficoltà di stimare la componente Capitale Circolante Netto, intesa come differenza tra le attività e la passività di breve termine, di natura non finanziaria. Nell'analisi del bilancio bancario infatti, il capitale circolante netto è tradizionalmente inteso come la differenza tra attività e passività onerose, definizione ben diversa da quella afferente alle imprese non finanziarie, che viene utilizzata per la stima del flusso di cassa.

4.2. I modelli utilizzati

Nelle banche dunque la gestione operativa e quella finanziaria sono compenstrate a tal punto da rendere difficile una loro separazione, che è invece piuttosto netta nelle aziende industriali per le quali il modello FCFO è creato. Per questo motivo, poiché cioè l'attività finanziaria costituisce l'oggetto stesso del business bancario, non è possibile utilizzare tale modello per la valutazione degli intermediari finanziari.

I modelli di valutazione che maggiormente si adattano agli intermediari finanziari sono dunque quelli *equity side*. Tuttavia anche il modello FCFE tradizionale presenta delle incompatibilità con le specificità del mondo bancario.

In precedenza infatti si era accennato alla difficoltà di stimare alcune componenti tipiche del flusso di cassa, nello specifico le spese per investimenti e il capitale circolante. Quest'ultimo viene solitamente identificato come la differenza tra l'attivo e il passivo (solitamente commerciale) a breve termine. Più precisamente si fa riferimento a quelle attività e passività a breve termine che siano:

- di natura non finanziaria
- di natura ricorrente nell'attività d'azienda
- di natura monetaria e non contabile

Le sue componenti principali, nel bilancio delle aziende industriali, sono rappresentate da crediti commerciali, magazzino e debiti commerciali. Questa entità, che nasce dalla riclassificazione del bilancio, ben si adatta alle caratteristiche delle imprese non finanziarie, dove la gestione ordinaria è separata in modo piuttosto netto da quella "a lungo termine".

La riclassificazione dell'attivo in fisso e circolante non è assolutamente adatta ad analizzare le aziende di credito, dove le attività di natura finanziaria sono gli elementi su cui si basa l'attività "ricorrente". Non a caso nell'analisi di bilancio bancario si fa riferimento al Capitale Circolante Netto come differenza tra attività fruttifere e passività onerose, e tale grandezza misura la capacità della banca di finanziare il suo attivo tramite passività non onerose.

Il capitale circolante della banca, individuato così come per le aziende industriali, è una grandezza non significativa dal punto di vista analitico ed altamente variabile.

Nella tabella 4.1 viene riportato un esempio di flusso di cassa disponibile per gli azionisti, così come dovrebbe essere costruito se fosse adottata la struttura di FCFE utilizzata dalle imprese non finanziarie. Utilizzando questa configurazione l'analista dovrebbe stimare la variazione annua di tutte le voci che compongono la classe "C - Variazione Capitale Circolante netto", compito proibitivo basandosi sulle informazioni che l'analista esterno ha a disposizione.

Inoltre ricordando la struttura di flusso di cassa disponibile per gli azionisti rappresentata nella formula 3.6, è opportuno far notare come la componente di interessi pagati sul debito, che nelle aziende industriali sottrae effettivamente risorse alla disponibilità degli azionisti, rappresenta parte fondamentale dell'attività bancaria, contribuendo alla formazione del margine di interesse, prima e fondamentale voce di ricavo nel conto economico di una banca.

Ciò dimostra ancora una volta come il FCFE tradizionale sia configurato per un'azienda industriale e non sia applicabile alla valutazione degli intermediari finanziari.

Appare più opportuno dunque che gli interessi passivi vengano inseriti nella gestione operativa piuttosto che in quella finanziaria.

<i>Free Cash Flow to Equity</i> “tradizionale”	
Utile netto	A
Profitti da cessione investimenti	+
Rettifiche varie	+
Svalutazioni	+
Accantonamenti	+
Ammortamenti	+
Altre voci non monetarie	+
Cash Flow lordo	B
Variatione crediti a clienti	-
Variatione banche	-
Variationi nel portafoglio titoli	-
Variatione depositi clienti	+
Variationi raccolta in titoli	+
Variatione CCN	C
Cash Flow operativo lordo	D
Investimento in partecipazioni	-
Investimenti in att. mat. e immat.	-
Avviamento	+
Dismissioni	+
Cash Flow da investimenti	E
Cash Flow operativo netto	F
Aumenti di capitale	+
Cash Flow da finanziamento	G
<i>Free cash flow to equity</i>	H

Tabella 4.1; fonte: Franceschi, L.F.; La valutazione delle banche, 2011

Le aziende che operano nel settore finanziario sono fortemente regolate, per cui devono detenere patrimonio netto, o altri strumenti patrimoniali, a fronte delle loro attività in modo proporzionale alla rischiosità dell'investimento. Nel calcolare il flusso di cassa dunque deve essere tenuto presente che parte delle risorse generate dovranno essere destinate al presidio dei rischi assunti, non potendo, perciò, essere considerate disponibili. Per questo motivo nella prassi professionale sono i modelli *equity side* ad essere utilizzati per la valutazione delle aziende bancarie, ma il flusso di cassa che viene attualizzato non è il FCFE visto sino ad ora.

La difficoltà di stimare il flusso di cassa deriva dall'impossibilità di stimare le spese per reinvestimento e le variazioni di CCN, questa difficoltà può tuttavia essere superata definendo in modo diverso il concetto di reinvestimento.

Il concetto tradizionale afferisce alle aziende industriali, per le quali le spese per investimenti si traducono in nuovi stabilimenti, o macchinari. Le aziende di credito invece, per espandere la loro attività devono detenere ulteriore capitale regolamentare, per cui il FCFE per gli intermediari finanziari può essere descritto come:

$$FCFE = \text{Utile netto} - \text{reinvestimento in capitale regolamentare} \quad (4.1)$$

Gli obiettivi di capitale regolamentare possono essere individuati dalle norme di Basilea, oppure nel piano strategico della banca, qualora i vertici dell'istituto abbiano deciso di "imporsi" dei coefficienti di capitale maggiori di quanto richiesto dalle autorità.

A ben vedere questo flusso di cassa può essere visto come un dividendo, il massimo dividendo che residua dopo aver soddisfatto gli obiettivi di patrimonializzazione. Per questo motivo il prossimo paragrafo tratterà del *Dividend discount model*.

4.3. Il *Dividend discount model*

Il modello più utilizzato per la valutazione delle aziende di credito è dunque il DDM. La base teorica di questo modello è molto semplice: quando gli investitori acquistano azioni quotate si aspettano due tipi di "ritorni": i dividendi durante il periodo di detenzione e un prezzo finale.

$$P_0 = \frac{Div_1 + P_1}{(1+r_e)} \quad (4.2)$$

Il prezzo finale a sua volta è funzione del dividendo e di un prezzo successivo, questo modello esteso all'infinito afferma che il prezzo oggi è la somma del valore attuale dei dividendi futuri.

Poiché è impossibile stimare i dividendi all'infinito tutte le valutazioni si basano su versioni più o meno sofisticate della formula di Gordon-Shapiro in base alla quale:

$$P_0 = \frac{Div_1}{k_e - g} \quad (4.3)$$

Dove a sua volta:

$$Div_1 = \text{Earnings} * (1 - b) \text{ e } b = \text{retention ratio}$$

Il modello di Gordon-Shapiro ha il difetto di essere utile solo per valutare aziende nell'ipotesi di crescita costante, ma ha il pregio di evidenziare i parametri che definiscono il valore dell'azione:

- Dividendi
- Costo del capitale
- Crescita di lungo periodo

Nei prossimi paragrafi verranno brevemente descritte queste determinanti, in particolare i diversi tipi di dividendo utilizzabili e l'orizzonte temporale da prevedere per il calcolo del *terminal value* e la metodologia utilizzata nella prassi per la loro stima.

4.3.1. Il dividendo da utilizzare

Nel *Dividend Discount Model* il dividendo è utilizzato come *proxy* del flusso di cassa. Nelle versioni più semplici di questo modello la base di partenza è costituita dai dividendi passati, e da questi valori il dividendo cresce ad un tasso coerente con il concetto di stabilità, quindi ad un tasso che non è mai superiore a quello di crescita dell'economia.

Modello DDM a crescita costante

ultimo dividendo per azione	0,1
tasso di crescita "g"	2%
Cost of Equity	12%
Valore per azione	1,02

Tabella 4.2; fonte: elaborazione dell'autore

Quanto appena detto è stato illustrato nell'esempio nella tabella 4.2, il cui risultato è ottenuto utilizzando la formula 4.3.

Ovviamente come già sottolineato questo primo modello a crescita stabile non viene quasi mai utilizzato, costituendo più che altro la base teorica di riferimento. Nella prassi gli operatori preferiscono modelli a due o tre fasi in cui la banca raggiunge lo scenario di crescita stabile solo dopo "n" anni. In generale il metodo più utilizzato consiste nella stima dell'utile per azione e nel calcolo di un *payout ratio*. La stima dei risultati economici della banca è stata oggetto del capitolo 2, per quel che riguarda il *payout ratio* due sono le possibili vie che l'analista può percorrere:

- stabilire un *payout ratio* in base agli obiettivi di piano, dopo averne verificato la fattibilità alla luce dei dividendi passati e dei *dividend yield* medi di mercato;
- individuare il massimo dividendo distribuibile una volta assolti gli obblighi di vigilanza o interni in termini di capitale regolamentare.

La prima impostazione è volta a costruire un vero e proprio dividendo che potrà poi essere confrontato con quello effettivamente distribuito, mentre il secondo tipo di dividendo, a cui si faceva riferimento nel paragrafo precedente, è molto più vicino al concetto di flusso di cassa.

Può essere inteso infatti come tutta la cassa generata nell'esercizio ancora a disposizione dopo aver soddisfatto gli obiettivi in termini di capitale regolamentare.

Un esempio di costruzione di questo particolare dividendo è stato inserito nella tabella 4.3.

Il dividendo distribuibile è stato costruito come:

$$Div_0 = U.N. - (CT1\ target - CT1\ iniziale) \quad (4.4)$$

DDM con dividendo al netto degli obblighi patrimoniali

	t_0
RWA	400.000
Core tier 1 Iniziale	20.000
Core tier 1 ratio	5%
Utile netto	5.000
Core tier 1 ratio target	6%
Core tier 1 richiesto	24.000
Dividendo distribuibile	1.000

Tabella 4.3; fonte: elaborazione dell'autore.

Con l'utilizzo di questo metodo viene meno uno dei difetti tradizionalmente attribuiti al modello DDM, quello cioè di sottostimare il valore delle imprese che distribuiscono liquidità in misura inferiore a quanto possano permettersi e di sovrastimare le imprese che distribuiscono dividendi in misura maggiore di quanto sia loro strutturalmente consentito. Questo perché il dividendo costruito in questa seconda ipotesi non è, come detto, confrontabile con i dividendi effettivi, essendo molto più simile ad un flusso di cassa che ad un dividendo. La sua base non sono i dividendi distribuiti in passato ma i risultati economici ottenuti. Questo modello di calcolo risulta molto apprezzato a livello professionale ed anche accademico in quanto non presenta alcuni dei difetti del modello DDM e contemporaneamente offre una buona *proxy* del FCFE, che approssima senza la necessità di stimare il cosiddetto *excess capital*, ossia la cassa generata che la banca non deve destinare a patrimonio regolamentare e che non viene distribuita. Inoltre negli anni precedenti alla crisi si è osservato un crescente numero di operazioni di riacquisto azioni proprie nel settore bancario, poiché il *buyback* è stato utilizzato come modalità per restituire cassa agli azionisti. Constatato ciò, focalizzarsi unicamente sui dividendi che le aziende effettivamente distribuiscono non fornisce una stima accurata della cassa disponibile per gli azionisti. Non sembra neanche opportuno inserire nel modello il riacquisto di azioni, essendo questo un fenomeno estremamente variabile negli anni, fortemente influenzato dalle condizioni di mercato e, come tale, difficilmente prevedibile.

4.3.2. Le prospettive di crescita

E' raro osservare un modello di valutazione che utilizzi direttamente la formula di Gordon-Shapiro per stimare il valore di un'azione. Solitamente gli analisti ricorrono a modelli a più fasi in cui ad una fase più volatile nei primi anni fa seguito il periodo di crescita stabile. Ciò nondimeno in tutti i modelli "di flusso" la maggior parte del valore dell'azione è insito nel *terminal value*, che viene calcolato proprio con la formula di Gordon Shapiro. Il *terminal value* è fortemente influenzato dal tasso di crescita di lungo periodo, che rappresenta perciò un parametro da stimare con molta attenzione e che è oggetto naturale dell'analisi di sensitività. È unanimemente accettato a livello accademico che questo tasso non debba superare quello di crescita dell'economia in cui l'azienda opera. Nel caso di intermediari finanziari attivi sui mercati internazionali ovviamente il tasso di

crescita non deve essere maggiore di quello dell'area in cui operano. Questo perché qualora lo fosse, rappresentando la formula di Gordon l'attualizzazione di una rendita perpetua, ciò implicherebbe che nel lungo periodo l'impresa oggetto di valutazione superi le dimensioni dell'economia. Questo non comporta che il tasso di crescita utilizzato non possa essere minore di quello dell'economia. Tale tasso deve essere coerente con le ipotesi dell'intero modello di valutazione: deve essere espresso in termini nominali o reali a seconda di come sia stata impostata la stima dei flussi e deve riflettere l'inflazione della valuta utilizzata, qualora i flussi siano nominali. Il tasso di crescita "g" deve inoltre assicurare coerenza interna con altri due parametri del *terminal value*: ROE e *payout ratio*. Infatti il tasso di crescita degli utili di un'impresa "g" è necessariamente uguale a $b * ROE$ dove come detto b è il tasso di ritenzione degli utili, cioè il complemento ad uno del *payout ratio*. Gli utili dell'impresa, in assenza di fonti di finanziamento esterne, crescono nella misura in cui gli utili non vengono distribuiti ma reinvestiti al ROE. Per questo motivo qualora l'analista individui un tasso di crescita il *payout ratio* di lungo termine deve essere tale che:

$$Payout\ ratio = 1 - g/ROE \quad (4.5)$$

Il modello a crescita costante è molto utilizzato a fini didattici, tuttavia non trova riscontri nelle applicazioni concrete, che vengono sviluppate solitamente in più fasi. Una prima fase, corrispondente ad un arco di tempo tra i cinque e i dieci anni, viene costruita sulla base di proiezioni puntuali derivanti dal piano strategico della banca, di cui gli analisti che coprono il titolo testano la fattibilità alla luce dello scenario economico generale e delle risorse a disposizione dell'azienda.

DDM con dividendo al netto degli obblighi patrimoniali

€/000	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃	t ₄	TV
Utile netto	4,0	4,1	4,2	4,4	4,5	4,6
RWA	400,0	416,0	432,6	449,9	467,9	476,8
Core tier 1 Iniziale	18,0	20,0	22,9	24,9	27,0	30,4
Core tier 1 ratio	4,50%	4,81%	5,29%	5,53%	5,77%	6,38%
Core tier 1 ratio target	5%	5,5%	5,75%	6%	6,50%	6,5%
Core tier 1 richiesto	20,0	22,9	24,9	27,0	30,4	30,9
Dividendo excess	2,0	1,2	2,2	2,3	1,1	4,1
ROTE	22,2%	20,6%	18,5%	17,6%	16,7%	15,1%
Ke	14%	14%	14%	14%	14%	14%
Payout ratio	50,0%	30,1%	52,9%	51,5%	24,0%	89,55%
Crescita	1,9%					
NPV dividendi	5,0					
NPV Terminal Value	17,6					
Valore totale	22,6					

Tabella 4.4; fonte: elaborazione dell'autore.

A questo periodo di stima puntuale fa seguito il calcolo del *terminal value* oppure, nei modelli cosiddetti “a tre fasi”, una fase di progressiva tendenza ai valori di crescita stabile, con il ROE marginale che tende ad eguagliare il costo del capitale. Nella tabella 4.4 viene riportato un esempio di modello a due fasi, il dividendo utilizzato è il massimo dividendo distribuibile dopo aver assolto agli obblighi patrimoniali, così come descritto nel paragrafo 4.3.1.

4.4. Il modello *Excess Return*

L'impossibilità di far ricorso ai tradizionali metodi DCF per la valutazione degli intermediari finanziari ha portato la dottrina ma anche e soprattutto gli operatori di mercato alla ricerca di ulteriori modelli adatti alla valutazione delle banche.

Un modello molto apprezzato è sicuramente quello cd. *Excess return*, la cui base teorica è simile a quella dell'EVA. In base a questo metodo infatti il valore della banca viene espresso come somma di due fattori: il patrimonio netto iniziale e la somma del valore attuale degli *Excess return* generati dalla gestione bancaria. Per *Excess return* si intende dunque il valore generato rispetto al rendimento richiesto dagli azionisti, espresso dal costo dell'equity, che tiene appunto conto della rischiosità dell'investimento nel capitale.

Due sono le configurazioni che la formula di calcolo dell'*Excess return* può assumere:

- $Excess\ return = (ROE - k_e) \times Book\ Value$
- $Excess\ return = Utile\ netto - (Book\ value \times k_e)$

Questo modello supera pienamente il concetto di redditività contabile, basandosi sull'assunto che la gestione economica non sia quella che genera utili, bensì quella capace di offrire un rendimento in linea con quello richiesto dagli azionisti. Riprendendo i dati presentati nei capitoli precedenti si riporta in tabella 7.1 un esempio di valutazione che utilizza il modello *Excess return*, secondo il quale il valore dell'equity della banca è funzione di:

$$Equity\ value = PN_0 + \sum_{t=1}^n \frac{ER_t}{(1+k_e)^t} + ERTV \quad (4.6)$$

Dove:

PN_0 = Patrimonio netto anno 0

ER_t = *Excess return* negli anni da 1 a n

$ERTV$ = *Excess return terminal value*

Nel contesto attuale in cui la maggior parte delle banche europee quotano a sconto rispetto al Book Value la componente *Excess return* assume nella maggior parte dei casi valori negativi, essendo la redditività degli istituti di credito ai minimi degli ultimi vent'anni.

Excess Return

dati in €/000	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃	t ₄	TV
Utile netto	4,0	4,1	4,2	4,4	4,5	4,6
cost of equity	-2,5	-2,8	-3,2	-3,5	-3,8	-4,3
Excess Return	1,5	1,3	1,0	0,9	0,7	0,3
Dividend Payout Ratio	50%	30%	53%	51%	24%	87%
Dividendi distribuiti	2,0	1,2	2,2	2,3	1,1	4,0
Utili ritenuti	2,0	2,9	2,0	2,1	3,4	0,6
Book Value iniziale	18,0	20,0	22,9	24,9	27,0	30,4
Cost of Equity	14%	14%	14%	14%	14%	14%
ROE	22%	21%	19%	18%	17%	15%
Crescita	1,9%					
Capitale investito	18,0					
NPV Terminal Value	1,6					
NPV dividendi	3,0					
Valore	22,6					

Tabella 4.5; fonte: elaborazione dell'autore²²

Essendo la redditività e il costo del capitale le determinanti di qualsiasi valutazione si può osservare come la crisi stia producendo un effetto negativo sulla valutazione degli intermediari finanziari, attraverso la contemporanea diminuzione della redditività, legata a doppio filo all'andamento dell'economia, e l'aumento della rischiosità percepita, e quindi del premio al rischio richiesto da chi investe in equity nel settore finanziario. L'incertezza insita nello scenario economico, a cui si aggiunge quella regolamentare prodotta dal contemporaneo agire dell'EBA e dal lento passaggio da Basilea 2.5 fino a Basilea 3, fanno sì inoltre che gli analisti concentrino le loro valutazioni nel breve termine, contribuendo a deprimere le quotazioni delle aziende di credito.

L'utilizzo di questo tipo di modelli presenta una serie di vantaggi:

- utilizzano dati di tipo contabile, più facili da reperire e soggetti a meno elaborazioni,
- sono applicabili anche alle aziende che non pagano dividendi o che generano DCF negativi (come appunto può essere il caso delle aziende di credito italiane in questo periodo),
- offrono una misura immediata dei reali ritorni economici del business rispetto alle mere misurazioni contabili.

Allo stesso modo il modello presenta alcuni svantaggi, che spesso sono l'altra faccia della stessa medaglia:

- i dati di natura contabile possono essere influenzati dalle politiche di bilancio del management,
- richiedono spesso numerosi aggiustamenti per pervenire ad una configurazione di reddito

²² Tabella ottenuta utilizzando i dati di conto economico precedentemente utilizzati in tabella x. La presente tabella dimostra che in presenza di ipotesi coerenti il modello *excess return* conduce agli stessi risultati del modello DDM.

normalizzato e per mantenere la coerenza tra utile e patrimonio,

- ciò significa per esempio che nell'ambito di questo modello vale sempre la cosiddetta *Clean Surplus relation*, ossia che il patrimonio netto di fine esercizio è sempre uguale a:

$$PN_t = PN_{t-1} + UN_t - DIV_t \quad (4.7)$$

Ciò non è vero per le aziende di credito, poiché ad esempio le variazioni dei titoli iscritti nel portafoglio AFS hanno la loro contropartita in una riserva di patrimonio netto, dove rimangono fino a che non diventano effettive²³.

Questo fa sì che un modello più accurato, in presenza di un portafoglio AFS di notevoli dimensioni, richiederebbe una stima delle variazioni di valore di questo portafoglio per consentire una più adeguata previsione del patrimonio finale.

4.5. Il *Sum Of The Parts Method*

L'evoluzione dell'attività bancaria e del contesto internazionale hanno portato, nel corso dell'ultimo ventennio, ad un deciso processo di concentrazione nel settore, a seguito del quale si sono venuti a creare alcuni grandi gruppi bancari, che hanno espanso il novero delle proprie attività. Oggi i più grandi gruppi bancari internazionali operano nel *Retail*, nel *Corporate & Investment banking*, nell'*Asset Management* e nel *Private Banking*, senza considerare che spesso tali attività sono poste in essere in più aree geografiche molto diverse tra loro. Questo particolare business mix che contraddistingue la maggior parte dei più rilevanti *player* del settore rende più difficile valutare la banca in modo unitario. Differenti divisioni, che spesso possono essere considerate anche a loro volta, presentano marcate differenze in termini di costo del capitale, tassi di crescita, redditività, insomma differenze in quelle che sono le determinanti dell'*intrinsic value* che l'analista si propone di stimare. Per questo motivo si è diffuso, parallelamente all'evoluzione dell'attività bancaria, un approccio valutativo conosciuto come *Sum Of The Parts method*, che nulla aggiunge dal punto di vista teorico a quanto descritto in precedenza, proponendosi di valutare separatamente ogni divisione/area della banca che svolge un'attività individuabile, ossia di cui è possibile delimitare i confini. Questo metodo rende possibile per l'analista utilizzare metodi valutativi diversi a seconda delle *Strategic Business Unit* oggetto di valutazione, individuando l'approccio valutativo che meglio si adatta alle caratteristiche di queste. Quanto appena detto comporta un processo logico che l'analista deve percorrere e del quale sono stati evidenziati i principali *step*:

- l'individuazione delle attività della banca che possono essere oggetto di valutazione autonoma e la definizione dei valori patrimoniali ad esse afferenti;

²³ Ciò avviene a seguito di una cessione o in caso di *impairment*, laddove venga riscontrata una durevole perdita di valore. A quel punto la variazione diviene effettiva e deve essere iscritta a Conto Economico, con il contemporaneo storno della riserva di patrimonio netto.

- la previsione dei risultati economici di ciascuna area di business;
- la scelta del metodo idoneo alla valutazione di ogni SBU;

Il valore totale dell'azienda risulterà quindi dalla somma dei valori delle divisioni che la compongono. La valutazione dell'azienda di credito come somma dei valori delle attività che essa pone in essere presenta una serie di indubbi vantaggi:

- possibilità di individuare in modo più preciso il contributo di ciascun area alla creazione di valore;
- opportunità di utilizzare metodologie di valutazione diverse a seconda del segmento analizzato;
- possibilità di scoprire eventuali “sacche” di extra-valore che la valutazione a livello complessivo nasconde. Il valore del potenziale sinergico è infatti tendenzialmente prociclico, ed in tempi di recessione è comune notare come molti grandi banche europee presentino valori inferiori ai valori delle singole divisioni. Per rimanere in Italia la valutazione di Mediobanca in questi mesi è inferiore al valore di mercato delle sue partecipazioni;
- possibilità di offrire un punto di riferimento per eventuali operazioni di scissione o comunque dismissione di attività.

Ovviamente a fronte di tali vantaggi vi sono anche alcune criticità:

- il processo di valutazione è più complesso: la stima del capitale allocato, l'individuazione degli RWA e la stima dei diversi tassi di crescita e dei costi del capitale, sono operazioni con elevato grado di soggettività se poste in essere dall'analista esterno;
- nonostante la normativa IAS imponga il cosiddetto *Segment reporting* le informazioni fornite non sono ancora sufficienti ad avere un quadro preciso, principalmente dal punto di vista prospettico, per costruire delle solide basi per i modelli previsionali;
- alcune divisioni che la banca nel proprio *Segment reporting* identifica come SBU non hanno divisioni comparabili a cui fare riferimento nella scelta dei multipli o del costo del capitale,
- la valutazione SOTP non permette di contemplare nel modello le informazioni relative al capitale regolamentare, che viene calcolato e “imposto” a livello di gruppo.

L'assenza, o meglio l'insufficienza di informazioni di tipo divisionale richiede un grande utilizzo di informazioni storiche, allo scopo di inquadrare le varie divisioni e mettere a fuoco i diversi *value driver*, con un'analisi del tutto simile a quella descritta, a livello *legal entity*, nel capitolo 1.

Come detto in precedenza questo approccio valutativo consente di utilizzare la valutazione relativa o analitica nelle diverse aree di business. In ogni caso per stimare la redditività della divisione

occorre stimare il capitale allocato/assorbito.

La previsione dei risultati economici delle diverse aree strategiche è un processo che utilizza come input i risultati storici degli anni passati e ottiene delle stime sui risultati futuri legate principalmente alle informazioni desunte dal piano. Il processo di stima dell'allocazione di capitale, invece, è ben più complesso: questa dovrebbe infatti riflettere l'assorbimento futuro del capitale, necessario alla divisione in funzione dei rischi creditizi, operativi e di mercato cui sarà esposta.

Il capitale serve alla banca, o in questo caso alla divisione, a coprire le perdite inattese, poiché le perdite attese sono già "spesate" a conto economico. Per prevedere il capitale assorbito la banca utilizza dei complessi modelli di previsione che hanno il loro input in dati ovviamente non a disposizione dell'analista esterno. Per questo motivo l'analista esterno fa ricorso a regole empiriche, desunte dalla prassi, per stimare tale capitale assorbito. Per stimare l'allocazione di capitale l'analista fa riferimento ad un parametro patrimoniale, di solito rappresentato dai RWA, o dagli *Asset under Management*, qualora oggetto di valutazione sia la divisione di *Asset Management*. L'utilizzo come parametro dei *Risk weighted Asset* è di immediata comprensione, poiché essi a loro volta rappresentano una misura della rischiosità dell'attivo. I metodi utilizzati nella prassi per la loro stima sono già stati affrontati nel capitolo 2. Sulla base della loro stima, il capitale allocato viene solitamente stimato, utilizzando dei coefficienti desunti dalla prassi, che sono stati sintetizzati nella tabella 4.6.

Coefficienti empirici di allocazione del capitale

Divisione	Coefficiente di allocazione
<i>Retail</i>	6-6,5% RWA
<i>Corporate</i>	6,5-7,5% RWA
<i>Investment banking</i>	8-12% RWA
<i>Asset Management</i>	0,5-1,5%AuM

Tabella 4.6; fonte: Franceschi, L.F., La valutazione delle banche, 2011.

Le differenze tra questi coefficienti riflettono la diversa rischiosità dei business che ogni divisione sovrintende. Gli impieghi del business *retail*, ad esempio, sono spesso assistiti da garanzie reali che ne diminuiscono la volatilità. L'attività di *investment banking* invece si focalizza su impieghi generalmente più rischiosi e per tale motivo il coefficiente di allocazione di capitale delle divisioni IB è strutturalmente più alto.

5. Costo del capitale

I dividendi, così come altre tipologie di flussi finanziari, vengono attualizzati ad un determinato tasso, che rappresenta il costo opportunità dell'investimento. È possibile definire il costo del capitale come il rendimento atteso che l'investitore può ottenere investendo in altri titoli con uguale rischio e durata. Nel corso di questo paragrafo verranno descritti i metodi utilizzati nella stima di tale costo e gli adattamenti necessari al modello base per giungere ad una stima consistente del costo del capitale nel settore bancario.

Verrà infine effettuata una breve analisi storica del costo del capitale implicito nelle valutazioni delle aziende di credito e degli effetti che su di esso hanno i periodi di crisi.

Il modello più utilizzato per la stima del costo del capitale è senza dubbio il *Capital Asset Pricing Model*, che determina il costo del capitale per l'*i*-esima impresa come:

$$r_i = r_f + \beta_i * (ERP) \quad (5.1)$$

Il rendimento richiesto, secondo questo modello, è dunque pari al rendimento privo di rischio, a cui viene sommato un premio, che gli investitori richiedono per abbandonare un investimento *risk free* e investire nel capitale proprio, moltiplicato per un coefficiente Beta. La descrizione delle ipotesi alla base di questo modello e la sua dimostrazione non rientrano nello scopo di questo elaborato, nel quale invece saranno brevemente spiegati i metodi per stimare ciascuna componente di questo modello.

5.1. Tasso *risk free*

Il tasso *risk free* rappresenta il rendimento di attività per cui non esiste rischio di insolvenza e per le quali il reddito atteso è certo. Nella prassi tale tasso può essere desunto dai rendimenti osservabili sul mercato di titoli di debito di emittenti, solitamente Stati, che non presentano rischio di default. Tradizionalmente nell'area euro il tasso privo di rischio è pari al rendimento medio del *Bund* tedesco. All'analista si pongono diverse alternative nella scelta della durata del titolo da cui ricavare il tasso. L'approccio corretto è quello di utilizzare un'obbligazione la cui durata approssimi quella dei flussi di cassa prodotti dall'impresa. Tuttavia poiché tali flussi sono teoricamente infiniti, nella prassi si utilizzano i titoli di stato decennali, piuttosto che i titoli con scadenze più lontane, per facilitare la reperibilità di informazioni sui default spread e il premio per il rischio. Inoltre la curva dei rendimenti oltre l'orizzonte decennale tende ad appiattirsi, rendendo meno significativo l'errore nell'approssimazione.

5.2. Equity risk premium

L'investitore che investe in un attività non *risk free* richiede un premio, un rendimento maggiore per essere compensato dalla presenza del rischio nel suo portafoglio. L'*equity risk premium* (ERP) richiesto per investire in azioni dipende da:

- avversione al rischio degli investitori;
- rischiosità dell'investimento nel portafoglio di mercato.

Nel periodo 2008-2011 si è assistito ad un aumento del ERP, come è possibile osservare nel grafico 5.1 , che può essere spiegato dall'aumentata avversione al rischio degli investitori, per i quali la crisi dei mutui *subprime* ha rappresentato un brusco risveglio dopo un periodo, quello 2003-2007, considerato d'oro per i rendimenti offerti dai mercati azionari. Per quel che riguarda specificatamente la crisi del debito sovrano europeo innescatasi nell'estate 2011 la speculazione e i continui *downgrading* del debito dei paesi dell'Europa meridionale e dell'Irlanda hanno aperto gli occhi ai mercati sull'instabilità di questi paesi, sulla difficoltà di finanziarsi e di rispettare le scadenze dei propri titoli. Il default pilotato della Grecia ha aumentato la percezione della rischiosità sui mercati e l'avversione al rischio degli investitori. Con l'assenza di fiducia il canale interbancario si è a lungo congelato e la turbolenza è passata all'economia reale generando il fenomeno del *credit crunch*. Le banche, che spesso per capitalizzazione rappresentano una "fetta" importante del mercato, hanno avuto un ruolo di primo piano in questa crisi. Infatti le brusche discese dei titoli bancari nei listini di tutta Europa non sono dovuti solo all'aumento delle sofferenze e al peggioramento dell'*asset quality*, conseguenze naturali di un periodo di recessione, ma anche al timore per l'enorme quantità di titoli di stato che le banche europee hanno "in pancia".

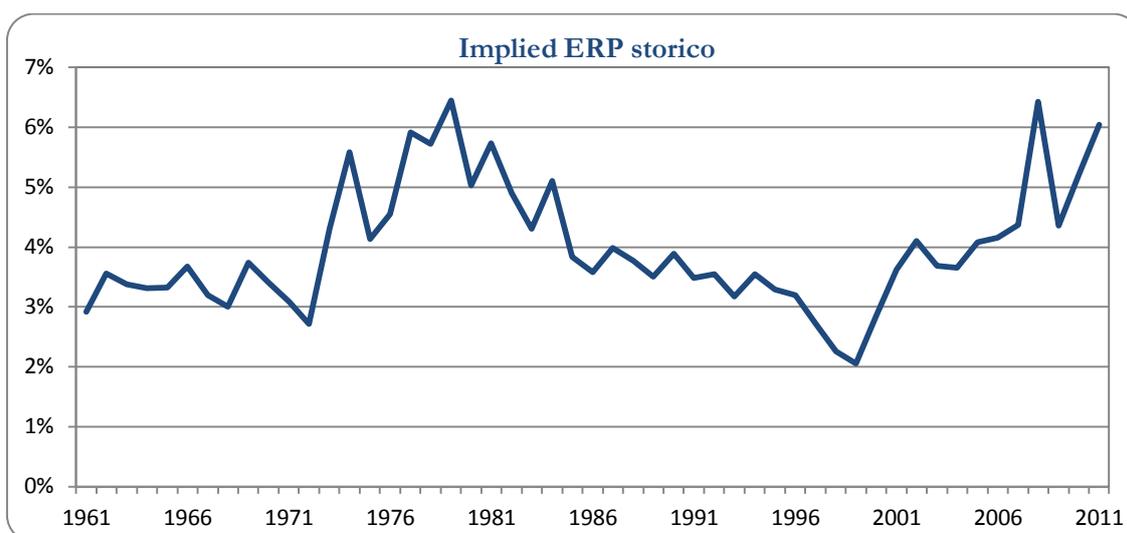


Grafico 5.1; fonte: elaborazione dell'autore su dati Damodaran.

Il premio al rischio è un ottimo indicatore di queste fasi di tensione, la sua capacità di *signaling* però dipende dal modo in cui viene calcolato.

Secondo Damodaran²⁴ vi sono tre modalità di calcolare l'ERP:

- *survey* su CFO e investitori
- *Historic ERP*
- *Implied ERP*

Il primo metodo consiste nel chiedere a coloro che operano sul mercato una stima del premio al rischio. L'assunzione alla base di questo metodo è che il premio al rischio è frutto della percezione di chi sul mercato opera e che, attraverso l'"opinione" degli addetti ai lavori, sia possibile stimare il rendimento addizionale richiesto per gli investimenti non *risk free*. Tralasciando questo metodo ben più consistenti a livello teorico sono i successivi due.

L'*Historic risk premium* misura l'extra-rendimento richiesto su base storica, come differenza tra i rendimenti medi azionari e rendimenti medi dei titoli privi di rischio.

Questo metodo è utilizzato da un gran numero di operatori che però partendo dalla stessa base dati giungono a risultati molto diversi tra loro. Secondo Damodaran²⁵ questo dipende da tre fattori:

- il periodo utilizzato: la base dati sullo S&P 500 parte dal 1926, molti investitori ritengono inadeguato utilizzare dati troppo vecchi, e prendono in considerazione solo il periodo storico post guerre mondiali, perché l'avversione al rischio è cambiata molto nel corso del tempo. Da questo punto di vista si può eccepire tuttavia che qualsiasi metodo *backward looking* misura l'avversione al rischio odierna sulla base di scenari passati. Chi utilizza periodi più recenti incorre però statisticamente in un errore di stima maggiore. L'imprecisione dovuta a serie storiche troppo brevi elimina addirittura il vantaggio di avere una stima basata su dati più "recenti",
- il titolo di stato utilizzato nella stima dell'ERP. Gli extra-rendimenti possono essere misurati rispetto a titoli di stato a breve o lungo termine. Ovviamente si ritiene più corretto, alla luce di quanto evidenziato nel paragrafo sui tassi *Risk free*, utilizzare titoli con scadenza almeno decennale,
- Media aritmetica o geometrica: la media aritmetica rappresenta l'indicatore più corretto qualora i rendimenti non siano correlati nel tempo. Molti studi dimostrano tuttavia una correlazione negativa nel tempo²⁶. Inoltre poiché l'attualizzazione dei flussi di cassa avviene in regime di interesse composto, è preferibile l'utilizzo della media geometrica.

²⁴ Damodaran, A.; *Damodaran on valuation. Security analysis for Investment and Corporate Finance*, 2010

²⁵ Damodaran, A., *op. ult. cit.*

²⁶ Fama, E.F. e French, K.R., *Permanent and temporary components of stock prices*, *Journal of political Economy*, 1988

La diversità di risultati a cui si faceva riferimento poc'anzi è evidenziata dalle stime fornite da Damodaran e riportate in tabella 5.2:

Premio per il rischio storico: modalità di calcolo

	Azioni – Treasury bill		Azioni-Treasury bond	
	Media aritmetica	Media geometrica	Media aritmetica	Media geometrica
1928-2004	7,92%	6,53%	6,02%	4,84%
1964-2004	5,82%	4,34%	4,59%	3,47%
1994-2004	8,60%	5,82%	6,85%	4,51%

Tabella 5.2; fonte: Damodaran, A.; Damodaran on valuation: Security analysis for Investment and Corporate Finance, 2010

Il terzo e ultimo metodo parte dall'ipotesi che i mercati siano efficienti e riflettano nel prezzo delle azioni tutte le informazioni disponibili. La formula di Gordon-Shapiro²⁷ deriva il prezzo dal livello dei dividendi attesi, dal costo del capitale e dal tasso di crescita dei dividendi. È possibile applicare questa formula ad un indice di mercato, come lo S&P 500.

Ora poiché il prezzo dell'indice sul mercato è conosciuto ed esiste un cd. *Consensus estimate* sul valore dei dividendi nel prossimo periodo e sul tasso di crescita di questi, è possibile ricavare indirettamente il costo del capitale e da questo il premio implicito per il rischio equity. Tale ERP è ricavato implicitamente dalle aspettative del mercato riflesse nel valore dell'indice.

Storicamente tale premio è stato sempre più basso di quello basato su dati storici, invece dallo scoppio della bolla dei mutui *subprime* il suo valore è salito superando il costo "storico". Utilizzando l'*implied ERP* l'analista accetta la valutazione del mercato, non prendendo posizione in merito. Qualora l'avversione percepita sul mercato sia ritenuta eccessiva, temporanea, l'analista può rifarsi alle stime storiche. Tuttavia questo modello ha il pregio di consentire all'analista di non far entrare la sua visione del mercato nel proprio modello di valutazione, rendendola dunque più oggettiva. Inoltre, poiché questo elaborato si prefigge di analizzare l'effetto della crisi sulle determinanti della valutazione appare di gran lunga più opportuno prendere a riferimento un parametro "sensibile" al *sentiment* di mercato. Un'ultima precisazione è d'obbligo per quel che riguarda il premio per il rischio. L'arco temporale delle serie storiche e la disponibilità di una notevole base dati rende possibile l'utilizzo di questi metodi per quel che riguarda il mercato americano, non si può dire altrettanto per altri mercati, a maggior ragione se "emergenti". In ogni caso alcuni passaggi consentono di rettificare il risultato ottenuto per valutare aziende operanti in paesi diversi dagli Stati Uniti, in particolare in paesi caratterizzati da rating "non AAA".

Il metodo più diffuso rettifica il premio al rischio per considerare il rischio paese utilizzando la seguente formula:

²⁷ Riportata nel paragrafo 4.2

$$\text{Premio rischio paese} = \text{Default spread} * \frac{\sigma_{\text{azioni}}}{\sigma_{\text{obbligazioni}}} \quad (5.2)$$

Il *Default spread* può essere ottenuto come differenziale rispetto ad un titolo privo di rischio (ad esempio il famoso spread BTP-BUND) oppure sul mercato dei CDS. Tale differenziale tuttavia riguarda il mercato obbligazionario, caratterizzato da una minore volatilità rispetto al mercato azionario, per cui è rettificato per tener conto della diversa volatilità del mercato azionario rispetto a quello dei titoli di debito. Poiché i principali gruppi bancari europei operano a livello internazionale può essere poco accurato utilizzare il *default spread* del solo paese dove l'azienda di credito ha sede legale, specie se questa opera in paesi i cui titoli hanno un diverso profilo di rischio sul mercato obbligazionario. Il costo del capitale deve riflettere infatti la rischiosità dei flussi di cassa dell'impresa, perciò deve essere misurato rispetto ai paesi dove questi vengono prodotti più che dove vengono "contabilizzati". Un metodo semplice per giungere ad un risultato più accurato è quello di calcolare una media ponderata dei *default spread* dei paesi in cui l'intermediario opera e sommare questo premio all'ERP.

5.3. Beta

L'ultima determinante oggetto di analisi è il Beta. Questo coefficiente misura la sensibilità del rendimento di un titolo, o di un settore, all'andamento del mercato. Da un punto di vista statistico il beta rappresenta l'inclinazione della retta che interpola i rendimenti in eccesso del titolo rispetto ai rendimenti in eccesso del mercato. Titoli con beta pari ad uno seguono un andamento in borsa simile a quello dell'indice di mercato. Imprese le cui azioni hanno beta significativamente superiore ad uno hanno un business model molto sensibile al ciclo economico. Berk e De Marzo²⁸ citano come esempio le imprese tecnologiche, la cui domanda di prodotti varia con il ciclo economico, mentre gli stessi autori evidenziano come le imprese operanti nel settore alimentare producono beni la cui domanda non risente dell'andamento dell'economia, e per questo presentano beta inferiori all'unità. E le banche? Il settore bancario è un settore molto ampio, per cui a diverse attività corrispondono diversi beta. Una banca i cui ricavi derivino perlopiù dall'*Investment Banking* sarà maggiormente influenzata dall'andamento dell'economia, poiché i *deal* aumentano nelle fasi di espansione e il settore tende a tagliare in fase di recessione, come oggi puntualmente sta accadendo. Viceversa banche più concentrate sulla tradizionale attività commerciale, pur essendo comunque fortemente dipendenti dal ciclo economico, che influenza la domanda e la qualità del credito, presentano valori del beta più vicini all'unità. Il Beta è un coefficiente di sensibilità, è una misura della reattività di un titolo alle variazioni del mercato, perciò per costruzione ci si aspetta che non si modifichi per variazioni dell'avversione al rischio o della rischiosità dell'investimento medio, che

²⁸ Berk, J. e De Marzo, P.; *Corporate finance*, Pearson, 2008

sono determinanti dell'ERP. Il beta dipende dal tipo di attività posta in essere, dall'intensità con cui questa risente dell'andamento del ciclo economico, dalla leva operativa e finanziaria. Tuttavia il beta medio dei grandi gruppi bancari europei sta subendo una forte evoluzione, evidenziando una preoccupante tendenza al rialzo, come è possibile notare nel grafico 5.3. I risultati esposti nel grafico, in controtendenza con quanto detto sino ad ora, sembrano indicare che la crisi finanziaria e il conseguente aumento di rischiosità percepita abbia avuto dei riflessi anche sul Beta.

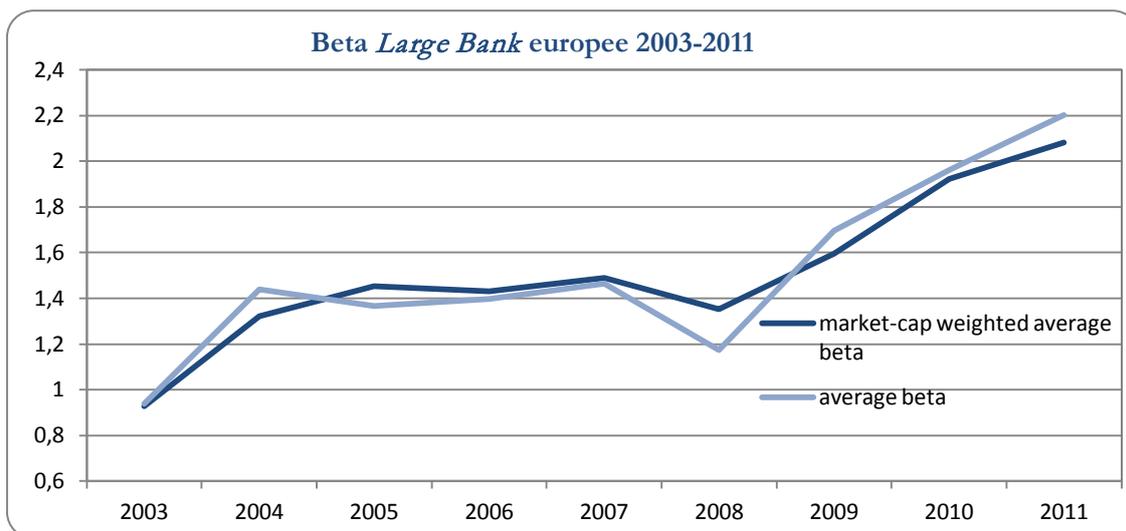


Grafico 5.3 Fonte: elaborazione dell'autore²⁹ su dati Damodaran

In un fondamentale *paper* sull'argomento Damodaran³⁰ suggerisce che possano essere i cambiamenti nel set regolamentare a creare questo impatto. Effettivamente la crisi dei mutui *subprime* prima e la crisi del debito europeo poi hanno evidenziato l'inadeguatezza dell'impianto di regole utilizzate a far fronte ad una crisi. Questo ha avviato una revisione della normativa che porterà ad un innalzamento, attraverso vari disposizioni, dei requisiti regolamentari.

Questo *deleveraging* richiesto dalle autorità avrà certamente un effetto sulla redditività degli intermediari finanziari, ma l'effetto si sta producendo anche sul beta, perché l'evoluzione "per reazione" della normativa di Basilea sta aggiungendo incertezza allo scenario futuro. I continui aggiornamenti della normativa di Basilea non sono percepiti agli occhi del mercato come frutto di un percorso definito, ma piuttosto come reazione "disperata" ad una crisi che le regole oggi in uso non sono riuscite a frenare. Per gli analisti l'incertezza dovuta ai continui aggiornamenti della normativa si traduce dunque in un aumento della sensibilità allo scenario economico, come se fosse diffusa la sensazione che ad ogni momento di difficoltà corrisponderà una modifica della

²⁹ L'analisi è stata condotta su un campione di circa venti grandi gruppi bancari europei, con un requisito minimo in termine di capitalizzazione, sulla base dei dati disponibili sul sito <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. I dati differiscono da quelli calcolati tramite regressione nei capitoli successivi, motivo per il quale si è ritenuto opportuno evidenziare il trend in atto piuttosto che i valori.

³⁰ Damodaran, A. *Valuing financial service firm*, 2009

normativa, con conseguente aumento della difficoltà operativa dei gruppi bancari. L'aumento dell'avversione al rischio influenza l'ERP, ma l'incertezza derivante dai cambiamenti della normativa e dallo scenario futuro hanno avuto l'effetto di aumentare la dipendenza dal ciclo economico, e dalle notizie sugli sviluppi futuri. Questo si è tradotto in un brusco aumento del beta medio del settore.

Il beta per imprese quotate è calcolabile con due diversi metodi:

- Regression Beta
- Bottom-up Beta

Il primo metodo consiste nell'ottenere il beta tramite un'analisi di regressione dei rendimenti del titolo rispetto ai rendimenti dell'indice di mercato di riferimento. Tale metodo conduce a diversi risultati a seconda dell'intervallo di rendimento (giornaliero, settimanale o mensile) e dell'orizzonte di stima (mediamente tra i due e i cinque anni). Berk e De Marzo³¹ evidenziano come tale stima sia molto sensibile agli *outliers*, ossia i rendimenti anomali che i titoli possono avere. Affinché la stima sia accurata dunque, l'analista deve verificare l'eventuale presenza di tali rendimenti e normalizzarli per trovare un beta significativo. La presenza di questi errori di stima è sicuramente un deterrente all'utilizzo della regressione, che pure è il metodo più utilizzato.

Il secondo metodo prende spunto esattamente da questo difetto. Allo scopo di eliminare l'errore derivante dai rendimenti anomali *firm-specific* è possibile stimare il beta a partire dalle sue determinanti. Ciò significa individuare le varie attività poste in essere dall'azienda di credito e utilizzare dei dati medi per ciascun'attività, pervenendo al beta d'impresa come media ponderata dei beta delle singole attività.

Quando questo metodo viene utilizzato nell'analisi di aziende industriali è opportuno effettuare il *delevering*, calcolare cioè un beta non influenzato dalla struttura finanziaria, poiché il beta *levered* tende a variare da impresa a impresa. Nel caso delle banche invece l'utilizzo della leva finanziaria è strutturale, e le aziende di credito tendono dunque ad essere più omogenee per quel che concerne la struttura finanziaria. Le norme sui coefficienti patrimoniali inoltre, imponendo omogeneità a livello globale (cd. *leveling playing field*), hanno rafforzato ulteriormente questa evidenza. Per questo motivo tale processo non è necessario nella stima del beta del *bottom-up* beta delle aziende di credito.

³¹ Berk, J. e De Marzo, P.; op. ult. cit.

6. Valutazione relativa

6.1. Fondamenti teorici

L'ultimo dei metodi per la valutazione delle aziende di credito approfondito in questo elaborato è il metodo dei multipli, o della valutazione relativa. Il principio sui cui questo metodo si basa è che il valore di una società sia determinabile prendendo a riferimento le indicazioni su società comparabili che sono riflesse nei prezzi di mercato. Nello specifico avendo appurato che nell'*industry* bancaria non si fa uso di valutazioni di tipo *asset side*, i multipli di riferimento non sono altro che un rapporto tra la capitalizzazione di borsa e alcune grandezze economico/patrimoniali. Nell'ipotesi che i mercati siano efficienti dunque, i valori impliciti nelle quotazioni di aziende comparabili forniscono una misura relativa delle aspettative che gli operatori finanziari hanno circa il rischio e il rendimento futuro della società. La valutazione *market based* non porta ad una determinazione del valore intrinseco in termini assoluti, bensì ad una sua stima relativa perché effettuata rispetto alle indicazioni desumibili dal mercato. L'*intrinsic value* che l'analista deve stimare è quasi sempre diverso dal prezzo osservabile sul mercato, e la sua stima effettuata esclusivamente utilizzando un metodo *market based* potrebbe risultare imprecisa. Riassumendo si potrebbe dire che con il metodo dei multipli la valutazione non è frutto di ipotesi soggettive dell'analista ma è più facilmente influenzabile dal *sentiment* di mercato. E' il caso della crisi odierna, protagonista della quale sono il default della Grecia e i timori sul debito pubblico dei paesi "deboli" dell'area Euro, che ha generato una diminuzione importante della capitalizzazione delle banche europee ed un conseguentemente abbassamento dei multipli di quotazione. Tramite la sola valutazione relativa non sarebbe possibile affermare se questi timori siano, a livello aggregato, fondati oppure frutto dell'attuale ma temporanea tensione sui mercati finanziari. Anche per questo motivo i report degli analisti finanziari non si basano mai unicamente su una valutazione di tipo relativo, anzi questo metodo è utilizzato come strumento di controllo della valutazione principale, effettuata solitamente con metodo analitico. Secondo il metodo dei multipli dunque, il valore di un'impresa viene così determinato:

$$\text{Equity value} = \text{multiplo} \times \text{grandezza aziendale} \quad (6.1)$$

Per giungere a questo risultato l'analista deve affrontare una serie di *step*:

- la selezione dei *comparables*;
- la determinazione dell'orizzonte temporale a cui riferirsi per la misurazione della capitalizzazione di borsa;
- l'identificazione delle grandezze principali e dei multipli più adatti ad esprimere le performance operative di un settore;

- il calcolo dei multipli e il relativo valore medio.

Si è già detto che alla base della valutazione relativa vi è l'assunzione che il mercato sia efficiente e che attribuisca il valore corretto agli utili o alle altre grandezze economiche/patrimoniali/finanziarie di società ritenute comparabili. Già l'assunzione di mercati efficienti è da sempre messa in discussione, in più la significatività di questo metodo è fortemente connessa alla capacità dell'analista di individuare società cd. comparabili.

6.2. Le società comparabili e l'orizzonte temporale

Come verrà spiegato a breve ogni multiplo ha le sue determinanti, i suoi driver del valore, per cui è fondamentale che le società inserite nel panel di valutazione presentino valori di queste variabili vicini a quelli della società oggetto di valutazione.

Tuttavia da queste determinanti del valore è possibile estrapolare alcuni criteri di selezione, alcune affinità che debbono essere riscontrate affinché si possa considerare una banca comparabile ad un'altra. Franceschi³² ne individua alcune:

- la tipologia di business model adottata;
- il business mix;
- il contributo delle aree alla formazione del risultato economico;
- la capitalizzazione di mercato;
- le quote del mercato del credito e della raccolta;
- il costo del capitale;
- il grado di *leverage*;
- la redditività.

Gli aspetti da prendere in considerazione sono molteplici, da ciò si capisce che non esiste il *comparable* perfetto, anzi il problema che l'analista si trova di fronte a seguito del calcolo dei multipli delle società comparabili è solitamente quello di riscontrare un'ampia gamma di valori differenti. Di fronte a questa situazione quali sono le possibili scelte?

E' evidente che il valore medio di un campione molto vario tende a perdere di significatività, per cui un approccio molto utilizzato è quello di ridurre il numero delle banche facenti parte del panel di valutazione. Approccio meno utilizzato è quello di trovare la banca "sosia", ma il difetto di questo metodo è che in uno scenario in cui gli intermediari finanziari operano a livello internazionale e in una pluralità di aree di business la possibilità di trovare banche "gemelle" è minima, quantomeno a livello di grandi gruppi bancari. Peraltro la presenza in un panel di diversi player arricchisce l'analisi,

³² Franceschi, L.F., *op. ult. cit.*

riflettendo ciascuna banca nella propria valutazione relativa le peculiarità del proprio *business model*. Alla luce di ciò appare opportuno sfruttare le diversità piuttosto che nasconderle, tentando di spiegare le differenze tra i multipli delle banche nello stesso comparto, risalendo appunto a quelle variabili in grado di incidere sulle determinanti del multiplo.

Questa soluzione, tra le varie proposte, offre all'analista un ulteriore spunto per arricchire la sua analisi, mentre le soluzioni precedentemente proposte assomigliano più ad un tentativo di asseverare una precedente valutazione piuttosto che al reale obiettivo di stimare l'*intrinsic value*.

Il multiplo non è altro che il rapporto tra la capitalizzazione di borsa e una grandezza, economica patrimoniale o finanziaria che sia, per cui l'analista deve decidere, e mantenere omogeneo nel panel, l'arco temporale nel quale calcolare il prezzo di borsa da utilizzare nel calcolo del multiplo. Nella prassi molti analisti utilizzano il prezzo corrente, tuttavia l'attuale altalenante andamento dei mercati azionari sconsiglia di utilizzare questo approccio. Si ritiene preferibile utilizzare come prezzi le medie a trenta, sessanta, novanta giorni, tenendo conto ovviamente di eventuali eventi straordinari occorsi nel periodo di riferimento.

6.3. Il multiplo P/E

Questo multiplo rapporta la capitalizzazione di borsa agli utili dell'impresa. In questo modo offre una misura immediata della rischiosità che il mercato percepisce nel settore, che è tanto più bassa quanto maggiore è il numero delle volte che l'utile è "contenuto" nella capitalizzazione, a parità di altre condizioni.

Nel calcolo di questo rapporto sono utilizzati *earning* passati, presenti e futuri. Tuttavia poiché il valore di un'impresa non è altro che il valore attuale di flussi di cassa futuri appare più logico utilizzare risultati economici futuri. Rispetto agli utili passati e agli utili *trailing*, ossia quelli dell'ultimo dato ufficiale disponibile, ciò richiede una stima ed è quindi soggetto ad un certo grado di incertezza, ma la prassi professionale privilegia questo tipo di utili, cd *leading*, o *forward*, per i motivi precedentemente indicati. Tale utile deve essere normalizzato, deve essere considerato al netto di componenti straordinarie di reddito e viene utilizzato nella versione *fully diluted*.

Ciò significa che il risultato d'esercizio deve essere in prima battuta rettificato per tener conto di quella parte di utile che deve essere attribuita con precedenza ad alcune categorie di azioni, come ad esempio le azioni di risparmio. In seconda battuta il numero di azioni tra le quali dividere il risultato per azione deve essere rettificato per tener conto della possibilità che i detentori di alcuni particolari strumenti finanziari, come warrant o obbligazioni convertibili, richiedano la conversione in azioni ordinarie.

6.3.1. Le determinanti

Si è parlato in precedenza delle determinanti dei multipli, quei driver che influenzano il valore del rapporto e per i quali si dovrebbero riscontrare valori simili affinché le società possano definirsi comparabili.

Tali determinanti per il multiplo p/e si possono derivare dalla seguente formula:

$$P = \frac{E*(1-b)}{(k_e-g)} \quad (6.2)$$

da cui:

$$P/E = \frac{(1-b)}{(k_e-g)} \quad (6.3)$$

Da questa formula appare chiaro che vi è una correlazione diretta tra valore del multiplo e tasso di crescita, infatti il mercato “paga” di più per le aziende in crescita, e una relazione inversa con il costo del capitale, mentre il ragionamento è meno lineare per quel che riguarda il *payout ratio*, ossia il complemento a uno del tasso di ritenzione degli utili “b”. La correlazione sembra diretta, tuttavia tale tasso è una determinante anche del tasso di crescita³³, quindi il suo effetto è duplice e meno facilmente analizzabile.

6.3.2. Il P/E nelle banche, andamento storico

Questo multiplo rappresenta la metrica dominante, utilizzata soprattutto nei periodi a metà del ciclo economico. Generalmente le banche quotano in un *range* ristretto di P/E *ratio*, l’omogeneità di valori è infatti favorita dagli obblighi regolamentari comuni a tutti gli istituti di credito che progressivamente lasciano sempre meno spazio a “variazioni sul tema”.

Storicamente è considerato “normale” un *range* di 10-12x gli utili, valori da cui gli istituti di credito sono oggi ancora lontani a causa dell’improvviso calo di redditività. In momenti di forte stress del settore si sono registrati valori intorno al 6-8x, osservabili dopo il crack Lehman oppure durante l’estate scorsa nei report sulle banche europee esposte verso il debito dei paesi PIGS. Anche negli ultimi mesi le preoccupazioni sulla tenuta della zona euro hanno portato ai minimi i corsi azionari del settore, facendo registrare multipli pari a 5-7x gli utili. Tutto ciò si riflette nell’andamento “nervoso” osservabile nel grafico 6.1. In particolare è interessante notare come dopo la crisi 2007-2008 il settore bancario aveva fatto registrare un vero e proprio rally, tornando ai livelli di P/E pre-crisi, a fronte di utili che invece non mostravano evidenti segni di ripresa. La debolezza di questo rimbalzo è confermata dalla facilità con cui sono stati bruciati i guadagni in borsa con l’avvento nell’estate 2011 della nuova fase della crisi.

³³ Cfr. formula (4.5).

P/E medio di settore 2000-2012

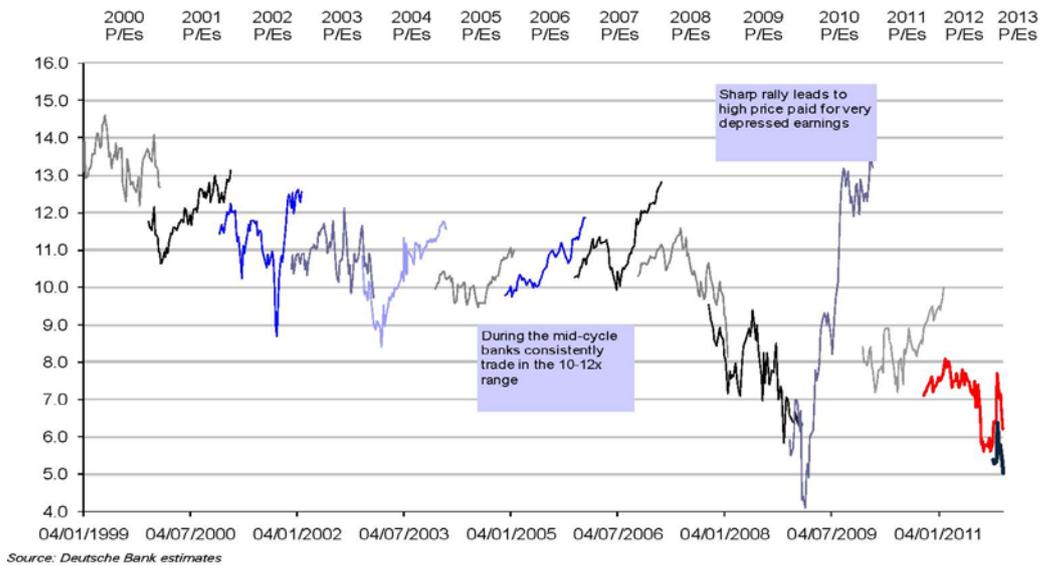


Grafico 6.1; fonte: Deutsche Bank, *European Banks*, 2012.

6.4. Il multiplo P/B

Il valore di mercato del capitale di un'impresa riflette le aspettative degli operatori sulla sua capacità di generare utili e flussi di cassa. Il valore contabile del patrimonio netto è dato dalla differenza tra il valore contabile dell'attivo e il valore contabile del passivo, e si tratta di un valore determinato per lo più dai principi contabili. Tuttavia, poiché le regole dell'*accountancy* bancaria sempre più prediligono l'utilizzo del *fair value*, la limitata presenza di attività valutate al costo storico fa sì che il valore del patrimonio contabile degli istituti di credito si avvicini molto al valore di mercato. Per rendere più omogenea la stima, lavorando su grandezze scevre da possibili manipolazioni contabili, gli analisti prediligono rapportare la capitalizzazione di mercato al *tangible book value*, creando così il multiplo P/TBV.

6.4.1. Le determinanti

Conducendo la stessa analisi poco fa effettuata sul multiplo P/E è possibile mettere in evidenza le determinanti di questo multiplo:

$$P_0 = \frac{Div_1}{(k_e - g)} \quad (6.4)$$

da cui:

$$P_0 = \frac{BV_0 * ROE * (1 - b)}{(k_e - g)} \quad (6.5)$$

E, di conseguenza:

$$\frac{P}{BV} = \frac{ROE - g}{k_e - g} \quad (6.6)$$

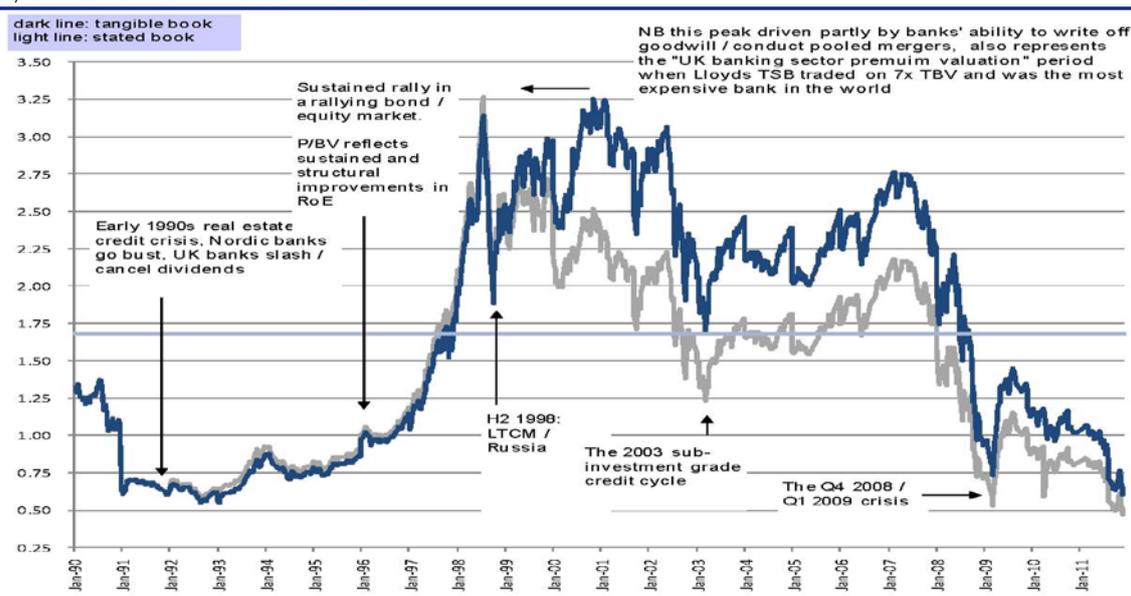
Per cui le determinanti di questa formula sono la redditività e il costo del capitale. Risulta evidente alla luce di questa formulazione come imprese che presentino una redditività maggiore del rendimento richiesto dagli azionisti “tradino” con valori del multiplo superiori all'unità. Viceversa imprese che non sono in grado di offrire un rendimento almeno pari a quello richiesto dagli azionisti quotano a sconto sul patrimonio netto contabile. Questo risultato è in linea con quanto esposto precedentemente nel capitolo relativo agli *Excess return*, dove si era affermato che il valore dell'equity di una banca è frutto della somma del patrimonio contabile e degli extra-rendimenti, positivi o negativi, che la banca è in grado di generare.

6.4.2. L'evoluzione storica della redditività delle banche

La formula che evidenzia le determinanti di questo multiplo fornisce un valido pretesto per analizzare la situazione contingente degli istituti di credito europei, che presentano multipli P/BV inferiori all'unità.

Il calo precipitoso della redditività, imputabile alla situazione di crisi, ha portato con sé un peggioramento dell'*asset quality* e una contestuale necessità di aumentare a scopo prudenziale le rettifiche su crediti. Se a ciò si unisce un aumento della rischiosità percepita, prima per la presenza di attivi tossici nei portafogli delle banche, poi per le paure di default dei paesi europei più deboli, si può spiegare il crollo delle quotazioni delle aziende di credito, e di conseguenza del valore di questi multipli. Proprio per questo motivo il multiplo P/BV è uno degli indicatori dominanti in situazioni di flessione del ciclo economico, quando il multiplo P/E può risultare influenzato da svalutazioni o da bassi valori degli utili che lo rendano poco significativo.

P/BV medio di settore 2000-2013



Source: Deutsche Bank estimates

Grafico 6.2; fonte: Deutsche Bank, *European Banks*, Dicembre 2011

6.5. La Value Map

Il P/BV è un multiplo molto utilizzato nella valutazione bancaria. La formula (6.7) evidenzia la relazione importante che c'è tra questo multiplo e il ROE. Ad un ROE maggiore si associano maggiori prospettive di crescita e un multiplo P/BV relativamente maggiore. Per questo motivo il valore di una banca può essere stimato sulla base della correlazione tra la redditività prospettica del patrimonio netto e il P/BV, che misura il premio o lo sconto del valore di mercato della banca rispetto al suo valore contabile. Questa correlazione viene studiata mediante una regressione statistica in cui la redditività prospettica rappresenta la variabile indipendente e il P/BV quella dipendente. La formula di tale regressione è la seguente:

$$\frac{P}{B} = \alpha + \beta * ROE \quad (6.7)$$

Il ROE atteso utilizzato è solitamente un ROE *forward* a 12-24 mesi. Tuttavia, al fine di evitare errori di stima dovuti alle differenze di contabilizzazione dell'avviamento, che pure non viene ormai più computato nel calcolo del patrimonio di vigilanza, è prassi comune effettuare l'analisi di regressione utilizzando come variabili il ROTE e il P/TBV. Tale indicatore è considerato dagli analisti finanziari un'ottima misura predittiva del comportamento delle azioni nel sistema bancario. Come ogni regressione che si rispetti anche la *Value Map* deve avere un certo grado di significatività, misurato dal parametro R².

Value Map settore bancario

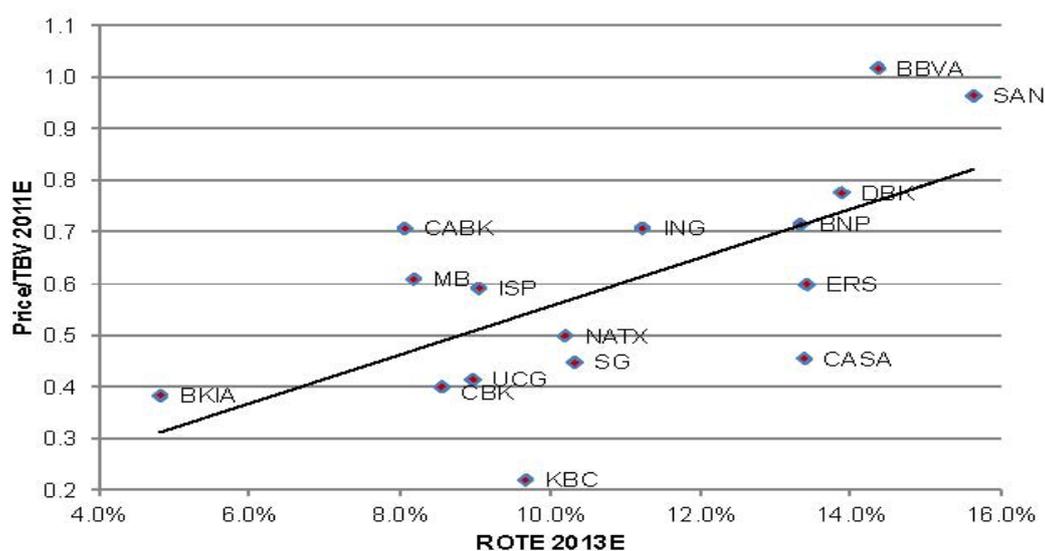


Grafico 6.3; fonte: Nomura Equity Research, *European Banks*, Dicembre 2011

Questo parametro spiega la forza della relazione lineare che lega le due variabili. In condizioni di mercato normale la correlazione osservata è piuttosto elevata, poiché la valutazione è fortemente influenzata dalla dinamica degli utili. A seguito dello scoppio della crisi finanziaria tuttavia, è stato possibile riscontrare valori piuttosto bassi, ulteriore prova, come si sottolineava poc'anzi, che in periodi di crisi la valutazione tende ad allontanarsi dai fondamentali.

Nei successivi capitoli i metodi, le conoscenze e le evidenze sin qui illustrate saranno utili per stimare l'*Intrinsic Value* di un grande gruppo bancario, Unicredit. Quanto illustrato sinora permette di definire la struttura ideale di un report finanziario, la cui base dovrebbe essere costituita da un'approfondita analisi di bilancio, propedeutica alla stima dei risultati futuri della banca. In seguito l'analista dovrebbe scegliere il metodo più adatto alla valutazione, evitando di utilizzare i multipli come modello di riferimento se non nel caso di business consolidati.

Il processo valutativo che porterà alla stima del valore intrinseco di Unicredit avrà dunque questa struttura.

7. Il gruppo Unicredit

7.1. Introduzione

“UniCredit è uno dei principali gruppi finanziari europei, con una forte presenza in 22 paesi e una rete internazionale complessiva distribuita in circa 50 mercati, con circa 160.000 dipendenti e 9.496 filiali. Si caratterizza per una forte identità europea, un'estesa presenza internazionale e un'ampia base di clientela. La posizione strategica, sia nell'Europa occidentale sia in quella centrale e orientale (CEE), consente al gruppo di avere una delle più elevate quote di mercato dell'area.”³⁴

7.1.1. La storia del gruppo

Nel 1998 dall'integrazione di Credito Italiano, Rolo Banca 1473, CariVerona, Banca CRT, Cassamarca, Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto, Cassa di Risparmio di Trieste, nasce Unicredito italiano. La volontà di espandersi nell'Europa emergente è sin da subito presente, tanto che sin dal 2000 il gruppo inizia un processo di espansione che la porta verso i paesi CEE e soprattutto, con l'acquisizione di una quota via via più rilevante di Bank Pekao, in Polonia.

L'identità europea si rafforza negli anni con l'acquisizione di quote di mercato in Turchia e, soprattutto, a seguito della fusione che avviene nel 2005 con il gruppo HVB, a sua volta frutto di una precedente aggregazione, con il quale forma un grande gruppo europeo.

Altro passo fondamentale della vita di Unicredit è la discussa fusione con Capitalia, deliberata nel maggio 2007 e resa effettiva dal 1 Gennaio 2008, a seguito del quale il gruppo Unicredit contende a Intesa San Paolo il ruolo di primo gruppo bancario in Italia per capitalizzazione.

Valori di mercato Gruppo Unicredit

(dati in € milioni)	2008	2009	2010	2011
Market Cap. media	€ 49.752	€ 31.643	€ 36.884	€ 16.545
P/B medio	0,42	0,66	0,47	0,16

Tabella 7.1; fonte: Bilancio 2011 Gruppo Unicredit

Il forsennato percorso di acquisizioni, concentrato negli anni d'oro del sistema bancario, lascia il gruppo impreparato di fronte alla crisi. Unicredit infatti perde il 29% della sua capitalizzazione nel solo Settembre 2008, ed è costretta ad iniziare un percorso di ricapitalizzazioni che la costringerà a tre aumenti di capitale in tre anni per complessivi 14,5 miliardi di euro circa.

La spirale di crisi non si arresta e gli anni 2010-2011 vedono il susseguirsi di eventi negativi: le dimissioni di Alessandro Profumo, AD che aveva condotto il gruppo alla crescita per acquisizioni degli anni precedenti, la maggioranza acquisita dai fondi libici, che coincide con l'arrivo di Ghizzoni al timone del gruppo. Da Febbraio 2011 a Settembre 2011, sull'onda della crisi del debito pubblico

³⁴ Tratto dal sito del gruppo.

europeo, Unicredit arriva a perdere il 63% della sua capitalizzazione. Il management presenta al mercato, con il piano strategico 2011-2015 un pacchetto di rimedi per effettuare il cambio di rotta, alla base del quale vi è l'ennesimo aumento di capitale, il terzo appunto, che deprime ulteriormente il valore di mercato del gruppo, che oggi presenta una capitalizzazione di circa quattordici miliardi di Euro.

7.1.2. L'attuale azionariato

Struttura azionaria

Azionista	%
Aabar Luxembourg	6,5%
Fondazione Cassa di risparmio di Torino	3,9%
Fondazione Cassa di risparmio di Verona, Vicenza Belluno e Ancona	3,5%
Blackrock	3,1%
Carimonte Holding	3,0%
Capital research and Management company	2,7%
Gruppo Allianz	2,0%
Central Bank of Libya ³⁵	5,0%

Tabella 7.2 fonte: Bilancio 2011 Gruppo Unicredit

7.1.3. La struttura organizzativa

A partire dall'esercizio 2011 Unicredit ha modificato la sua struttura organizzativa, che adesso divide il gruppo nelle seguenti divisioni:

- F&SME Italy
- F&SME Austria
- F&SME Germania
- F&SME Poland
- F&SME Factories
- Corporate & Investment Banking
- Private Banking
- Asset Management
- Central Eastern Europe

Le divisioni F&SME sono il frutto della disaggregazione per area geografica della divisione Retail, a cui vengono assegnati anche i clienti Small & Medium Business nonché alcune specifiche iniziative di Personal banking. Fa eccezione al criterio geografico la divisione F&SME Factories , rappresentata principalmente da FINECO e DAB Bank, che opera trasversalmente sull'area del

³⁵ La quota è riferita, in attesa di comunicazioni, all'ammontare di capitale sociale precedente all'aumento di capitale perfezionatosi il 6 febbraio 2012.

network fornendo servizi di Asset gathering, Consumer Finance e Leasing, oltre che l'Online Banking e i servizi di investimento tradizionali.

Il Corporate & Investment Banking (CIB) intrattiene rapporti con clienti istituzionali o dal fatturato superiore ai 50 milioni di Euro. La struttura organizzativa prevede una netta distinzione tra la copertura territoriale e le funzioni specializzate che offrono i servizi di Financing & Advisory, Markets e Global Transaction Banking. La divisione Private Banking approfitta del network del gruppo per offrire i tradizionali servizi di gestione del risparmio e consulenza per clientela con disponibilità finanziarie medio-alte. L'Asset Management è rappresentato da Pioneer, società posseduta al 100% da Unicredit, che opera in tutto il mondo come partner di numerose istituzioni finanziarie, offrendo una gamma completa di soluzioni finanziarie comprendente fondi comuni d'investimento, gestioni patrimoniali e portafogli per investitori istituzionali.

Dopo lo scorporo della Polonia la divisione CEE comprende tutti i diciannove paesi dell'area centro-orientale in cui Unicredit opera, tra cui spiccano Turchia, Croazia, Russia e Bulgaria, come è possibile notare dal grafico sottostante.



Tabella 7.3; fonte: Bilancio 2011 Gruppo Unicredit

In questi paesi le società del gruppo Unicredit offrono un'ampia gamma di servizi, in continua espansione.

Non a caso la divisione CEE è il motore della crescita del gruppo, che si pone l'obiettivo di contemperare la scarsa crescita dei paesi industrializzati con l'espansione dell'attività creditizia in Polonia e Europa Orientale, alle quali il piano strategico affida sostanzialmente il rilancio.

7.2. L'analisi di bilancio

Come è stato osservato nel capitolo 1 l'analista deve anteporre all'attività valutativa vera e propria uno studio dei risultati passati, che si esplica nell'attività di riclassificazione del bilancio e di predisposizione di un adeguato set di indici. Queste due attività permettono di valutare le performance rispetto ai risultati passati o ai concorrenti.

Stato Patrimoniale riclassificato

(dati in € milioni)	2011	2010	2009	2008
Attivo fruttifero	846.267	844.567	841.422	963.415
Attivo non fruttifero	52.618	46.716	49.426	42.113
Attivo reale	27.883	38.203	37.912	38.416
Totale Attivo	926.768	929.486	928.760	1.043.944
Passivo oneroso	817.248	810.341	818.854	935.958
Passivo non oneroso	54.723	51.442	47.014	49.591
Patrimonio	54.798	67.703	62.892	58.395
Totale Passivo	926.768	929.486	928.760	1.043.944

Tabella 7.4; fonte: elaborazione dell'autore su dati Bilancio 2011 gruppo Unicredit.

Conto Economico riclassificato

(dati in € milioni)	2011	2010	2009	2008
Interessi netti	15.433	15.993	17.429	18.373
Dividendi	380	407	312	312
Margine d'interesse	15.813	16.400	17.741	19.385
Commissioni nette	8.307	8.455	7.655	9.093
Trading Income	909	1.053	1.803	-1.969
Proventi di intermediazione	9.387	9.946	9.831	7.492
Margine di intermediazione	25.200	26.346	27.572	26.877
Costi operativi	-15.460	-15.324	-15.324	-16.692
Risultato di gestione	9.740	11.022	12.248	10.185
Rettifiche su crediti	-6.025	-6.892	-8.313	-3.700
Altre rettifiche e accantonamenti	-10.331	-1.464	-635	-1.027
Utile lordo	-6.616	2.666	3.300	5.458
Imposte	-1.416	-640	-1.009	-627
Utile di periodo	-8.032	2.026	2.291	4.831
Utile di terzi	-365	-321	-332	-518
Utile di gruppo	-8.397	1.323	1.702	4.012

Tabella 7.5; fonte: elaborazione dell'autore su dati Bilancio 2011 gruppo Unicredit.

Una volta che i dati sono stati riclassificati è possibile proseguire nell'analisi di bilancio attraverso la predisposizione degli indici. Come ricordato nel capitolo 1 è opportuno procedere alla costruzione di quattro classi di indici, rappresentativi di:

- Redditività
- Rischiosità
- Efficienza
- Solvibilità

7.2.1. Redditività

Nell'ambito della prima classe sono stati costruiti due indicatori: il ROE e il ROTE. Sempre più spesso gli analisti fanno ricorso a grandezze patrimoniali pure, per misurare la redditività rispetto al patrimonio al netto di strumenti ibridi o di intangibili. Nella tabella sottostante viene dunque studiata la redditività di Unicredit, attraverso la scomposizione del ROE nelle sue varie componenti, allo scopo di cogliere l'apporto delle varie componenti di gestione.

Redditività				
	2011	2010	2009	2008
Utile netto/Ris. di Gestione	7,5%	32,0%	43,3%	61,9%
Ris. di Gestione /Attivo	0,4%	0,4%	0,4%	0,6%
Attivo/Patrimonio Netto	18,00	14,47	15,56	18,93
ROE	0,5%	2,1%	2,9%	7,3%
Attivo/Tangible Equity	23,95	23,83	26,97	33,94
Utile netto/Ris. di Gestione	7,5%	32,0%	43,3%	61,9%
Ris. di Gestione /Attivo	0,4%	0,4%	0,4%	0,6%
ROTE	0,7%	3,4%	4,9%	13,0%
Ris. di Gestione /RWA	0,8%	0,9%	0,9%	1,3%

Tabella 7.6³⁶; fonte: elaborazione dell'autore su dati Bilancio 2011 gruppo Unicredit.

Tramite questa tabella è possibile notare come negli ultimi anni Unicredit sia andata incontro ad una notevole diminuzione della redditività, scesa ben al di sotto del costo del capitale "target". Questo calo è da attribuirsi solo in parte al generale calo di redditività del settore, perché l'analisi dei *comparables* dimostra come Unicredit offra ai propri azionisti una redditività decisamente inferiore ai suoi diretti competitors.

In un contesto generale di scarsa redditività del settore dunque il gruppo Unicredit offre performance molto basse ai propri azionisti, dato che spiega in modo significativo la diminuzione di valore della sua capitalizzazione di mercato.

³⁶ Un/RG= Utile netto/risultato di gestione, RG/ATT= risultato di gestione/Attivo, ATT/PN= Attivo/Patrimonio netto. Utile netto 2011 da intendersi come l'utile rettificato presentato dal gruppo per le analisi di bilancio, diverso dal risultato negativo (-9 miliardi circa) registrato a bilancio.

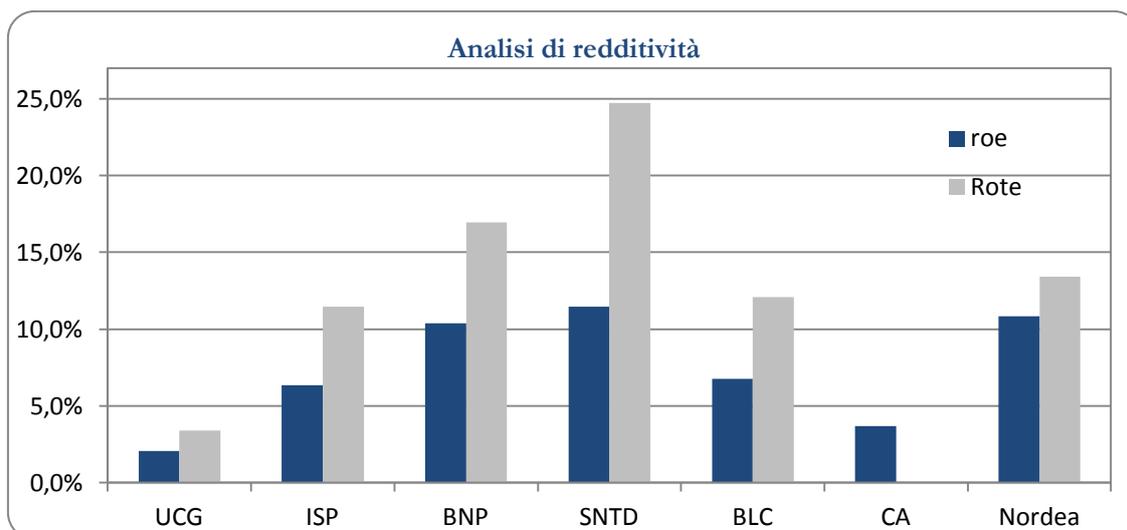


Tabella 7.7³⁷; fonte: elaborazione dell'autore su dati Bankscope.

7.2.2. Efficienza

Nonostante i limiti descritti nel capitolo 2, l'indicatore più utilizzato in questa classe è sicuramente il Cost-Income, di cui nelle tabelle successive si forniscono i dati relativi al gruppo Unicredit e i suoi comparabili.

Efficienza

	2011	2010	2009	2008
Unicredit	61,3%	58,2%	55,6%	62,1%
Intesa SanPaolo	54,4%	62,6%	60,6%	71,4%
BNP Paribas	63,4%	60,6%	57,0%	69,1%
Banco Santander	47,1%	44,9%	43,0%	44,3%
Barclays PLC	64,3%	64,3%	56,3%	68,6%
Credit Agricole	65,5%	65,5%	67,9%	79,8%
Nordea	55,2%	52,0%	50,7%	53,6%

Tabella 7.8; fonte: elaborazione dell'autore su dati Bankscope.

Ovviamente a causa dei difetti di questo indicatore i dati rappresentati in tabella 7.8 devono essere letti alla luce della redditività. In fasi di redditività calante questo indicatore tende ad aumentare non solo per diminuzioni di efficienza ma anche per la diminuzione dei ricavi. Anche per quel che riguarda l'efficienza dunque Unicredit è al di sotto della media.

Non a caso il piano strategico, per le divisioni dell'Europa Occidentale, è incentrato sul recupero della redditività attraverso il taglio dei costi.

³⁷ ROE e ROTE 2010 dei seguenti gruppi bancari: Unicredit (UCG), Intesa SanPaolo (ISP), BNP Paribas (BNP), Banco Santander (SNTD), Barclays (BLC), Credit Agricole(CA), Nordea.

7.2.3. Rischiosità

Per quel che concerne la rischioosità sono state effettuate analisi relative al Cost of risk, ossia il rapporto tra rettifiche su crediti e crediti, e al rapporto tra *Impaired Loans* e crediti. Il primo rapporto è un'analisi di flusso, del rischio previsto dalla banca sui crediti esistenti, mentre il secondo è un'analisi di stock, poiché misura i crediti che sono stati già definiti "deteriorati".

NPL's/Gross Loans

	2011	2010	2009	2008
Unicredit	7,1%	6,5%	5,5%	4,4%
Intesa SanPaolo	6,5%	8,3%	7,8%	4,9%
BNP Paribas	6,3%	6,1%	5,7%	3,7%
Banco Santander	4,2%	3,8%	3,5%	2,2%
Barclays PLC	4,8%	5,5%	5,2%	3,4%
Nordea	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%

Tabella 7.9; fonte: elaborazione dell'autore su dati Bankscope.

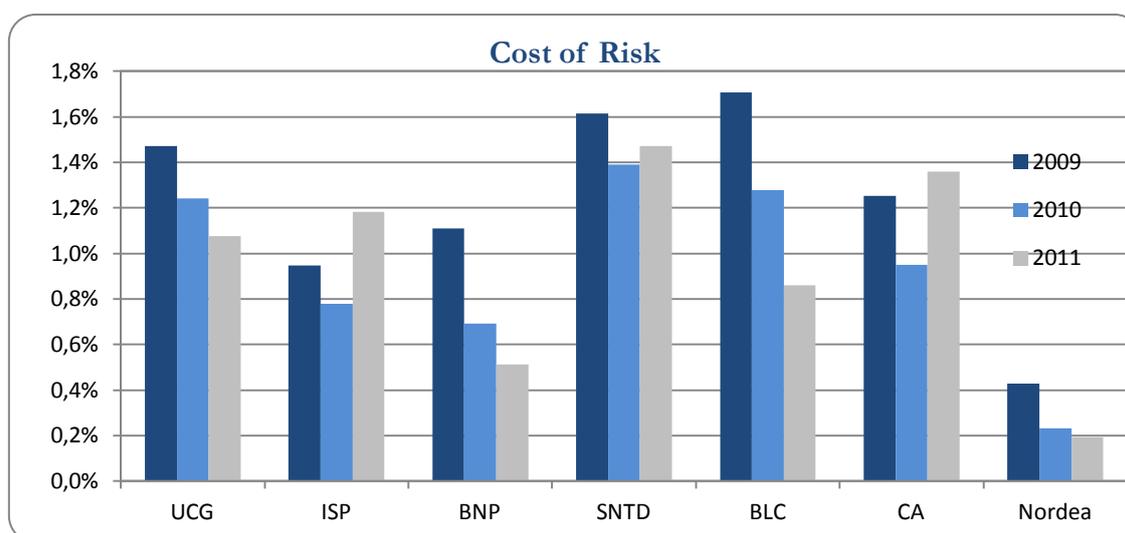


Tabella 7.10; fonte: elaborazione dell'autore su dati Bankscope.

7.2.4. Solvibilità

L'ultimo elemento di analisi, estremamente interessante, è quello relativo alla solvibilità e, in particolare, al rapporto di *leverage*. Nel corso del capitolo x si è fatto riferimento all'incessante crescita della leva finanziaria nel settore, per nulla mitigato dall'avvento delle norme di Basilea. Questo set di regole impone coefficienti di capitale *risk weighted*, per questo motivo le banche hanno spesso trovato nelle pieghe dei requisiti patrimoniali possibilità di aumentare il leverage senza incidere sul rapporto di leva *risk weighted*. Tutto questo ovviamente ha aumentato il rischio nel settore, rischio che è esploso con la crisi dei mutui *Subprime* prima e dei debiti europei poi. Nell'ultimo anno le banche sono state costrette ad avviare un processo di *deleveraging*, molto sofferto

dall'economia perché effettuato in fase di recessione. Nel grafico successivo l'attenzione si concentra tuttavia non su questo processo (che potrebbe essere adeguatamente catturato da una serie temporale) ma su una fotografia del *leveraging* medio europeo, che dimostra come le banche italiane siano sostanzialmente più solide dei loro concorrenti europei.

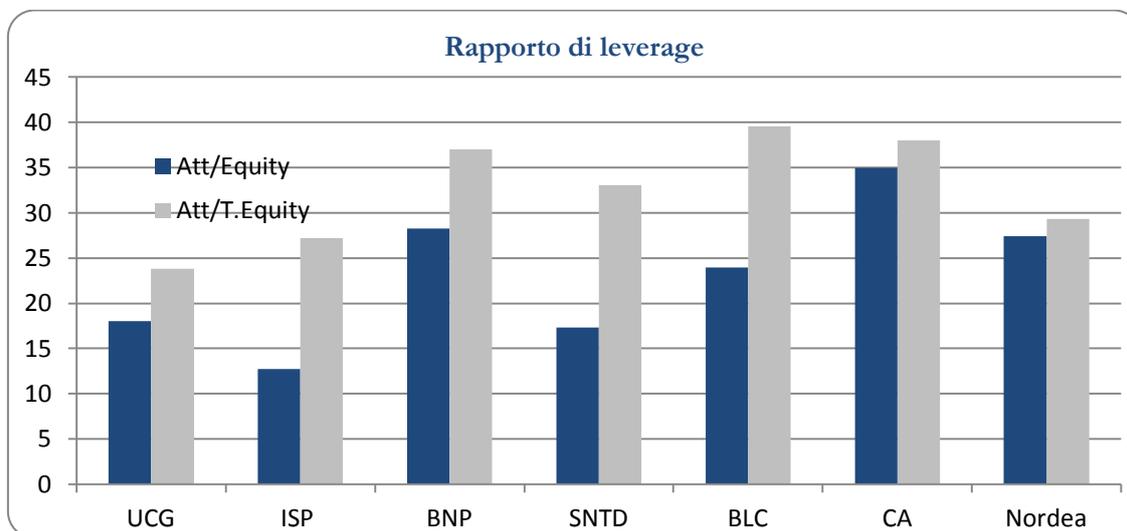


Tabella 7.11³⁸; fonte: elaborazione dell'autore su dati Bankscope.

Questo grafico offre un primo spunto per parlare del problema della solidità, tanto caro ai *regulators* europei. I massicci aumenti di capitale richiesti dall'EBA, che si sono molto focalizzati sulle banche italiane, hanno insistito su società i cui coefficienti patrimoniali erano già ben al di sopra dei requisiti minimi richiesti da Basilea3. Il mercato inoltre, è sembrato indifferente alla maggiore solidità delle banche italiane, il cui problema maggiore sembra essere rappresentato dalla liquidità, elemento che forse il mercato ritiene più importante rispetto a quello del *leverage*, rispetto al quale il settore bancario italiano risulta sicuramente essere solido e affidabile.

7.3. Il piano strategico e la valutazione

L'analisi di bilancio restituisce l'immagine di un gruppo bancario che, nonostante l'invidiabile network a sua disposizione, presenta una redditività inferiore ai suoi *comparables* europei, anche a causa di un rapporto *Cost-Income* superiore alla media e di un evidente problema di *Asset quality*, caratteristico delle fasi recessive del ciclo economico. Questo è, a grandi linee, il quadro che si è ritrovato di fronte il management, che ha deciso di disporre un piano strategico che prendesse

³⁸ Dati relativi al rapporto Attivo/Equity relativi ai bilanci 2011, mentre i dati relativi al rapporto Attivo/Tangible Equity sono estrapolati dai bilanci 2010. Va segnalato inoltre che il dato Unicredit 2011 non tiene conto dell'aumento di capitale effettuato nei primi mesi del 2012, che riduce ulteriormente il rapporto di leva.

spunto dalla piena coscienza di questi elementi. Gli elementi fondamentali di questo piano sono quattro, come evidenzia la tabella successiva:

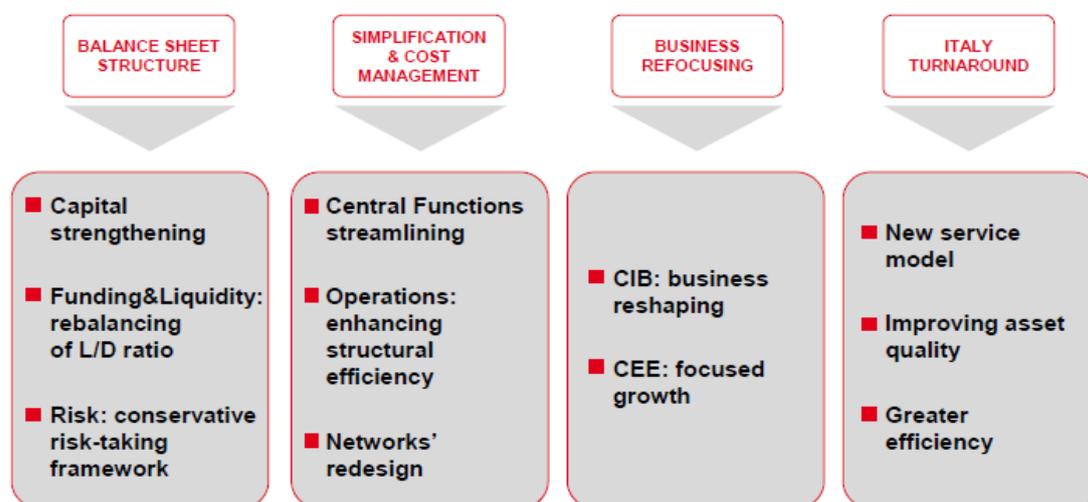


Grafico 7.12; fonte: piano strategico gruppo Unicredit.

Per quel che concerne la struttura di stato patrimoniale sono già state effettuate operazioni importanti, come la robusta svalutazione dell'avviamento, per circa 8,6 miliardi di Euro, e la successiva ricapitalizzazione per 7,5 miliardi di Euro, che hanno garantito maggiore solidità alla banca. L'aumento di capitale in particolare è solo un tassello nell'ambizioso piano patrimoniale della banca, che punta ad un Common Equity Tier 1, misurato secondo i criteri di Basilea 3, superiore al 10% nel 2015, come dimostra questa slide del piano strategico.

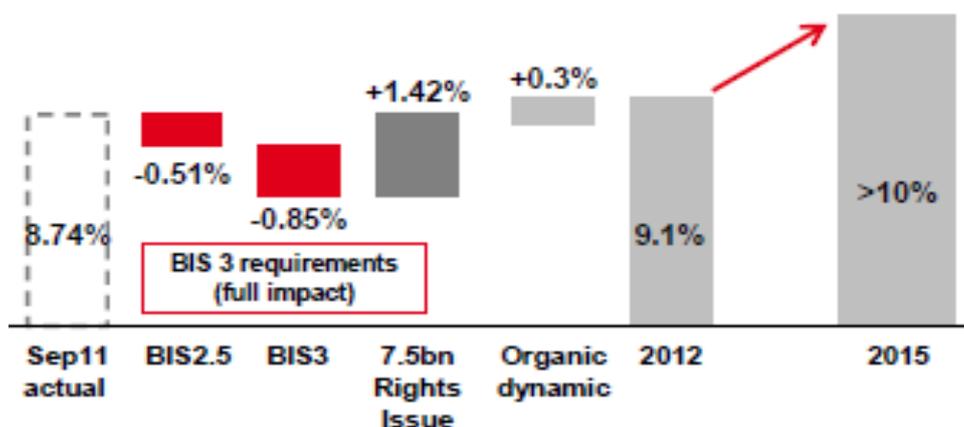


Grafico 7.13; fonte: piano strategico gruppo Unicredit.

Una caratteristica di questo piano strategico, evidenziata da molti analisti, è quella di disegnare un Unicredit “ a due velocità”. Nell’idea del management infatti, coerentemente con quanto sembra dimostrare lo scenario macroeconomico, la divisione CEE deve rappresentare il motore della

crescita, che seppur focalizzata nel rispetto di criteri di efficienza deve essere sostenuta, mentre l'imperativo per le divisioni "occidentali" è quello di tagliare i costi ed effettuare un *repricing* dei propri prodotti, allo scopo di riportare la redditività in linea di galleggiamento. La differenza di velocità tra le due aree geografiche è ben evidenziata dalla tabella sottostante, nella quale sono stati riportati i principali tassi di crescita, per ricavi e costi, della divisione CEE e dei paesi occidentali.

UniCredit key targets

Conservative assumptions in mature markets, growth in CEE

				CAGR 10-13			CAGR 10-15		
	2010	2013	2015	Group	WE	CEE	Group	WE	CEE
Revenues, bn	26.1	27.6	31.2	1.9%	0.1%	7.2%	3.7%	1.6%	9.1%
Op. costs ⁽¹⁾ , bn	15.3	15.3	15.8	-0.3%	-1.5%	4.1%	0.5%	-0.8%	5.1%
Cost of risk ⁽²⁾ , bp	123	90	75	-33	-27	-74	-48	-42	-96

Tabella 7.14; fonte: piano strategico gruppo Unicredit.

Il gruppo bancario "immaginato" alla fine di questo percorso sposterà molte risorse verso i paesi dell'Europa Orientale, a scapito di un Europa occidentale che non dimostra prospettive di crescita adeguate, per la quale sembra più opportuno predisporre azioni di efficientamento, *repricing* e crescita selettiva, puntando sulle competenze chiave e sulle *best practice*.

Main target piano strategico

(dati in € miliardi)	2010	2013	2015
Ricavi	26,1	27,6	31,2
Costi operativi	15,3	15,3	15,8
Utile netto	1,3	3,8	6,5
Cost of risk	123	90	75
ROTE	4%	8%	≈12%
CET1	9%	9%	>10%

Tabella 7.15³⁹; fonte: piano strategico gruppo Unicredit.

³⁹ Dati in miliardi di euro, *Cost of risk* espresso in basis point, Common Equity Tier 1 ratio calcolato sotto l'assunzione di BIS3 a pieno regime.

Questi obiettivi annunciati dal management, la cui fattibilità deve essere testata alla luce dello scenario economico, costituiscono l'elemento fondamentale sulla base del quale saranno stimati i risultati futuri. Lo studio dei vari modelli di valutazione, effettuato nei capitoli precedenti, ha dimostrato come ognuno di questi modelli abbia pregi e difetti, sia in grado cioè di apprezzare un particolare aspetto rilevante ai fini valutativi a discapito di altri. Non si ritiene dunque completa un'analisi che si basi su un unico modello di valutazione, a maggior ragione se oggetto della valutazione è un gruppo come Unicredit, sia per la sua dimensione, sia per il particolare momento che sta attraversando.

Per questo motivo si è deciso di effettuare la valutazione del gruppo Unicredit con tre diversi modelli:

- *Dividend Discount Model*, dove come dividendo venga utilizzato quello massimo distribuibile dopo aver ottemperato agli obblighi regolamentari,
- *Sum of the parts*, ossia valutazione di ogni singola divisione del gruppo e somma dei valori,
- Valutazione relativa.

Il “flusso” utilizzato nel primo metodo, oltre a rappresentare la miglior *proxy* di FCFE per le banche, è particolarmente utile nel valutare lo sforzo patrimoniale che Unicredit si è imposto, così come ricordato nella tabella 7.13. Questo modello, da ora in avanti denominato “Entity level” per differenziarlo dal modello SOTP, ha tuttavia il difetto, necessario se si è interessati a inserire nel modello il reinvestimento in capitale regolamentare, di dover valutare il gruppo come un'entità unica. Proprio per questo motivo si è deciso di affiancare a questo modello una valutazione SOTP, per poter valutare un gruppo eterogeneo, in termini di crescita e costo del capitale, come somma del valore delle singole divisioni che lo compongono. La valutazione attraverso i multipli verrà utilizzata come analisi di controllo delle eventuali differenze tra valutazione e capitalizzazione di mercato.

8. Il modello di valutazione *Entity level*

Del modello di valutazione utilizzato in questo elaborato si è già parlato diffusamente nel paragrafo 4.3, perciò nella tabella sottostante vengono solo riepilogati i vari *step* che portano alla stima dei dividendi distribuibili.

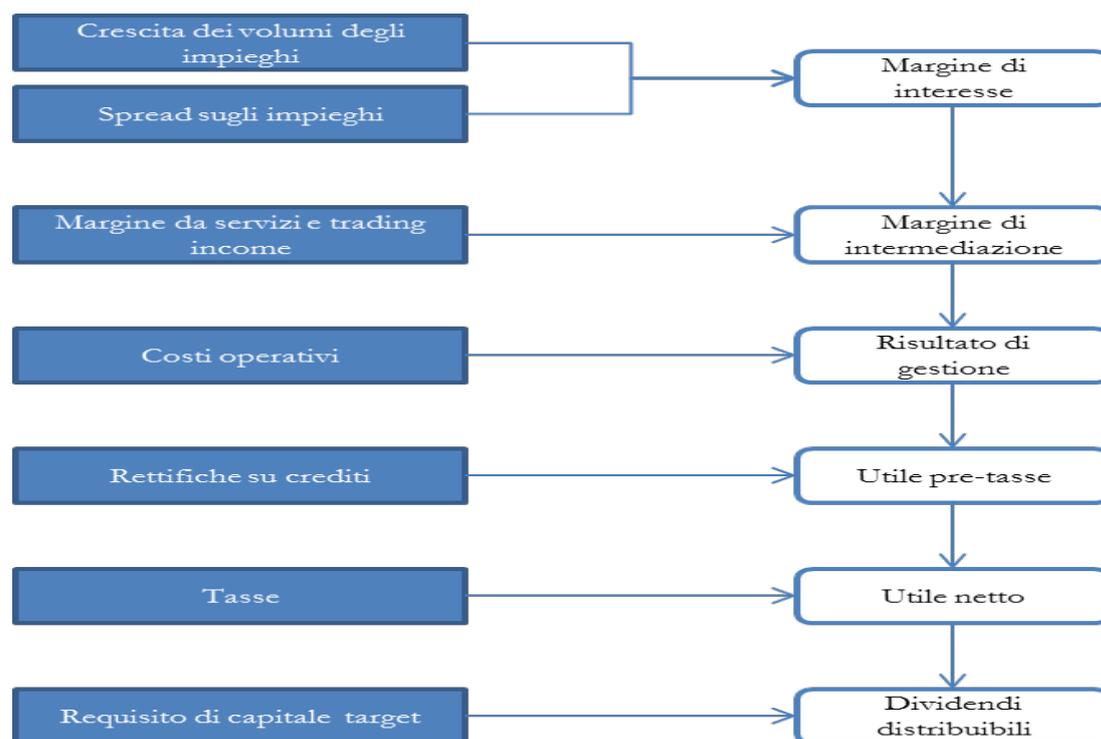


Figura 8.1; fonte: elaborazione dell'autore.

Nei paragrafi successivi verranno illustrate, rispettando l'ordine in cui le varie voci sono presentate nella tabella, le principali *assumption* necessarie a giungere alla stima dei dividendi distribuibili.

8.1. Attivo

Una delle maggiori criticità è sicuramente quella derivante dalla stima dell'evoluzione dell'attivo. La prassi è come già detto quella di fare riferimento agli studi di istituzioni o società specializzate nel proiettare nel medio lungo termine lo sviluppo di questi aggregati del sistema finanziario.

In questo modello vengono utilizzati dati messi a disposizione da Prometeia, la più importante associazione italiana per le ricerche econometriche, per stimare il valore futuro dell'attivo della banca. In particolare i dati relativi al biennio 2012-13 sono stati rettificati per tener conto delle intenzioni del management, focalizzato su un processo di *deleveraging* più che di crescita.

Di seguito si riportano i dati utilizzati:

Tassi di crescita dell'attivo

	2012	2013	2014	2015
	0,50%	1,50%	1,94%	1,90%

Tabella 8.2; fonte: rielaborazione dell'autore su dati Prometeia, Previsioni sui bilanci bancari 2012, Febbraio 2012.

Questi tassi vengono applicati all'Attivo allo scopo di ottenere i valori futuri, che vengono confrontati con le stime degli analisti che coprono il titolo Unicredit. Tali valori risultano inferiori alla media, tuttavia i tassi di crescita impliciti nel *Consensus* sono molto simili a quelli qui proposti, a variare è la base di partenza, ossia il valore dell'attivo stimato (dagli analisti) per il 2011, ed effettivo nel caso del presente studio. Per arrivare al calcolo del margine di interesse è necessario un altro passaggio però, poiché questa stima è stata effettuata utilizzando come grandezza base non l'attivo, bensì l'attivo fruttifero. Per giungere ad una stima di questo aggregato si è osservato che, negli esercizi passati, esso ha avuto un peso costante nei bilanci bancari, di Unicredit così come di altre realtà finanziarie italiane, come evidenziato nella tabella 8.3.

Attivo fruttifero/Totale Attivo

	2010	2009	2008	2007	2006	media
Monte dei Paschi	91%	89%	89%	93%	95%	91%
Unicredit	91%	92%	93%	90%	94%	92%
Intesa San Paolo	91%	90%	90%	91%	92%	91%
UBI Banca	91%	91%	90%	90%	90%	90%
media annua	91%	90%	91%	91%	93%	91%

Tabella 8.3; fonte: elaborazione dell'autore su dati Bankscope.

Verificata la costanza del peso di questa voce nei bilanci bancari l'analisi è stata effettuata maggiormente nello specifico, utilizzando i dati storici forniti nelle note integrative degli ultimi bilanci del gruppo per giungere ad una stima più accurata del margine di interesse.

2009 Interessi attivi					2010 Interessi attivi					2011 Interessi attivi				
(dati in € milioni)	Ricavi	Voce SP	Tasso	Peso %		Ricavi	Voce SP	Tasso	Peso %		Ricavi	Voce SP	Tasso	Peso %
HFT e FVTPL	2.217	148.914	1,5%	6,3%	HFT e FVTPL	1.442	149.629	1,0%	5,0%	HFT e FVTPL	1.716	159.610	1,1%	5,7%
AFS	1.073	34.723	3,1%	3,1%	AFS	1.482	55.103	2,7%	5,1%	AFS	2.018	57.919	3,5%	6,7%
Crediti vs banche	1.632	78.269	2,1%	4,7%	Crediti vs banche	1.165	70.215	1,7%	4,0%	Crediti vs banche	1.027	56.365	1,8%	3,4%
Crediti vs clientela	26.818	564.986	4,7%	76,5%	Crediti vs clientela	21.521	555.653	3,9%	74,5%	Crediti vs clientela	22.825	559.553	4,1%	76,0%
HTM	670	10.804	6,2%	1,9%	HTM	405	10.076	4,0%	1,4%	HTM	372	8.927	4,2%	1,2%
Derivati di copertura	1.924			5,5%	Derivati di copertura	2.140			7,4%	Derivati di copertura	1.480			4,9%
Altri	412			1,2%	Altri	307			1,1%	Altri	234			0,8%
Dividendi	312			0,9%	Dividendi	407			1,4%	Dividendi	380			1,3%
Interest earning asset	35.058	837.696	4,2%		Interest earning asset	28.869	840.676	3,4%		Interest earning asset	30.052	842.374	3,6%	
Attivo		928.760			Attivo		929.488			Attivo		926.768		
I.e.a./Attivo		90,2%			I.e.a./Attivo		90,4%			I.e.a./Attivo		90,9%		
2009 Interessi passivi					2010 Interessi passivi					2011 Interessi passivi				
(dati in € milioni)	Ricavi	Voce SP	Tasso	Peso %		Ricavi	Voce SP	Tasso	Peso %		Ricavi	Voce SP	Tasso	Peso %
Debiti verso banche	-2.216	87.135	-2,5%	12,5%	Debiti verso banche	-1.395	111.735	-1,2%	10,8%	Debiti verso banche	-1.636	131.806	-1,2%	11,5%
Debiti verso clientela	-5.792	381.623	-1,5%	32,8%	Debiti verso clientela	-4.006	402.248	-1,0%	31,1%	Debiti verso clientela	-5.079	398.379	-1,3%	35,8%
Titoli in circolazione	-7.693	216.513	-3,6%	43,5%	Titoli in circolazione	-6.059	181.528	-3,3%	47,0%	Titoli in circolazione	-6.081	154.524	-3,9%	42,9%
HFT e FVTPL	-1.360	115.658	-1,2%	7,7%	HFT e FVTPL	-860	115.367	-0,7%	6,7%	HFT e FVTPL	-984	124.073	-0,8%	6,9%
Altre passività	-620			3,5%	Altre passività	-565			4,4%	Altre passività	-404			2,8%
Passivo oneroso	-17.681	800.929	-2,2%		Passivo oneroso	-12.885	810.879	-1,6%	100,0%	Passivo oneroso	-14.184	808.782	-1,8%	
Pass.On./Att.frut.		86,2%			Pass.On./Att.frut.		87,2%			Pass.On./Att.frut.		87,3%		
		spread medio 2009	1,98%				spread medio 2010	1,84%				spread medio 2011	1,81%	

Tabella 8.4; fonte: elaborazione dell'autore su dati Bilancio 2011-2010 gruppo Unicredit.

8.2. Il margine di interesse

A seguito dello studio della nota integrativa è stato possibile individuare con maggior precisione l'attivo e il passivo generatori di interessi, le sue componenti e i tassi medi di queste, pervenendo ad una stima dello spread medio sui cd. *Interest Earning Asset*. I risultati di questa analisi sono stati presentati nella tabella precedente.

Come si è osservato nel capitolo 1 spesso le componenti “attivo fruttifero” e “passivo oneroso” non coincidono. Quando la prima è maggiore della seconda, come si può osservare in questo caso, ciò significa che la banca è in grado di finanziare l'attivo attraverso componenti non onerose del passivo. Tale differenza è definita Capitale Circolante netto. Secondo Onado⁴⁰ il margine di interesse può essere scomposto nelle seguenti componenti:

$$MINT = s * IEA + cpo * CCN \quad (8.1)$$

dove: *cpo* = costo passivo oneroso

Perciò una stima accurata del margine di interesse richiede di effettuare delle assunzioni anche sul tasso passivo e sul CCN, a cui in questo caso è stato assegnato un peso fisso rispetto al attivo totale. Le previsioni sui tassi futuri sono frutto di alcune assunzioni che riguardano l'evoluzione dei tassi di mercato, desunti tramite l'osservazione dei tassi impliciti nei *futures* sull'Euribor, e il futuro comportamento della banca, desumibile dalle indicazioni contenute nel piano strategico, dal quale risulta evidente l'intenzione di bilanciare il rapporto tra crediti e depositi e ridurre l'esposizione sull'interbancario (componente passiva caratterizzata da tassi elevati) a favore dei cd. *network bond*, emissioni obbligazionarie che Unicredit può emettere nei vari paesi in cui è presente garantendosi un costo di finanziamento più basso. Da tutte queste ipotesi viene desunta la seguente struttura di tassi di interesse, che ovviamente è stata, in fase di valutazione finale, sottoposta ad analisi di sensitività.

Evoluzione dei tassi attivi e passivi

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tasso medio su AF	4,2%	3,4%	3,6%	3,6%	3,7%	3,8%	4,0%	4,2%
Tasso medio PO	-2,2%	-1,6%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,9%	-2,1%
Spread	2,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%	2,1%

Tabella 8.5; fonte: elaborazione dell'autore su dati storici OECD, Banca d'Italia e BCE.

Come si può osservare il *framework* di assunzioni è di tipo conservativo. Nonostante il rialzo graduale dei tassi impliciti nei *futures* lo spread su cui questa valutazione si basa è molto vicino ai valori critici di questi ultimi esercizi. Un'analisi elaborata con l'utilizzo di dati forniti da Bankscope dimostra come effettivamente lo spread sull'attivo fruttifero assuma, per tutte le banche italiane,

⁴⁰ Onado, M. “La Banca come impresa”, 2004

valori piuttosto omogenei. Nella seguente tabella viene mostrato un riassunto di tali risultati.

Spread/Attivo Fruttifero

	2010	2009	2008	2007	2006	media
Monte dei Paschi	1,84%	1,99%	2,29%	2,22%	2,09%	2,09%
Unicredit	2,00%	2,10%	2,03%	1,65%	1,70%	1,90%
Intesa San Paolo	1,90%	2,14%	2,32%	1,99%	2,03%	2,08%
UBI Banca	1,86%	2,28%	2,80%	2,46%	2,51%	2,38%
media annua	1,90%	2,13%	2,36%	2,08%	2,08%	2,11%

Tabella 8.6⁴¹; fonte: elaborazione dell'autore su dati Bankscope

8.3. Il margine da servizi e il trading income

Nel capitolo 2 si è fatto riferimento a due classi di commissioni, quelle derivanti dalle tradizionali attività bancarie, che derivano quindi da aperture di credito, servizi di incasso, tenuta conto corrente, e quelle derivanti dai servizi di investimento e gestione del risparmio, che sono state definite “il motore” della crescita percentuale di questa voce sul totale del margine di intermediazione delle banche italiane. Queste due classi presentano dunque diversi driver sulla base dei quali stimare la loro futura evoluzione. Tuttavia risulta molto difficile per l'analista esterno avere a disposizione dati segmentati, per cui la prassi di solito stima le commissioni nette in proporzione all'attivo fruttifero, o alla somma di attivo fruttifero e passivo oneroso, visto che le commissioni derivano tanto dall'attivo quanto dai depositi e da altre forme di raccolta. In questo modello di valutazione si è deciso di stimare le commissioni nette in proporzione dell'attivo fruttifero, ipotesi storicamente consistente come osservabile nella seguente tabella.

Commissioni/Attivo fruttifero

	2011	2010	2009	2008	2007	2006	media
Monte dei Paschi	0,80%	0,87%	0,84%	0,76%	1,01%	0,87%	0,86%
Unicredit	0,96%	1,00%	0,91%	0,93%	1,02%	1,08%	0,99%
Intesa San Paolo	0,94%	0,87%	0,89%	0,96%	1,14%	1,37%	1,03%
UBI Banca	1,01%	0,99%	1,02%	1,08%	1,20%	1,25%	1,09%
Banco Popolare	1,05%	1,05%	1,01%	0,99%	0,92%	1,04%	1,01%
Banca Carige	0,76%	0,83%	0,85%	0,91%	1,02%	1,12%	0,92%
Credem	1,23%	1,34%	1,36%	1,09%	1,54%	1,71%	1,38%
media annua	0,97%	0,99%	0,98%	0,96%	1,12%	1,21%	1,04%

Tabella 8.7; fonte: elaborazione dell'autore su dati Bankscope.

⁴¹ Le discrepanze tra i valori relativi ad Unicredit rappresentati nella tabella .20 e quelli in tabella .21 derivano da una diversa riclassificazione tra i dati bankscope e la nota integrativa dei bilanci Unicredit. Si è deciso di non modificare questi criteri tenendo conto della lieve differenza per mantenere omogeneità nel campione.

Per quel che riguarda il *Trading Income*, esso è stato, e a ragion veduta, definito come la “zona d’ombra” per il lavoro dell’analista. Per questo motivo è stato ritenuto più opportuno fare riferimento al *Consensus* nella stima di questa voce di ricavo.

La somma del margine di interesse, del margine da servizi e del *trading income* porta alla determinazione del margine di intermediazione, che nello specchio seguente viene confrontato con i risultati previsti nel piano strategico.

Ricavi: confronto tra obiettivi e stima

(dati in € miliardi)	piano strategico	stima
2013	27,6	26,7
2015	31,2	29,9

Tabella 8.8; fonte: elaborazione dell’autore su dati piano strategico gruppo Unicredit.

La stima conduce dunque a risultati inferiori a quelli previste dal piano strategico. Questo a causa di uno scenario economico ipotizzato nel piano strategico eccessivamente positivo, specie nel periodo 2012-2013, e di alcune assunzioni relative alla crescita dei ricavi nei paesi CEE ritenute difficilmente perseguibili.

8.4. I costi operativi

Gli obiettivi del piano strategico, sia in termini monetari che in termini di CAGR⁴², comportano un rapporto Cost-Income obiettivo del 50% circa. Il management intende raggiungere questo obiettivo attraverso il taglio dei costi nei paesi occidentali, ed in tal senso numerose azioni sono state intraprese, tra le quali un sostanzioso piano di esuberi e una razionalizzazione delle attività in seno al Corporate Center. La contemporanea volontà di crescere nei paesi orientali tuttavia rende difficile il raggiungimento totale di questo obiettivo, frenato anche dalle difficoltà osservate nel 2011 durante il quale l’indice è addirittura aumentato. Per questo motivo in questo modello è stato ipotizzato il raggiungimento entro il 2016 di un rapporto Costi-Ricavi pari al 52%, che comporta un tasso di crescita composto dei costi molto simile a quello presentato nel piano strategico, nell’arco temporale 2010-2015.

CAGR dei costi: confronto piano strategico e stima

	piano strategico	stima
2010-2013	-0,30%	0,65%
2010-2015	0,50%	0,66%

Tabella 8.9; fonte: elaborazione dell’autore su dati piano strategico gruppo Unicredit.

⁴² *Compound aggregate rate of growth.*

8.5. Le rettifiche su crediti

A seguito della stima dei costi operativi si è pervenuti al risultato di gestione. Il passo successivo e fondamentale è rappresentato dalla stima delle rettifiche su crediti. La stima delle *Loan Loss provision* richiede all'analista di fare alcune assunzioni sull'*Asset quality*, che rappresenta uno dei più importanti *value driver* del settore bancario. Le rettifiche su crediti vengono tradizionalmente misurate, e stimate, in proporzione ai crediti lordi. Nel capitolo 7 è stato illustrato l'obiettivo di Unicredit, ossia la riduzione di questo indice, da realizzarsi tramite un attento processo di analisi del nuovo credito. Ancora una volta però il *framework* economico nel quale il piano è ipotizzato realizzarsi⁴³ è considerato eccessivamente positivo alla luce delle previsioni sulla crescita del PIL oggi comunemente accettate. Ciò incide profondamente sulla realizzabilità di questo obiettivo, poiché il miglioramento dell'*asset quality* è legato indissolubilmente al miglioramento della condizione economica. Anche in questo caso si è ipotizzato dunque un parziale raggiungimento dei target presenti nel piano strategico.

8.6. L'utile netto

A seguito della stima delle rettifiche su crediti, cui si aggiunge la voce "altre rettifiche e spese" stimata in proporzione dell'attivo fruttifero⁴⁴, si giunge dunque all'utile lordo. Il passo successivo è rappresentato dalla stima del *Tax rate* da utilizzare nel modello. Questo passaggio risulta alquanto complesso, alla luce della notevole differenza tra aliquota teorica ed effettiva, dovuta alla presenza di imposte differite attive e passive, nonché a diverse aliquote per i diversi paesi in cui il gruppo realizza i propri profitti. Alla luce delle aliquote IRES e IRAP, delle aliquote medie degli altri paesi in cui Unicredit opera, del *Tax rate* medio implicito nel *Consensus* si è deciso di utilizzare un valore del 35% e di sottoporlo ad analisi di sensitività. Discorso diverso per l'utile di terzi, che è stato stimato applicando un ROE medio al patrimonio di terzi, il cui valore è desumibile dalla nota integrativa.

In questo modo si è giunti alla determinazione dell'utile di esercizio per il periodo 2010-2015. È stato poi, con le dovute ipotesi necessarie per il particolare metodo di valutazione utilizzato, predisposto un prospetto per l'anno 2016 da utilizzare nel calcolo del *terminal value*, che come per la maggior parte dei modelli di valutazione basati su flussi finanziari, costituisce la maggior parte del valore intrinseco.

Nella successiva tabella viene presentato il *Financial Statement* completo che deriva da tutte le assunzioni fino ad ora illustrate.

⁴³ Piano strategico Unicredit, scenario macroeconomico, pag. 9.

⁴⁴ La stima è ottenuta sulla base di dati storici normalizzati, per depurare tale voce dalle perdite fatte registrare negli ultimi due esercizi a causa di svalutazioni straordinarie su partecipazioni.

Conto economico e S.P. prospettico gruppo Unicredit

(dati in € milioni)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Interessi netti	€ 16.400	€ 15.813	€ 15.743	€ 16.652	€ 17.839	€ 19.074	€ 19.447
Commissioni nette	€ 8.455	€ 8.307	€ 8.411	€ 8.461	€ 8.798	€ 9.229	€ 9.386
Altri ricavi	€ 1.491	€ 1.080	€ 2.115	€ 1.596	€ 1.544	€ 1.579	€ 1.606
Margine di intermediazione	€ 26.346	€ 25.200	€ 26.268	€ 26.709	€ 28.181	€ 29.883	€ 30.439
Costi operativi	-€ 15.324	-€ 15.460	-€ 15.498	-€ 15.625	-€ 15.781	-€ 15.838	-€ 15.828
Risultato di gestione	€ 11.022	€ 9.740	€ 10.770	€ 11.084	€ 12.400	€ 14.045	€ 14.611
Rettifiche su crediti	-€ 6.892	-€ 6.025	-€ 5.705	-€ 5.289	-€ 4.897	-€ 4.711	-€ 4.791
Altre rettifiche e spese	-€ 1.464	-€ 10.331	-€ 942	-€ 459	-€ 799	-€ 639	-€ 650
Utile lordo	€ 2.666	-€ 6.616	€ 4.123	€ 5.336	€ 6.703	€ 8.695	€ 9.170
Imposte	-€ 640	-€ 1.416	-€ 1.443	-€ 1.868	-€ 2.346	-€ 3.043	-€ 3.209
Utile netto	€ 2.026	-€ 8.032	€ 2.680	€ 3.469	€ 4.357	€ 5.651	€ 5.960
Utile di terzi	-€ 321	-€ 365	-€ 332	-€ 409	-€ 421	-€ 448	-€ 480
Utile di gruppo	€ 1.482	-€ 8.397	€ 2.348	€ 3.059	€ 3.936	€ 5.203	€ 5.480

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Interest earnings assets</i>	€ 840.676	€ 842.374	€ 841.057	€ 846.110	€ 862.529	€ 878.917	€ 893.859
Crediti	€ 555.653	€ 559.553	€ 559.303	€ 562.663	€ 576.170	€ 588.875	€ 598.885
Totale attivo	€ 929.488	€ 926.769	€ 931.403	€ 945.374	€ 963.720	€ 982.031	€ 998.725
RWA	€ 454.850	€ 460.395	€ 524.380	€ 521.846	€ 532.937	€ 543.063	€ 562.282
CCN	€ 29.797	€ 33.592	€ 33.540	€ 32.898	€ 32.698	€ 32.486	€ 32.212
<i>Minorities</i>	€ 3.158	€ 2.954	€ 3.018	€ 3.722	€ 3.826	€ 4.074	€ 4.363

Tabella 8.10; fonte: elaborazione dell'autore su dati piano strategico gruppo Unicredit.

8.7. I *Risk Weighted Asset*

L'ultimo passaggio illustrato nella figura 8.1 porta dall'Utile netto di gruppo ai dividendi distribuibili, in ottemperanza con i requisiti di capitale. Questo passaggio rappresenta sicuramente il momento più complesso del modello di valutazione. Il management ha fornito agli investitori una *guidance* relativa agli obiettivi di patrimonializzazione che si è imposta, che sono stati riportati nella tabella .14 e analizzati nel dettaglio nel grafico .12. Questi obiettivi si focalizzano sul Common Equity Tier 1, un tipo di ratio patrimoniale che comprende solo la componente equity pura. Ulteriore complicazione deriva dall'implementazione, prevista gradualmente tra il 2013 e il 2019, della normativa di Basilea 3. Il bilancio 2010 è stato l'ultimo presentato dal gruppo utilizzando i criteri di BIS2, poiché il bilancio 2011 segue i criteri di BIS2.5, una versione "ponte" del futuro *framework* regolamentare. Si è deciso quindi di attenersi alle indicazioni fornite nel piano strategico, nel quale i coefficienti target sono espressi in termini di BIS3, ipotizzando dunque la completa adozione, sin dal 2012, di questo *framework* regolamentare. I coefficienti patrimoniali misurano un rapporto di leva tra grandezza patrimoniale e *Risk weighted Asset*, l'attivo ponderato per il rischio. Della stima di questa grandezza *bank specific* si è parlato nel capitolo 2 del presente elaborato, dove si è spiegato come gli analisti finanziari, in assenza di una *guidance* del management sulla futura rischiosità dell'attivo, stimino quest'ultima storicamente, come rapporto tra RWA e attivo, mantenendola poi costante, adottando cioè per i RWA gli stessi tassi di crescita previsti per l'attivo. Nel caso specifico il *management* ha annunciato il *run-off* di un portafoglio di 35 miliardi di RWA dalla divisione CIB, per cui poiché parte di questo processo è già stato effettuato si è ipotizzato che la cessione delle restanti attività non strategiche avvenga nel periodo 2013-2015 in proporzione costante.

Una volta studiato il rapporto storico tra RWA e attivo questo rapporto deve essere modificato per tenere conto del passaggio da BIS2 a BIS3. Un *paper* precedentemente citato della *Bank for International Settlements*⁴⁵ sostiene che in media l'attivo bancario dei grandi gruppi europei crescerà del 19,4% nel passaggio da BIS2 a BIS3. Questo dato è stato utilizzato nell'ipotesi di implementazione di BIS3 già dal 2012 da parte di Unicredit, rettificato per tener conto del passaggio intermedio a BIS2.5, già avvenuto, e delle risultanze delle presentazioni fin qui tenute dalla società in merito. Il seguente specchio si propone di riassumere quanto finora illustrato, con l'aiuto dei valori stimati nel corso di questa analisi.

⁴⁵ Basel Committee on Banking Supervision; *op. ult. cit.* ; 2012.

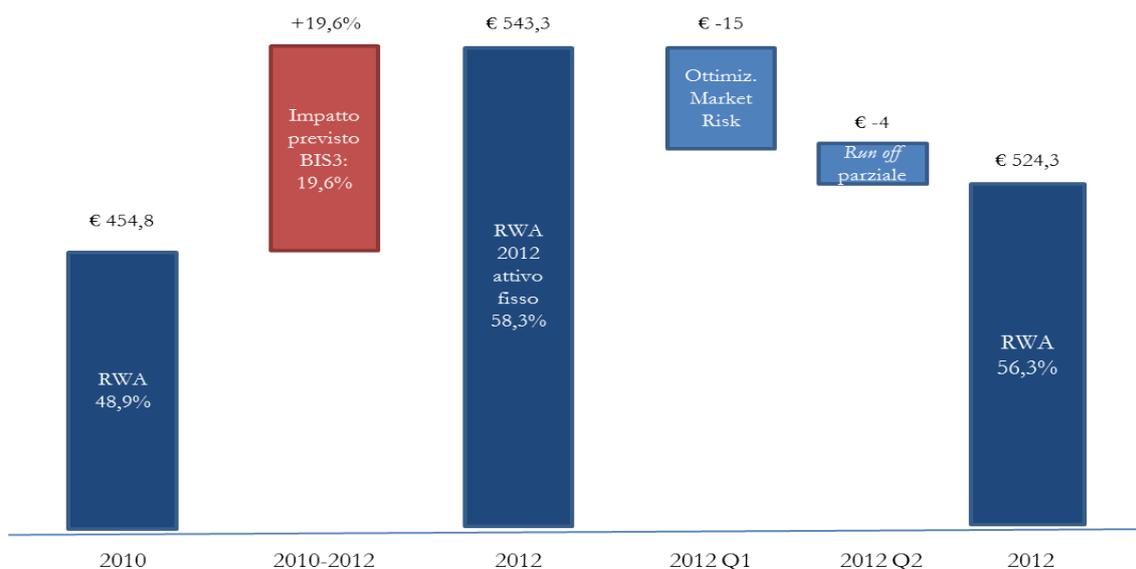


Grafico 8.11, Passaggio a Basilea 3 dei RWA nel 2012, stima effettuata dall'autore su dati piano strategico gruppo Unicredit e *Bank for International Settlements*, dati in € miliardi.

Stima RWA 2013-2015

(dati in € milioni)	2013	2014	2015	2016
RWA al 56,3%	532.246	542.574	552.883	562.282
Run off pianificato	-10.000	-10.000	-10.000	
nuovi RWA	522.246	532.574	542.883	562.282
Rapporto utilizzato	55,2%	55,3%	55,3%	56,3%

Tabella: 8.12; fonte: elaborazione dell'autore su dati piano strategico Gruppo Unicredit.

8.8. La dinamica del capitale e i dividendi

Detto di come calcolare i RWA futuri l'assunzione alla base è che la banca si imponga di raggiungere i livelli di patrimonializzazione presentati nel piano strategico portando a riserva l'ammontare necessario a raggiungere l'obiettivo patrimoniale annuale, e distribuendo la restante parte di utile sotto forma di dividendo.

Fa eccezione a questo processo di crescita per autofinanziamento l'esercizio 2012, ancora in corso, durante il quale è stato realizzato un aumento di capitale da 7,5 miliardi. Per questo motivo solo parte del capitale necessario a raggiungere l'obiettivo di Core tier 1 del 9,1% "deriva" dall'utile di esercizio, come mostra la tabella successiva.

Dinamica del capitale 2011-2012

Core tier 1 Dic-11	Aucap Gen-12	post Au-cap	ratio post Au-cap	target 2012	crescita organica
38.691	7.500	46.191	8,81%	9,10%	0,29%

Tabella 8.13; fonte: elaborazione dell'autore su dati del piano strategico Unicredit.

Ad eccezione dunque di questa operazione straordinaria gli utili stimati permetterebbero alla banca di raggiungere gli obiettivi previsti nel piano strategico. Le prossime tabelle riguardano dunque la dinamica patrimoniale e per concludere i dividendi residuali.

Dinamica patrimoniale gruppo Unicredit 2012-2016

(dati in € milioni)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Core tier 1 iniziale	34.435	39.006	38.691	47.719	49.054	52.228	55.935
Core tier 1 ratio target	8,6%	8,4%	9,1%	9,4%	9,8%	10,3%	10,3%
Core tier capital target	39.006	38.691	47.719	49.054	52.228	55.935	57.915
Core tier 1 necessario			1.528	1.335	3.174	3.708	
Average Tangible BV			43.205	48.386	50.641	54.082	56.925

Tabella 8.14; fonte: elaborazione dell'autore su dati piano strategico Unicredit.

Sottraendo agli utili previsti, mostrati nella tabella 8.10, il capitale necessario per raggiungere l'obiettivo regolamentare, si ottengono i dividendi.

Dividendi distribuibili

(dati in € milioni)	2012	2013	2014	2015	2016
dividendo	820,5	1.724,1	761,9	1.495,7	4.590,6

Tabella 8.15: fonte: elaborazione dell'autore.

8.9. Il *Terminal value*

Il dividendo sulla base del quale stimare il *Terminal value* non può essere costruito utilizzando questa dinamica. Nel paragrafo 4.2 si è dimostrato come il *payout* “di *terminal value*” debba essere infatti coerente con la redditività e la crescita di lungo periodo. Per questo motivo sono stati utilizzati i dati relativi al 2016, che sono stati stimati in ipotesi di crescita stabile. Il dividendo è stato ricavato rispettando la già citata⁴⁶ relazione tra tasso di crescita di lungo periodo e redditività, in questo caso espressa dal ROTE, di lungo periodo. Il tasso di crescita di lungo periodo rappresenta da sempre una criticità nei modelli di valutazione basati su flussi finanziari. Per questo motivo è una variabile che si sottopone spesso, come in questo caso, ad analisi di sensitività. Per questo modello è stato scelto un valore di riferimento pari ad 1,7%, che vuole rappresentare una media del tasso di crescita delle economie mature e dei tassi di crescita di lungo termine delle economie emergenti. Tale valore è peraltro prossimo al valore di 1,9% utilizzato da Damodaran⁴⁷ per il settore bancario europeo.

⁴⁶ Cfr. Paragrafo 4.2.2

⁴⁷ Nel già citato database lo studioso di NYU A. Damodaran raccoglie una serie di dati relativi a imprese, industries e paesi di tutto il mondo. Tra queste raccolte figura un documento relativo ai tassi di crescita delle varie industries divisi per continente, da cui è stato ricavato questo dato.

Utilizzando la formula (4.5) si può ricavare il *payout* necessario a costruire il dividendo da utilizzare nel calcolo del *terminal value*, come si può osservare nella seguente tabella.

2016-Terminal Value

Utile di gruppo	crescita	ROTE	<i>payout</i>	dividendo
€ 5.480	1,7%	10,5%	83,8%	€ 4.591

Tabella 8.16; fonte: elaborazione dell'autore.

8.10. Il costo del capitale

Una volta definiti i flussi, cioè i dividendi, che dovranno essere attualizzati, l'attenzione deve essere rivolta al costo del capitale da utilizzare. Della descrizione dei vari metodi utilizzabili e delle *best practice* nel calcolo di ciascuna delle determinanti del costo del capitale, ossia tasso privo di rischio, *Equity risk premium* e beta, si è già parlato nel capitolo ad esso dedicato⁴⁸, ragion per cui nella seguente tabella verrà solo illustrato il metodo scelto per il calcolo di ciascun componente.

Determinanti del costo del capitale nel CAPM-modalità di calcolo

Risk free	media semestrale del rendimento del BUND 11-22, cedola nominale 2%
ERP	media semestrale <i>Implied ERP</i> aggiustato per il rischio paese
Beta	beta medio <i>comparables</i> tramite regressione biennale dei rendimenti settimanali

Tabella 8.17; fonte: elaborazione dell'autore su dati Damodaran.

Per il tasso *risk free* è stato utilizzato il metodo precedentemente illustrato nel capitolo 6. Per l'*Equity risk premium* si è scelto di utilizzare l'ERP implicito nel mercato americano, rettificato per tener conto del rischio paese in cui Unicredit opera, come riportato nel seguente schema.

Default spread ponderato per margine di contribuzione

Paese/Area geografica	2010	%	Rating	Default spread	Ponderato
Italia	9.454	36,9%	A3	100	36,92
Germania	4.686	18,3%	AAA	0	0,00
Austria	2.544	9,9%	AAA	0	0,00
Paesi CEE	8.455	33,0%	BAA1	146	48,21
America	179	0,7%	AAA	0	0,00
Asia	290	1,1%	AA3	70	0,79
Totale	25.607	100,0%			85,92

Tabella 8.18; fonte: Unicredit, bilancio 2010, schema secondario, dati in € milioni, dato CEE ponderato per paese⁴⁹.

⁴⁸ Cfr. Capitolo 6.

⁴⁹ Nella tabella .17 la Polonia è stata inserita nel novero dei paesi CEE, il cui spread medio deriva da una media ponderata dei default spread dei paesi in cui la presenza di Unicredit è più radicata.

Questo default spread medio, aggiustato per il rapporto tra la volatilità delle azioni e quello delle obbligazioni viene aggiunto all'ERP implicito, calcolato nel database di Damodaran, per calcolare il premio per il rischio azionario di Unicredit. E' stato inoltre effettuato il calcolo del costo del capitale utilizzando il premio per il rischio storico, anch'esso aggiustato per il rischio paese, riportato nella tabella 8.20 come "Storico B".

Il passaggio più critico in questo caso è rappresentato invece dal calcolo del beta, poiché, come illustrato nel capitolo 6, negli ultimi anni si è assistito ad un incremento costante del valore di questa fondamentale variabile. Piuttosto che utilizzare valori relativi ai singoli segmenti di business, secondo un approccio *Bottom-up* molto difficile da rendere significativo, per la difficoltà di individuare player dedicati esclusivamente al singolo business, si è preferito "regredire" beta di diverse banche e confrontare i risultati. Ogni regressione è stata effettuata *a-là* Bloomberg, ossia regredendo i rendimenti settimanali dei titoli, su un orizzonte di circa due anni, rispetto all'indice di mercato locale. Nella seguente tabella vengono esposti i vari risultati ottenuti.

Beta comparabili	
Concorrente	Beta
BNP	1,73
Credit Agricole	1,83
Intesa San Paolo	1,63
Santander	1,32
BBVA	1,48
Barclays	2,05
HSBC	0,92
Nordea	1,38
ING	2,04
Media	1,60
Media rettificata	1,63
Unicredit regressione	1,56
Unicredit reuters	1,84

Tabella 8.19; fonte: elaborazione dell'autore su dati Yahoo Finance, Reuters.

Lo studio di questi risultati ha condotto alla scelta di un valore del beta pari a 1,6, maggiore dei valori storici relativi al settore ma in linea con i maggiori comparabili. Nel seguente specchio vengono dunque riassunti i valori utilizzati nel calcolo del costo del capitale.

Costo del capitale

Scenario	Risk free	Beta	ERP	Cost of Equity
Implied "A"	1,940%	1,6	7,15%	13,39%
Storico "B"	1,940%	1,6	5,39%	10,56%

Tabella 8.20; fonte: elaborazione dell'autore su dati Damodaran, Yahoo Finance e Reuters.

8.11. I risultati e l'analisi di sensitività

Di seguito vengono dunque riportati i valori finali risultanti dal modello. È opportuno precisare che il costo del capitale evidenziato nello "scenario B", ottenuto utilizzando il premio al rischio storico, viene utilizzato nel secondo scenario solo per calcolare il *Terminal Value*, nell'ipotesi che il costo del capitale si riporti a valori di *steady state*⁵⁰, mentre per il calcolo degli NPV viene utilizzato il costo del capitale di base.

Risultati del DDM *Entity level*

SCENARIO A		SCENARIO B	
Terminal Value	€ 39.278	Terminal Value	€ 51.802
NPV dividendi	€ 3.492	NPV dividendi	€ 3.492
NPV Terminal Value	€ 23.763	NPV Terminal Value	€ 31.339
Valore	€ 27.255	Valore	€ 34.831
Azioni	5.790	Azioni	5.790
Prezzo per azione	€ 4,71	Prezzo per azione	€ 6,02
Costo del capitale	13,39%	Costo del capitale	10,56%

Tabella 8.21, fonte: elaborazione dell'autore su dati piano strategico Unicredit, dati in € milioni.

Nel caso dello scenario B il costo del capitale coincide inoltre con la redditività di lungo periodo utilizzata nel calcolo del *payout* 2016, ipotesi che molti testi accademici considerano necessaria per definire il periodo di "crescita stabile".

Poiché i modelli di questo tipo si basano su molteplici assunzioni è difficile stimare esattamente l'*intrinsic value*, per questo motivo l'analisi di sensitività assume enorme rilevanza. La prima analisi ad essere effettuata riguarda la sensibilità del valore del titolo al variare del costo del capitale e del tasso di crescita. Pur essendo questa una delle *sensitivity* più comuni assume ancor maggiore rilevanza nel momento in cui i risultati stimati nel Conto Economico previsionale sono in linea con il *Consensus*. Questo perché, poiché il valore intrinseco stimato nei due scenari implica una sottovalutazione del 100% circa nel prezzo di mercato, è importante capire quale livello di costo del capitale e tasso di crescita conducano a valori simili a quelli osservabili oggi in Borsa.

⁵⁰ Il costo del capitale storico viene utilizzato nella formula di Gordon-Shapiro, che nello scenario B restituisce il valore di 51,8 miliardi di Euro, mentre l'attualizzazione dei flussi e dello stesso TV è effettuato utilizzando il costo del capitale A.

Sensitività del prezzo al costo del capitale e alla crescita di lungo periodo

Tasso di crescita	Costo del capitale					
4,71	9,0%	10,0%	11,0%	13,0%	15,0%	18,0%
0,5%	8,18	7,13	6,29	5,03	4,14	3,20
0,7%	8,20	7,14	6,29	5,01	4,11	3,18
1,0%	8,25	7,15	6,28	4,98	4,08	3,15
1,2%	8,28	7,16	6,27	4,96	4,06	3,12
1,4%	8,31	7,16	6,26	4,94	4,03	3,10
1,7%	8,36	7,18	6,25	4,91	3,99	3,06
2,0%	8,42	7,19	6,24	4,88	3,95	3,02
2,2%	8,45	7,20	6,23	4,85	3,92	2,99
2,5%	8,52	7,21	6,22	4,82	3,88	2,95

Tabella 8.22; fonte: elaborazione dell'autore.

I risultati di questa analisi sono molto interessanti. Il valore dell'azione si avvicina ai prezzi di mercato in coincidenza di un costo del capitale del 18%, valore molto lontano dagli standard "storici" di settore. È una dimostrazione, sulla quale si avrà modo di tornare in seguito, di come in fase di crisi la valutazione di mercato si allontani dai fondamentali. Il comportamento dell'azione al variare del tasso di crescita invece richiede un approfondimento: il tasso di crescita infatti è una determinante del *terminal value*, in quanto parte della formula di Gordon-Shapiro, ma allo stesso tempo è una componente, ed agisce in senso opposto rispetto a quanto accade nella formula precedente, della già citata formula per il calcolo del *payout* di *terminal value*. Per questo per valori "relativamente" bassi del costo del capitale il comportamento del tasso "g" è direttamente proporzionale al valore dell'azione, mentre diviene inversamente proporzionale per valori "alti"⁵¹. Dopo aver effettuato l'analisi di sensitività relativamente a valori che interessano il "denominatore" dell'attualizzazione, sono state effettuate analisi volte a testare la sensibilità al variare dei fondamentali economici.

Cost-Income	Spread su interest earning asset (Terminal value)						
4,71	1,60%	1,70%	1,80%	1,90%	2,00%	2,10%	2,30%
-63%	1,88	2,07	2,25	2,43	2,62	2,80	3,17
-60%	2,31	2,51	2,71	2,91	3,12	3,32	3,72
-58%	2,60	2,81	3,02	3,24	3,45	3,66	4,09
-55%	3,04	3,27	3,50	3,73	3,95	4,18	4,65
-53%	3,33	3,57	3,81	4,05	4,29	4,53	5,01
-51%	3,63	3,88	4,13	4,38	4,63	4,88	5,36
-50%	3,78	4,03	4,29	4,54	4,80	5,05	5,53

Tabella 8.23; fonte: elaborazione dell'autore.

⁵¹ Tale ragionamento è da intendersi ovviamente a parità di tutte le altre determinanti, in primis il ROTE, del *payout* e del *terminal value* stesso.

Sensitività alle rettifiche su crediti

Cost of risk	-0,6%	-0,8%	-0,9%	-1,0%	-1,1%	-1,2%
4,71	5,37	4,71	4,36	4,02	3,68	3,34
Scostamento %	14%	0%	-7%	-15%	-22%	-29%

Tabella 8.24; fonte: elaborazione dell'autore.

Entrambe le analisi dimostrano come il prezzo osservabile oggi sul mercato coincide con il valore intrinseco solo qualora il gruppo non solo non riesca a raggiungere gli obiettivi di efficienza, miglioramento dell'*asset quality* e *repricing* che aveva stabilito in sede di piano strategico, ma che addirittura i valori di questi indici peggiorino fortemente, al di sotto di quelli fatti registrare in un periodo già recessivo come quello attuale.

Il modello presentato in questo capitolo stima per Unicredit un *range* di valutazione i cui valori risultano di molto superiori a quelli osservabili sul mercato da inizio 2012. Eppure le assunzioni alla base del modello sono fortemente prudenziali: nel modello non è previsto il raggiungimento totale di nessuno degli obiettivi contenuti nel piano strategico, gli *Earnings per share* sono in linea con il *Consensus*, i multipli impliciti nella valutazione, pur essendo ovviamente più alti di quelli osservati sul mercato son ben lontani dai valori che nei paragrafi 6.3 e 6.4 erano stati definiti “normali”, come si può notare dai dati riportati nella seguente tabella.

Financials

	2012	2013	2014	2015
EPS	0,41	0,53	0,68	0,90
P/E	11,61	8,91	6,92	5,24
P/TBV	0,63	0,56	0,54	0,50
ROTE	6,20%	7,17%	8,60%	10,45%

Tabella 8.25: fonte: elaborazione dell'autore.

Anche il ROTE implicito nella valutazione, molto distante dal ROTE del 12% circa contenuto nel piano strategico, e dal costo del capitale del 13,4%, non “lascia dormire sonni tranquilli”. I fondamentali di questa analisi implicano probabilmente la necessità di rivedere il modello di business “tradizionale” degli intermediari finanziari, la cui redditività non risulta essere in linea con il rendimento richiesto dagli azionisti. Ciò nonostante appunto il valore stimato risulta essere di gran lunga superiore al prezzo osservabile sul mercato.

E' opinione comune che “in tempi di crisi” la valutazione del mercato tenda ad allontanarsi dalla dinamica degli utili, dai valori fondamentali, motivo per cui le azioni vengono viste come strumenti eccessivamente rischiosi di cui sbarazzarsi e le vendite deprimono eccessivamente le quotazioni.

E' opinione di chi scrive tuttavia che questa “depressione” dei corsi azionari sia alimentata anche dal comportamento degli analisti che diffondono le loro stime sul valore dei titoli.

La maggior parte degli analisti finanziari le cui stime sono state rese pubbliche nell'arco di tempo che va da dicembre 2011 a marzo 2012 utilizza nella valutazione del gruppo Unicredit stime relative all'arco temporale 2011-2013. A prescindere dunque dal metodo di valutazione utilizzato, multipli, DDM o somma delle parti, l'orizzonte temporale è tale che i valori fondamentali delle aziende di credito non possono che risultare depressi, una semplice lettura delle previsioni sulla crescita del PIL lo dimostra. Applicare la formula di Gordon al dividendo del 2013 implica dunque di considerare lo stato di salute, di redditività e crescita delle aziende di credito in quel momento come idoneo a rappresentare lo *steady state*. La forte incertezza sullo scenario futuro, a livello regolamentare ma anche e soprattutto economico, è il principale motivo che giustifica questo comportamento, perché gli analisti preferiscono non fare ipotesi sullo stato di salute dell'economia a cinque anni da oggi e valutare le imprese sulla base dei dati relativi ai prossimi due esercizi. Come detto in tal modo le valutazioni non possono che risultare "deprese" e il mercato, che utilizza gli analisti per ridurre il gap informativo, tende ad adeguarsi, alimentando un circolo vizioso che porta al realizzarsi della *view* di chi redige questi report.

Una riprova di quanto detto è di seguito fornita: il modello sin qui proposto è stato modificato per utilizzare i soli dati relativi al biennio 2012-2013. Mantenendo dunque il Conto Economico previsionale esposto in tabella 8.10 e nell'ipotesi di costruire il *terminal value* utilizzando il dividendo 2013⁵² il valore intrinseco stimato risulta ovviamente significativamente inferiore a quello risultante dal modello base.

Valutazione con orizzonte 2013

Terminal Value	19.967
NPV dividendi	723,62
NPV Terminal Value	17.610
Valore	18.333
Azioni	5790
Prezzo per azione	3,17
Costo del capitale	13,39%

Tabella 8.26; fonte: elaborazione dell'autore.

Lo scenario economico del 2013 è ancora fortemente recessivo, come dimostra la bassissima redditività, e il valore stimato è prossimo alla attuale capitalizzazione di mercato.

⁵² Non il dividendo esposto nella tabella .28 ma un dividendo basato sull'utile 2013 e un payout di lungo periodo, così come è stato fatto per il modello base.

9. Il modello divisionale

9.1. Analisi divisionale

Una delle maggiori criticità cui si va incontro nel valutare un gruppo presente in ventidue paesi, attivo nel *Retail*, nel *Corporate & Investment Banking*, nel *Private banking* e nell'*Asset Management* con lo stesso modello che si applicherebbe ad una banca universale, è rappresentata dalla difficoltà di considerare in modo omogeneo business molto diversi fra loro. Un unico tasso di crescita, un unico costo del capitale, stesse assunzioni sull'*Asset quality* e sull'efficienza. Utilizzare valori medi può risultare impreciso, a maggior ragione nel valutare un gruppo quanto mai eterogeneo al suo interno. Le divisioni *retail* dell'Europa occidentale soffrono la crisi economica, sono giunte all'appuntamento con la crisi appesantite da una struttura di costi eccessiva, e non riescono a offrire un rendimento in linea con quanto richiesto dagli investitori. Al contrario la divisione polacca e la divisione Central Eastern Europe crescono a tassi record, assecondando la crescita dei paesi in cui operano, le cui variazioni annue del PIL sono ormai un lontano ricordo per i paesi industrializzati. Sullo sfondo le divisioni di Asset Management, Private Banking e F&SME Factories, che offrono prodotti all'avanguardia ed operano in business considerati molto appetibili in termini di rischio-rendimento. Per questo motivo, in aggiunta al modello DDM, è sembrato opportuno presentare una valutazione delle singole divisioni che compongono il gruppo Unicredit.

Prima di illustrare in che modo ciascuna divisione verrà valutata è opportuno fornire un quadro della composizione attuale del gruppo e di come il management intende disegnare la futura Unicredit.

È opportuno ricordare che la struttura divisionale presentata nel capitolo 7 è frutto di una recente riorganizzazione del gruppo, motivo per il quale i dati economici relativi alle diverse divisioni sono disponibili solo per gli esercizi 2010 e 2011. L'analisi di questi dati evidenzia come gran parte delle risorse siano assorbite dalla divisione CIB, che realizza circa il 30% del fatturato del gruppo e che detiene circa il 40% dei RWA e del portafoglio crediti. Un'altra evidenza dimostra come le divisioni Private banking, Asset Management, e ovviamente CEE e F&SME Poland, pur fornendo un apporto relativamente limitato ai ricavi, hanno un peso significativo in termini di utile lordo. L'analisi di questi dati, forniti nel *Segment Reporting*, sembrano dimostrare dunque il motivo per il quale il piano strategico predisposto dal management intenda aumentare il peso della divisione CEE all'interno del gruppo. Di seguito vengono riportati i sopracitati dati.

Divisional Database 2011-Valori assoluti

(dati in € milioni)	Italy	Germany	Austria	Poland	Factories	CIB	Private	Asset	CEE	Corp.	totale
Interessi netti	3.915	1.105	729	638	1.509	5.270	296	16	3.248		16.726
Commissioni nette	2.913	469	430	447	412	1.679	620	762	1.211		8.943
Altri ricavi	-20	20	12	48	135	707	5	9	259		1.175
Margine di intermediazione	6.808	1.594	1.171	1.133	2.056	7.656	921	787	4.718	-1.646	25.198
Costi operativi	-4.237	-1.443	-894	-648	-825	-2.671	-558	-436	-2.006	-1.304	-15.022
Risultato di gestione	2.571	151	277	485	1.231	4.985	363	351	2.712	-2.950	10.176
Rettifiche su crediti	-1.938	-17	-160	-86	-634	-2.033	-6	0	-1.055		-5.929
Altre rettifiche e spese	-202	-56	-4	-38	-82	-461	-53	-53	-211		-1.160
Utile lordo	431	78	113	361	515	2.491	304	298	1.446	-3.977	2.060
RWA	56.950	14.699	11.531	8.192	48.571	196.744	4.445	1.795	84.246	33.224	460.397
Crediti	124.510	43.040	21.130	9.157	56.380	218.551	7.748		70.352	8.685	559.553
Direct funding	97.144	44.284	23.606	12.321	19.749	101.295	24.454		61.010	177.506	561.369

Divisional Database 2011-Valori relativi

%	Italy	Germany	Austria	Poland	Factories	CIB	Private	Asset	CEE	Corp.	Totale
Interessi netti	23%	7%	4%	4%	9%	32%	2%	0%	19%	0%	100%
Commissioni nette	33%	5%	5%	5%	5%	19%	7%	9%	14%	0%	100%
Altri ricavi	-2%	2%	1%	4%	11%	60%	0%	1%	22%	0%	100%
Margine di intermediazione	27%	6%	5%	4%	8%	30%	4%	3%	19%	-7%	100%
Costi operativi	28%	10%	6%	4%	5%	18%	4%	3%	13%	9%	100%
Risultato di gestione	25%	1%	3%	5%	12%	49%	4%	3%	27%	-29%	100%
Rettifiche su crediti	33%	0%	3%	1%	11%	34%	0%	0%	18%	0%	100%
Altre rettifiche e spese	17%	5%	0%	3%	7%	40%	5%	5%	18%	0%	100%
Utile lordo	21%	4%	5%	18%	25%	121%	15%	14%	70%	-193%	100%
RWA	12%	3%	3%	2%	11%	43%	1%	0%	18%	7%	100%
Crediti	22%	8%	4%	2%	10%	39%	1%	0%	13%	2%	100%
Direct funding	17%	8%	4%	2%	4%	18%	4%	0%	11%	32%	100%

Tabelle 9.1 e 9.2: fonte: *Segment reporting* bilancio 2011 gruppo Unicredit.

Un'analisi più approfondita dimostra come il gruppo sia ancora fortemente esposto nel *retail* Italia, dove il management è stato costretto a lanciare un robusto piano di esuberi al fine di contenere il Cost-Income *ratio*, e verso il Corporate & Investment Banking, area sulla quale pesa il futuro aumento di requisiti patrimoniali per il Market risk e una perdita di redditività evidenziata negli ultimi due esercizi.

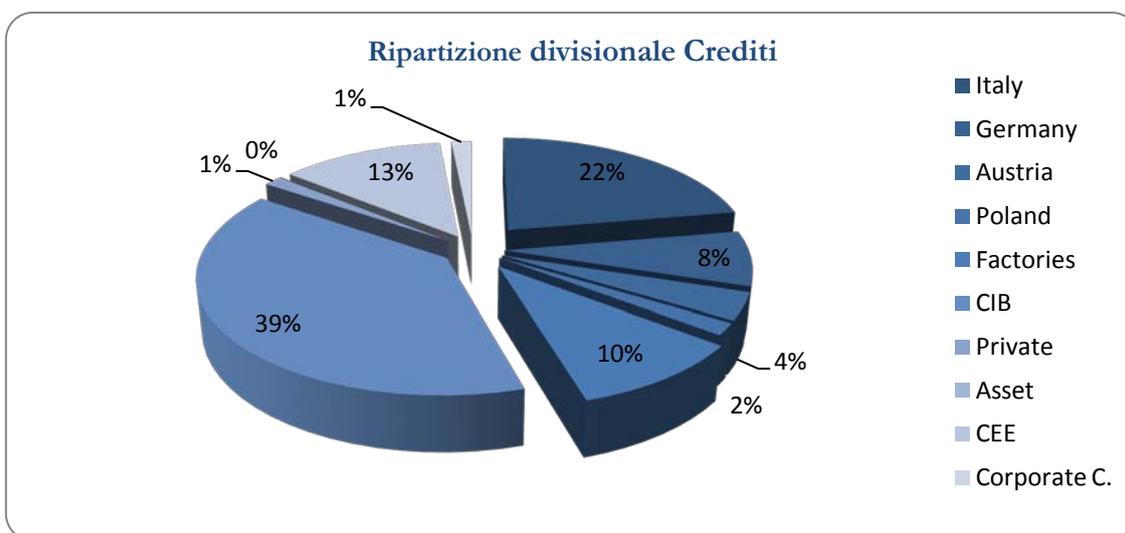


Grafico 9.3; fonte: elaborazione dell'autore su dati *Segment reporting* bilancio 2011 gruppo Unicredit.

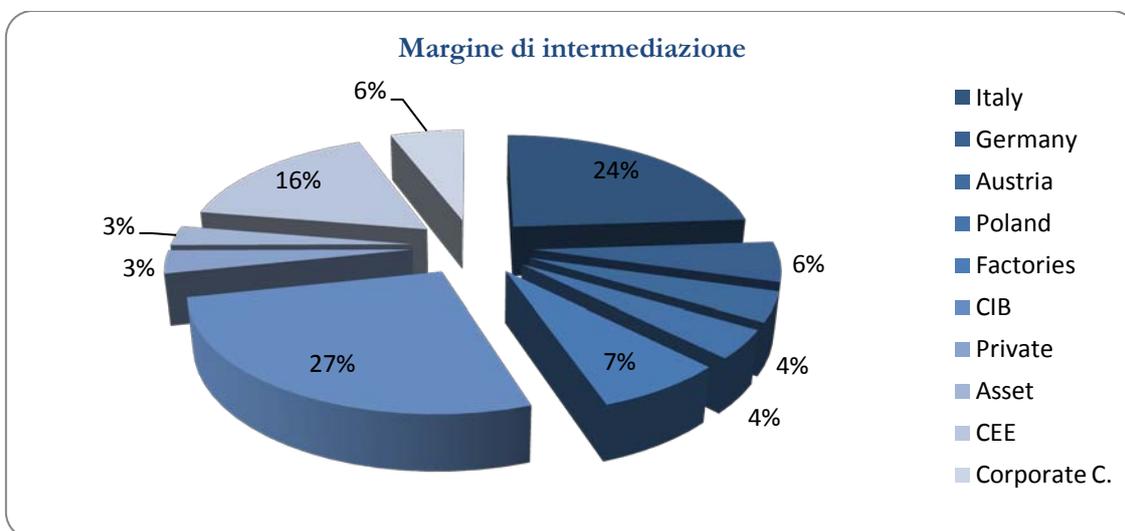


Grafico 9.4; fonte: elaborazione dell'autore su dati *Segment reporting* bilancio 2011 gruppo Unicredit.

Le due divisioni sopracitate evidenziano problemi differenti. La divisione *retail* italiana come osservato poco fa ha un rapporto fra costi e ricavi eccessivo, così come le divisioni *retail* tedesca e austriaca, e genera da sola il 33% delle rettifiche su crediti. La divisione CIB invece evidenzia il miglior rapporto Cost-Income dell'intero gruppo, a sua volta però è la divisione con il più alto

rapporto *Loans to direct funding*. Questo indice misura la capacità della divisione di finanziare il proprio attivo. Come si può vedere nel grafico seguente il “campione” del gruppo è senza dubbio Bank Pekao, la divisione polacca, che nel piano è infatti indicata come esempio da seguire per le divisioni dell’Europa Centro orientale.

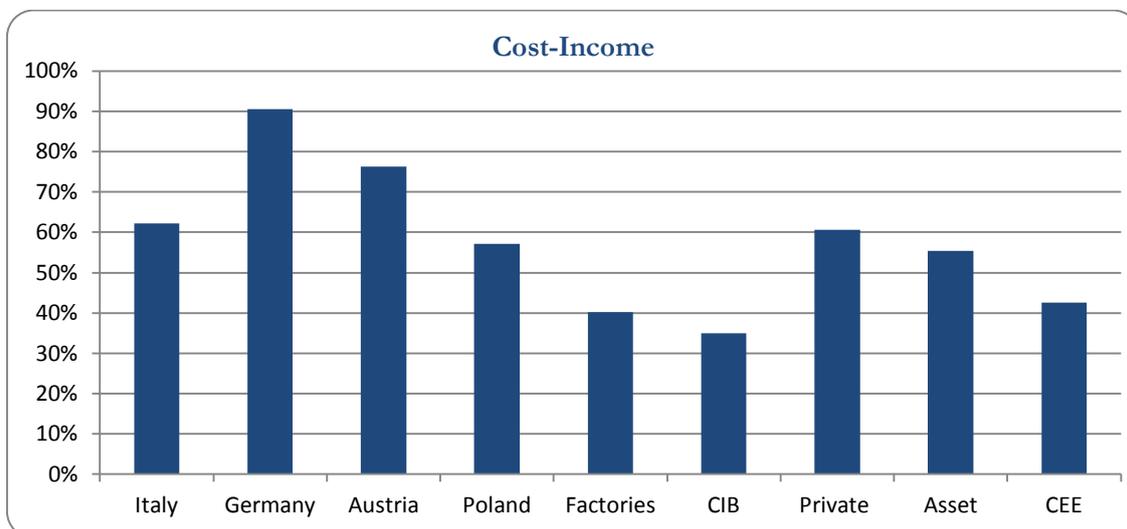


Grafico 9.5; fonte: elaborazione dell’autore su dati *Segment reporting* bilancio 2011 gruppo Unicredit.

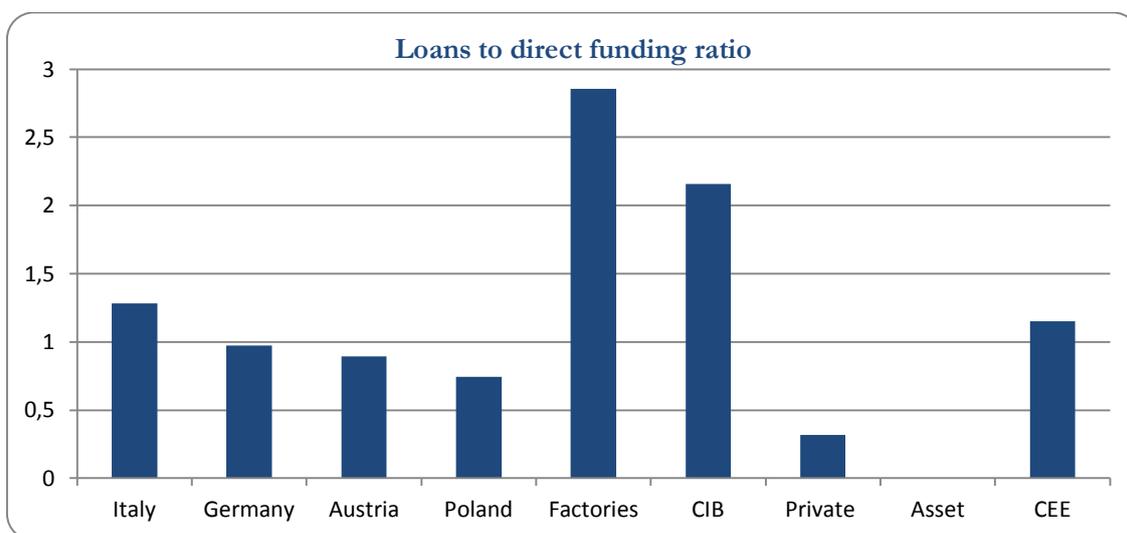


Grafico 9.6 fonte: elaborazione dell’autore su dati *Segment reporting* bilancio 2011 gruppo Unicredit.

Si è già parlato in precedenza di come quello presentato nel Novembre 2011 sia un “piano a due velocità”. Crescita focalizzata da un lato, taglio dei costi e ridimensionamento dall’altro. Nelle successive immagini vengono mostrate le principali ipotesi del piano strategico relative alle strategie da seguire e alla composizione futura del gruppo.

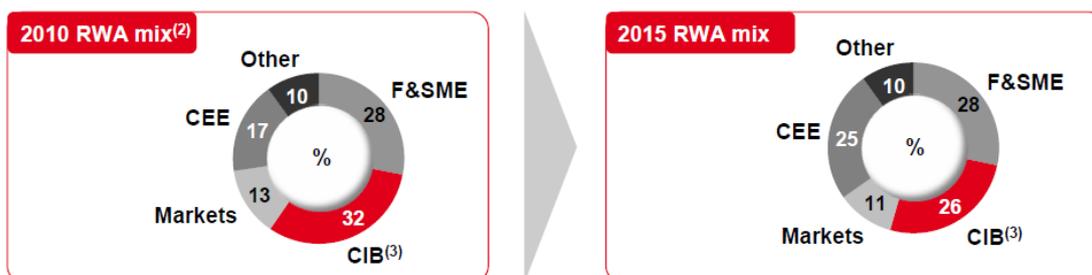


Immagine 9.7; fonte: piano strategico Unicredit.

Da questa immagine risulta evidente l'intenzione di ridurre l'esposizione al rischio del *Corporate & Investment Banking*, attraverso la cessione del portafoglio di 35 miliardi di RWA entro il 2015 e un'opera di ottimizzazione relativa soprattutto al Market Risk. Nell'immagine successiva verranno analizzate le intenzioni del management relative alla crescita dei costi, divisi per area geografica.

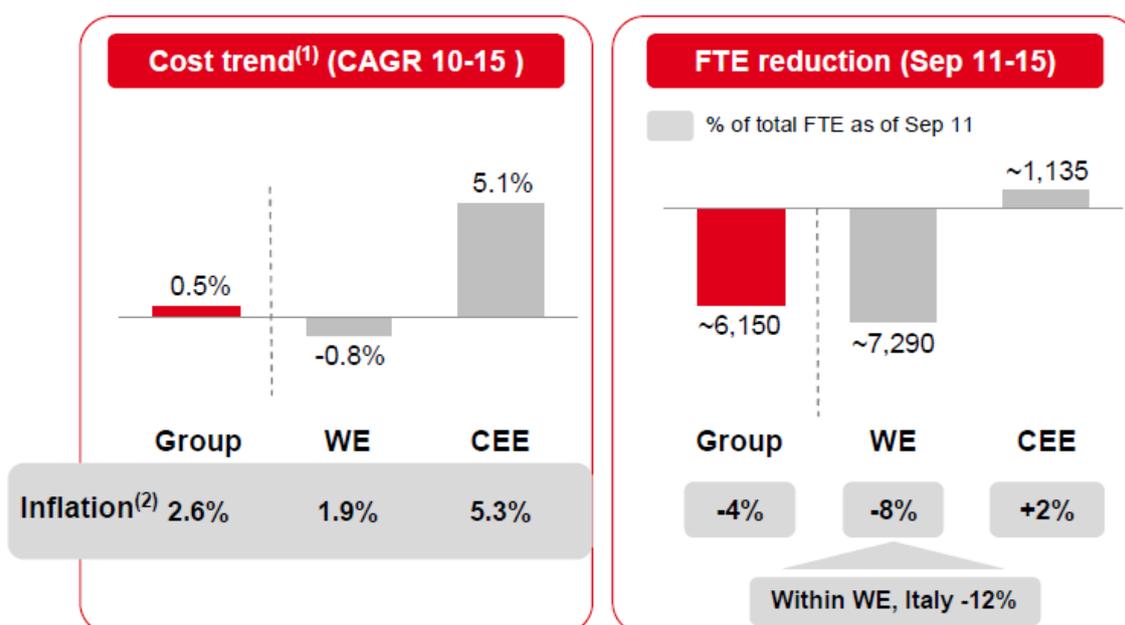


Immagine 9.8; fonte: piano strategico Unicredit.

Da queste ultime tabelle è stato possibile apprezzare il peso e l'eterogeneità delle divisioni che compongono Unicredit, motivo per cui si è ritenuto opportuno procedere ad una valutazione *Sum of the parts*, metodologia molto utilizzata per tutti i grandi gruppi bancari.

Nel corso dei paragrafi dedicati a ciascuna divisione verranno illustrate in modo approfondito le ragioni che rendono preferibile l'utilizzo di un metodo rispetto ad un altro, di seguito invece sono riassunti brevemente i modelli utilizzati per la valutazione di ciascuna divisione.

Metodi di valutazione utilizzati

Divisione	Metodo di valutazione
F&SME Italy	<i>Excess return</i>
F&SME Germany	<i>Excess return/Roe-Coe</i>
F&SME Austria	<i>Excess return/Roe-Coe</i>
F&SME Poland	<i>Excess return</i>
F&SME Factories	<i>Excess return/ Roe-Coe</i>
CIB	<i>Excess return</i>
Private Banking	P/E 2013
Asset Management	P/E 2013
CEE	<i>Excess return</i>
Corporate center	P/E 2013

Tabella 9.9; fonte: elaborazione dell'autore.

Ad ogni divisione sarà dunque dedicato un paragrafo nel corso del quale sarà brevemente illustrata la situazione attuale, gli obiettivi contenuti nel piano strategico e le assunzioni fatte per giungere alla previsione dei risultati futuri e al costo del capitale, per poi spiegare i motivi che hanno orientato la scelta del modello di valutazione.

9.2. F&SME Italy

“La Divisione Family & SME ha l’obiettivo primario di consentire ai singoli individui, alle famiglie e alle piccole e medie imprese di soddisfare le proprie esigenze finanziarie offrendo loro una gamma completa di prodotti e servizi affidabili e d’elevata qualità a un prezzo concorrenziale. I principali punti di forza del Gruppo nel *retail banking* sono l’esperienza del proprio personale e la centralità della soddisfazione del cliente. UniCredit occupa una posizione strategica nel settore d’attività del *retail* in Italia grazie alla presenza di circa 4.000 agenzie sul territorio⁵³”.

Nell’ambito della divisione Retail il segmento italiano risulta essere sicuramente quello maggiormente in difficoltà. Questo momento difficile è confermato dai dati: i crediti deteriorati sono passati dal 4,4% al 7,1%⁵⁴ dal 2008 a oggi, il Cost-Income è salito fino al 67% , le rettifiche su crediti sono state decisamente maggiori della media del gruppo e la redditività ne ha risentito. A questi problemi si aggiunge l’aumento del costo del *funding*, dovuto alla crisi dei debiti pubblici europei, che pone la divisione italiana in condizioni di netto svantaggio nei confronti non solo dei concorrenti europei ma anche delle *business unit* tedesca e austriaca. Non a caso alla situazione italiana è dedicato una delle quattro sezioni del piano strategico, denominata “*Italian Turnaround*”. Il management ha predisposto un piano d’azione incentrato sul taglio dei costi e l’aumento dei depositi, allo scopo di ridurre il costo di raccolta.

⁵³ Fonte: bilancio 2011 Unicredit

⁵⁴ Espressi in valore nominale.

Nella seguente tabella vengono illustrati gli obiettivi specifici per l'Italia.

Obiettivi specifici	
	Target
CAGR costi	-1,40%
Riduzione FTE	ca. 6500
Cost of risk	-85bps
Nuovi KPI	(Revenues-LLP)/RWA
Depositi	+ 15%

Tabella 9.10 fonte: piano strategico gruppo Unicredit.

Il Management si propone dunque un'azione di riduzione costi più incisiva rispetto alle altre divisioni occidentali, da realizzarsi soprattutto attraverso un massiccio piano di esuberi. La riduzione del *Cost of Risk*, oltre ad implicare un miglioramento della situazione economica, passa attraverso l'utilizzo di nuovi indicatori di *origination Risk weighted*. Alcune di queste azioni sono state messe in atto e hanno già raggiunto i loro risultati. Le azioni di *cost-cutting* fino ad oggi portate a termine sono in linea con gli obiettivi poc'anzi presentati. Al contrario sul versante *Asset quality* l'atteso miglioramento non si è verificato, poiché nel 2011 si è assistito ad un peggioramento dell'indice relativo ai crediti deteriorati e alle rettifiche su crediti. Di questi fattori, così come delle previsioni relative allo scenario economico futuro, si è tenuto conto nella previsione dei risultati futuri. In particolare le previsioni in merito alla crescita del PIL italiano implicano una timida ripresa dello scenario economico solo alla fine del 2013, motivo per cui le assunzioni relative al biennio 2012-2013 sono molto conservative. Per questo motivo si è ipotizzato un parziale raggiungimento degli obiettivi in merito alle rettifiche su crediti, mentre si ritiene il gruppo in grado di procedere nel piano di esuberi. Per quel che concerne i ricavi la loro stima porta ad un tasso di crescita composto del 1,7% nell'arco 2010-2015, di poco superiore all'indicazione relativa ai paesi occidentali riportata nel grafico 7.14. Le previsioni in merito alla crescita dei crediti, infine, si basano sui dati Prometeia⁵⁵, rispetto ai quali sono leggermente inferiori, coerentemente con il processo di *deleveraging* che Unicredit sta tentando di realizzare. Quanto sino ad ora detto porta all'elaborazione dei risultati economici riportati nella tabella 9.11.

⁵⁵ Dati forniti da Prometeia, contenuti nel report: "Previsione sui bilanci bancari, Febbraio 2012".

Conto Economico e S.P. 2010-2015

(dati in € milioni)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Interessi netti	3.716	3.915	3.841	3.922	4.044	4.125
Commissioni nette	2.783	2.913	2.821	2.835	2.877	2.935
Altri ricavi	-19	-20				
Mg. di intermediazione	6.480	6.808	6.661	6.757	6.921	7.060
Costi operativi	-4.391	-4.237	-4.195	-4.153	-4.111	-4.070
Risultato di gestione	2.089	2.571	2.466	2.604	2.810	2.990
Rettifiche su crediti	-1.979	-1.938	-1.858	-1.619	-1.390	-1.418
Altre rettifiche e spese	-307	-202	-201	-202	-309	-315
Utile lordo	-197	431	407	783	1.111	1.257
Imposte		-155	-147	-282	-400	-452
Utile netto		276	261	501	711	804
Crediti	125.708	124.510	123.887	124.507	126.374	128.902
RWA <i>credit risk</i>	41.960	46.599	46.366	44.078	44.740	45.634
Capitale assorbito	4.290	4.510	5.196	5.222	5.301	5.407
RWA totali	52.945	56.950	64.866	65.190	66.168	67.492
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Spread su crediti	3,0%	3,1%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%
Commissioni/crediti	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
<i>Cost-Income</i>	-67,8%	-62,2%	-63,0%	-61,5%	-59,4%	-57,7%
<i>Cost of Risk</i>	-1,6%	-1,6%	-1,5%	-1,3%	-1,1%	-1,1%
cap. allocato/RWA	8,1%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
RWA <i>credit risk</i> /crediti	33,4%	37,4%	37,4%	35,4%	35,4%	35,4%
RWA totali/crediti	42,1%	45,7%	52,4%	52,4%	52,4%	52,4%
crescita dei crediti		-1,0%	-0,5%	0,5%	1,5%	2,0%
ROTE			5,4%	9,6%	13,5%	15,0%

Tabella 9.11; fonte: elaborazione dell'autore.

In aggiunta a quanto detto sino ad ora meritano un approfondimento le ipotesi relative alla dinamica patrimoniale. Per i RWA totali nel 2012 si è ipotizzato a bocce ferme lo stesso aumento previsto nel modello “entity level”⁵⁶, per garantire coerenza tra le due stime. Gli RWA per rischio di credito invece sono stati stimati rispetto al rapporto storico con i crediti, senza prevedere ulteriori aumenti dovuti all’entrata in vigore di BIS3, che si concentra principalmente sul rischio di mercato. Il capitale assorbito infine è calcolato rispetto alla media storica del rapporto Capitale allocato/RWA. Tale coefficiente risulta per questa divisione maggiore rispetto al *range* di valori riportato nel capitolo 9.5, ma essendo stato desunto dai bilanci Unicredit e non essendo nota la modalità di calcolo, si è deciso di mantenere questo tipo di indice per coerenza con la “base di partenza”.

I risultati fin qui riportati conducono a tassi di crescita che possono essere confrontati con quelli previsti nel piano strategico.

⁵⁶ Cfr. grafico 8.11.

Confronto CAGR	2010-2013		2010-2015	
	stima	piano	stima	piano
Revenues	1,4%	0,1%	1,7%	1,6%
Costi operativi	-1,8%	-1,4%	-1,5%	-1,4%
LLP	-0,3%	-0,6%	-0,5%	-0,9%

Tabella 9.12; fonte: elaborazione dell'autore su dati piano strategico gruppo Unicredit.

Poiché il piano strategico e le azioni sin qui poste in essere implicano una ristrutturazione della divisione italiana si è ritenuto opportuno utilizzare un modello che apprezzasse questo processo, per poi calcolare un valore terminale allorquando il business abbia raggiunto una condizione di relativa stabilità.

Si è deciso dunque di utilizzare una valutazione *Excess return*, di cui si è parlato nel capitolo 7, secondo il quale il valore di un'azienda dipende dalla seguente equazione:

$$Equity\ value = PN_0 + \sum_{t=1}^n \frac{ER_t}{(1+k_e)^t} + ERTV \quad (9.1)^{57}$$

dove come già ricordato per *Excess return* si intende:

$$Excess\ return = Utile\ netto - (Cap.\ investito * Cost\ of\ equity) \quad (9.2)$$

In quanto unico dato a disposizione si è deciso di utilizzare come capitale investito il capitale assorbito iscritto nel bilancio 2011.

Costo del capitale	
Risk-free	2%
ERP base	6%
Default spread	1%
$\sigma\ az/\sigma\ obbl.$	1,5
Beta	1,6
Cost of Equity	14,1%

Tabella 9.13; fonte: elaborazione dell'autore su dati Yahoo Finance.

Per quel che concerne il costo del capitale le modalità di calcolo sono le stesse utilizzate nel modello “*Entity level*”, a cambiare sono stati, ovviamente, gli input. Lo spread per il rischio paese tiene conto del solo rischio Italia, mentre l'ipotesi più critica riguarda il beta, per cui è stato adottato un valore pari a 1,6 che è comune ai due grandi gruppi bancari italiani, ma è superiore al beta retail medio italiano, pari a 1,3 circa. Per questo motivo è stata posta in essere analisi di sensitività.

Essendo disponibili tutti gli elementi si è proceduto al calcolo degli *Excess Return*.

⁵⁷ Cfr. paragrafo 4.4.

Excess Return

(dati in € milioni)	2012	2013	2014	2015
Utile netto	261	501	711	804
CoE	-732	-736	-747	-762
<i>Excess return</i>	-472	-235	-36	42
Cap. assorbito	5.196	5.222	5.301	5.407
CoE	14,09%	14,09%	14,09%	14,09%

Tabella 9.14; fonte: elaborazione dell'autore.

Da questi valori utilizzando la formula 9.1 si giunge alla stima del valore della divisione.

Stima del valore

Terminal Value	342
NPV <i>Excess return</i>	-593
NPV Terminal Value	202
Patrimonio Netto iniziale	4.510
Crescita	2%
Valore	4.119
Azioni	5790
Valore per azione	0,71

Tabella 9.15; fonte: elaborazione dell'autore.

È interessante notare come il valore stimato sia inferiore al Patrimonio netto iniziale, infatti il valore attuale degli *Excess Return* nel periodo di piano è sensibilmente negativo e si assiste ad un recupero di redditività solo in fase di calcolo del valore terminale.

Oltre ai risultati delle consuete analisi di sensitività appare interessante il dato relativo alla sensibilità alle rettifiche su crediti, di cui si riporta di seguito l'analisi.

Sensitività alle rettifiche su crediti

<i>Cost of Risk</i>	-1,6%	-1,5%	-1,3%	-1,2%	-1,1%	-0,9%	-0,7%
Valore	1.914	2.355	3.237	3.678	4.119	5.002	5.884

Tabella 9.16; fonte: elaborazione dell'autore.

9.3. F&SME Germany

La particolare natura italo-tedesca di Unicredit, frutto della fusione con il gruppo HVB avvenuta nel 2005, garantisce al gruppo una forte presenza in Austria e Germania, dove è presente sul territorio con più di seicento agenzie. Quello della divisione tedesca ha tutte le caratteristiche del mercato maturo, nel quale i volumi si riducono e la struttura dei costi è eccessivamente elevata. Il management infatti, in assenza di opportunità di crescita, punta sulle strategie *Cross selling* ed è orientato verso l'*online banking*, che presenta una struttura di costi decisamente più leggera.

Dei conti di questa divisione stupisce l'indice *Cost-Income*, intorno al 90% e la pressoché totale assenza di rettifiche su crediti, frutto della situazione economica "più felice" rispetto agli altri paesi

europei, che il paese vive.

Nello stimare i risultati futuri si è dunque tenuto conto dei tassi di crescita relativi alle divisioni occidentali, coerenti con uno scenario di crescita stabile. L'unica eccezione rispetto allo scenario stabile è rappresentata dall'assunzione di margine di interesse superiore alla media nell'anno in corso a causa dell'eccezionale situazione dei tassi di interesse tedeschi, ormai prossimi allo zero. Di seguito vengono dunque riportati i risultati previsti e le principali ipotesi.

Conto Economico e S.P. 2010-2015

(dati in € milioni)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Interessi netti	1.043	1.105	1.217	1.191	1.215	1.252
Commissioni nette	491	469	464	471	481	495
Altri ricavi	-13	20	10	0	0	0
Mg. di intermediazione	1.521	1.594	1.692	1.663	1.696	1.747
Costi operativi	-1.396	-1.443	-1.522	-1.510	-1.498	-1.486
Risultato di gestione	125	151	169	152	198	261
Rettifiche su crediti	-64	-17	-38	-31	-23	-23
Altre rettifiche e spese	-9	-56	-20	-20	-30	-30
Utile lordo	52	78	111	102	145	207
Imposte			-37	-34	-48	-68
Utile netto			74	68	97	139
Crediti	46.885	43.040	43.470	44.122	45.005	46.355
RWA <i>credit risk</i>	13.077	12.110	12.178	12.361	12.608	12.986
Capitale assorbito	925	1.051	1.100	1.116	1.139	1.173
RWA totali	15.447	14.699	16.742	16.993	17.333	17.853
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Spread su crediti	2,2%	2,6%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%
Commissioni/crediti	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
<i>Cost-Income</i>	-91,8%	-90,5%	-90,0%	-90,0%	-80,0%	-85,1%
<i>Cost of Risk</i>	-0,1%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
cap. allocato/RWA	6,0%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
RWA <i>credit risk</i> /crediti	27,9%	28,1%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
RWA totali/crediti	33%	34%	39%	39%	39%	39%
crescita dei crediti		-8,2%	1,0%	1,5%	2,0%	3,0%
ROTE			6,9%	6,1%	8,6%	12,0%

Tabella 9.17; fonte: elaborazione dell'autore.

La sopracitata maturità del business *retail* tedesco, a differenza di quanto detto per la divisione italiana, permette l'utilizzo di metodi maggiormente adatti a descrivere una realtà che già attraversa il periodo di crescita stabile. Tra questi uno dei più utilizzati è quello del "Fair P/TBV" anche conosciuto come approccio "ROE-CoE". Questo modello applica alle grandezze di riferimento un multiplo che non deriva dall'osservazione dei valori di mercato, bensì è costruito attraverso le determinanti cui si faceva riferimento nel capitolo 7.

In questo caso dunque, poiché Roe e costo del capitale sono le determinanti del multiplo del *Book value*, è possibile costruire un multiplo cd. *Fair* utilizzando la seguente e già citata formula:

$$\frac{P}{TBV} = \frac{ROTE-g}{k_e-g} \quad (9.3)$$

Prima di fornire evidenza dei risultati di questo modello è opportuno presentare i dati relativi al costo del capitale, che è stato calcolato prendendo a riferimento i beta delle più importanti banche commerciali tedesche.

Costo del capitale

Risk-free	1,94%
ERP base	5,87%
Beta	1,38
CoE	10,04%

Tabella 9.18; fonte: elaborazione dell'autore.

Il confronto tra la redditività e il costo del capitale, applicato al patrimonio allocato del 2012, restituisce un valore di 0,12 € per azione. Tuttavia è sembrato opportuno procedere alla valutazione anche tramite modello *Excess return*, che trova ragion d'essere nella maggiore redditività riscontrata a fine periodo di piano.

Excess return

(dati in € milioni)	2012	2013	2014	2015
Utile netto	74	68	97	139
CoE	-110	-112	-114	-118
<i>Excess return</i>	-36	-44	-17	21
Cap. assorbito	1.100	1.116	1.139	1.173
CoE	10,04%	10,04%	10,04%	10,04%

Tabella 9.19; fonte: elaborazione dell'autore.

Stima del valore

Terminal Value	253
NPV <i>Excess Return</i>	-67
NPV Terminal Value	172
Patrimonio Netto iniziale	1051
Crescita	2%
Valore	1156
Azioni	5790
Valore per azione	0,20
Fair P/TBV 2012	0,633
Valore	697
Valore per azione	0,120

Tabella 9.20; fonte: elaborazione dell'autore.

Questa valutazione restituisce comunque un valore inferiore al patrimonio allocato, tuttavia stante il recupero di redditività ipotizzato per il 2015 il valore stimato risulta maggiore di quello derivante dall'applicazione del *fair multiple*, i cui calcoli sono stati riportati in calce all'ultima tabella.

9.4. F&SME Austria

La divisione austriaca, presente con circa 280 agenzie sul territorio, è sicuramente la più in salute delle divisioni commerciali occidentali. F&SME Austria infatti ha fatturato circa 1,1 miliardi di Euro nel 2011, valore non lontano rispetto a quello prodotto dalla Germania, che però raggiunge questi risultati con un portafoglio creditizio di dimensioni doppie rispetto a quello austriaco.

Anche questa divisione soffre di un rapporto tra costi e ricavi troppo elevato, sebbene inferiore a quello tedesco, e presenta un *Cost of Risk* medio più elevato di quello della divisione tedesca, in linea con la media del gruppo. Per quel che riguarda lo scenario economico sulla base del quale si sono stimati i risultati futuri è stata ipotizzata una contrazione dell'attività economica per il 2012, coerentemente con le previsioni di FMI e BCE, ed una ritorno veloce alla crescita stabile già dal 2013. Non essendo stati presentati nel piano obiettivi specifici per l'Austria, sono state utilizzate pressappoco le stesse ipotesi formulate per la Germania. Sulla base di quanto detto sono stati ricavati i seguenti dati:

Conto Economico e S.P. 2010-2015

(dati in € milioni)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Interessi netti	1.043	1.105	1.217	1.191	1.215	1.252
Commissioni nette	491	469	464	471	481	495
Altri ricavi	-13	20	10	0	0	0
Mg. di intermediazione	1.521	1.594	1.692	1.663	1.696	1.747
Costi operativi	-1.396	-1.443	-1.522	-1.510	-1.498	-1.486
Risultato di gestione	125	151	169	152	198	261
Rettifiche su crediti	-64	-17	-38	-31	-23	-23
Altre rettifiche e spese	-9	-56	-20	-20	-30	-30
Utile lordo	52	78	111	102	145	207
Imposte			-37	-34	-48	-68
Utile netto			74	68	97	139
Loans	46.885	43.040	43.470	44.122	45.005	46.355
RWA credit risk	13.077	12.110	12.178	12.361	12.608	12.986
Capitale assorbito	925	1.051	1.100	1.116	1.139	1.173
RWA	15.447	14.699	16.742	16.993	17.333	17.853

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Spread su crediti	2,2%	2,6%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%
Commissioni/crediti	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Cost-Income	-91,8%	-90,5%	-90,0%	-90,0%	-80,0%	-85,1%
Cost of Risk	-0,1%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
cap. allocato/RWA	6,0%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
RWA credit risk/credit	27,9%	28,1%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
RWA totali/crediti	33%	34%	39%	39%	39%	39%
crescita dei crediti		-8,2%	1,0%	1,5%	2,0%	3,0%
ROTE			6,9%	6,1%	8,6%	12,0%

Tabella 9.21; fonte: elaborazione dell'autore.

Costo del capitale

Risk-free	1,94%
ERP base	5,87%
Beta	1,35
CoE	9,86%

Tabella 9.22; fonte: elaborazione dell'autore.

Già dal 2013 dunque la redditività torna in linea con il costo del capitale e ciò permette l'utilizzo del *Fair Multiple*. Tuttavia, così come per la divisione tedesca, si è preferito presentare entrambe le valutazioni.

Excess return

(dati in € milioni)	2012	2013	2014	2015
Utile netto	51	125	169	216
CoE	-103	-105	-107	-109
Excess return	-52	20	62	107
Cap. assorbito	1.044	1.064	1.086	1.108
CoE	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%

Tabella 9.23; fonte: elaborazione dell'autore.

Stima del valore

Terminal Value	1.295
NPV <i>Excess return</i>	89
NPV Terminal Value	889
Patrimonio Netto iniziale	1.016
Crescita	2%
Valore	1.994
Azioni	5790
Valore per azione	0,34
Fair P/TBV 13	1,25
Valore	1.329
Valore per azione	0,230

Tabella 9.24; fonte: elaborazione dell'autore.

A differenza di quanto osservato per la Germania entrambe le valutazioni implicano un P/TBV superiore a uno, e quindi nettamente superiore alla media europea. L'analisi di sensitività effettuata conferma questi risultati, poiché anche i valori minimi riflettono un multiplo maggiore dell'unità.

9.5. F&SME Poland

L'acquisizione di una quota di maggioranza in Bank Pekao ha rappresentato senza dubbio il più importante passo compiuto nel percorso verso l'Europa Orientale che ha caratterizzato il gruppo Unicredit.

La Polonia ha sperimentato, dai primi anni novanta, un processo di crescita molto accelerato, che ha avuto il suo culmine nel periodo 2006-2008, quando i tassi di crescita del PIL sono stati in media del 6%. Nel 2009 a causa della crisi questa crescita si è arrestata, attestandosi però su livelli comunque superiori ai paesi industrializzati. Di pari passo alla crescita del Prodotto Interno Lordo si è sviluppata in modo tumultuoso l'attività bancaria. Da un'analisi condotta su dati OECD risulta che il tasso di crescita composto annuo dei crediti nel periodo 2002-2009 è stato del 19%, nello stesso periodo i depositi sono aumentati in media dell'11% annuo. Osservando questi dati è semplice capire le ragioni per cui il management del gruppo ha puntato molto su questo paese. Nel 2012 infatti Bank Pekao punta ancora crescere e intende sostenere questo processo aumentando la sua presenza sul territorio.

La Polonia inoltre, rappresenta un punto di riferimento per la divisione CEE, poiché il rapporto Crediti/Depositi di Bank Pekao, pari 0,88 circa nel 2011⁵⁸, è proprio di una realtà autosufficiente e fa sì che possa essere presentata dal management come futuro centro di liquidità per il gruppo. Lo status di divisione autonoma rispetto agli altri paesi CEE, divenuto effettivo solo nel 2010, è un'ulteriore dimostrazione dell'importanza di questa *business unit* all'interno dell'universo Unicredit. Non sono rinvenibili nel piano indicazioni specifiche relative alla Polonia, alla quale spetta il compito di mantenere lo status di leader sul mercato nazionale mantenendo la sua quota di mercato.

Per i RWA è stato ipotizzato lo stesso aumento descritto per le precedenti divisioni, dovuto al passaggio da BIS2.5 a BIS3. Il coefficiente di capitale assorbito, che storicamente si attestava intorno al 4,5% è stato prudenzialmente aumentato, facendolo rientrare nel *range* di valori riportati nel capitolo 5 relativi all'assorbimento di capitale delle varie *business unit*.

⁵⁸ Dati ricavati dal piano strategico.

Conto Economico e S.P. 2010-2015

(dati in € milioni)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Interessi netti	574	638	673	707	721	779
Commissioni nette	455	447	481	505	530	557
Altri ricavi	51	48	50	50	50	60
Mg. di intermediazione	1.080	1.133	1.204	1.261	1.301	1.396
Costi operativi	-664	-648	-681	-716	-752	-782
Risultato di gestione	416	485	523	546	549	614
Rettifiche su crediti	-108	-86	-90	-89	-85	-78
Altre rettifiche e spese	-37	-38	-35	-30	-25	-20
Utile lordo	271	361	397	427	439	516
Imposte			-79	-85	-88	-103
Utile netto			318	341	351	413
Crediti	8.764	9.157	9.615	10.096	10.600	11.130
RWA credit risk	6.423	6.707	7.044	7.396	7.766	8.154
Capitale assorbito	368	388	560	617	648	680
RWA totali	7.905	8.192	9.331	10.287	10.801	11.342
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Spread su crediti	6,5%	7,0%	7,0%	7,0%	6,8%	7,0%
Commissioni/crediti	5,2%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Cost-Income	-61,5%	-57,2%	-56,6%	-56,7%	-57,0%	-56,0%
Cost of Risk	-1,2%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,8%	-0,7%
Cap. allocato/RWA	4,7%	4,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
RWA credit risk/crediti	73,3%	73,2%	73,3%	73,3%	73,3%	73,3%
RWA totali/crediti	90,2%	89,5%	101,9%	101,9%	101,9%	101,9%
Crescita dei crediti			5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
ROTE			67,1%	58,0%	55,5%	62,2%

Tabella 9.25; fonte: elaborazione dell'autore.

I tassi di crescita dei crediti, dei ricavi e dei costi, sono inferiori a quelli relativi alla divisione CEE ma superiori per ipotesi a quelli delle altre divisioni retail.

Confronto CAGR	2010-2013		2010-2015	
	stima	piano CEE	stima	piano CEE
Revenues	5,3%	7,2%	5,3%	9,1%
Costi op.	2,5%	4,1%	3,3%	5,1%
Δ LLP	-0,4%	-0,7%	-0,5%	-1,0%

Tabella 9.26; fonte: elaborazione dell'autore su dati del piano strategico Unicredit.

Questa divisione rappresenta, insieme con la CEE, il motore della crescita del gruppo. Sembra quindi opportuno l'utilizzo di un modello, come quello dell'*Excess Return*, che sia in grado di apprezzare la capacità di creare valore esercizio dopo esercizio.

Excess return

(dati in € milioni)	2012	2013	2014	2015
Utile netto	318	341	351	413
CoE	-77	-85	-89	-93
<i>Excess return</i>	241	257	262	319
Cap. assorbito	560	617	648	680
CoE	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%

Tabella 9.27; fonte: elaborazione dell'autore.

Stima del valore

Terminal Value	2.778
NPV <i>Excess return</i>	779
NPV Terminal Value	1.660
Patrimonio Netto iniziale	388
Crescita	2%
Valore	2.828
Azioni	5790
Valore per azione	0,49

Tabella 9.28; fonte: elaborazione dell'autore.

Per concludere l'analisi della divisione F&SME Poland si proceduto a testare le ipotesi più critiche del modello, ossia il tasso di crescita dei crediti e lo spread su crediti⁵⁹.

I risultati dimostrano come anche ipotizzando tassi di crescita e spread più vicini a quelli delle divisioni "mature" il valore di questa divisioni continui a "tradare" in un *range* di multipli molto elevato rispetto alle altre *retail unit*.

Sensibilità alla crescita dei crediti e allo spread sui volumi creditizi

Spread	Tasso di crescita dei crediti						
	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8%
2.827							
3,0%	1.715	1.782	1.850	1.920	1.991	2.063	2.137
4,0%	1.917	1.992	2.069	2.147	2.226	2.308	2.391
5,0%	2.119	2.202	2.287	2.374	2.462	2.553	2.645
6,0%	2.322	2.412	2.506	2.601	2.698	2.798	2.899
7,0%	2.524	2.623	2.724	2.828	2.934	3.042	3.153
8,0%	2.726	2.833	2.942	3.055	3.170	3.287	3.407
9,0%	2.928	3.043	3.161	3.282	3.405	3.532	3.662

Tabella 9.29, fonte: elaborazione dell'autore.

Il P7TBV implicito nella valutazione è superiore a 2,5, un valore anomalo dovuto alla quantità ridotta di capitale assorbito, che può essere spiegata dal fatto che Unicredit detiene solo il 59,4% di Bank Pekao. Un'ulteriore analisi sarà sviluppata nel paragrafo 9.12.

⁵⁹ Ad essere sottoposto ad analisi di sensibilità è stato il valore di questa grandezza relativo al terminal value.

9.6. F&SME Factories

“Oltre ai Network F&SME in Italia, Germania, Austria e Polonia, la Divisione F&SME comprende le seguenti società specializzate:

- Asset Gathering: include le Banche del Gruppo (FinecoBank in Italia, DAB Bank in Germania e DAT Bank in Austria) che offrono i servizi bancari e d’investimento delle banche tradizionali, differenziandosi per la specializzazione nel business del trading online e per una spiccata vocazione all’innovazione tecnologica;
- Consumer Finance: *product line* specializzata nel business del credito al consumo, che supporta i Network con soluzioni in grado di rispondere alle molteplici esigenze di finanziamento al consumo delle famiglie;
- Leasing: *product line* specializzata nel business del leasing, che supporta i Network con soluzioni in grado di rispondere alle molteplici esigenze di finanziamento delle imprese;
- Factoring: *product line* specializzata nel business dell’erogazione di crediti a fronte delle fatture commerciali cedute dai clienti. Attraverso il factoring, le imprese possono accedere al credito mediante la cessione delle loro fatture e usufruire di una serie di servizi aggiuntivi (gestione, incasso, assicurazione dei crediti).

“Tali società si propongono di perseguire l’eccellenza in fatto di prodotti e servizi e di efficace sostegno alla vendita e al post-vendita supportando, inoltre, i Network per migliorare il livello di soddisfazione dei clienti”⁶⁰. L’approccio organizzativo misto prevede dunque, al fianco del network commerciale, delle società prodotto specializzate che si occupano delle attività precedentemente descritte. La presenza nel *Segment reporting* di alcuni dati gestionali permette di analizzare in modo dettagliato la divisione del conto economico tra queste linee di business, scoprendo che il Leasing senza dubbio riveste il ruolo più importante nel Conto Economico divisionale, con il 40% del fatturato e dei profitti operativi, mentre il Factoring rappresenta il business quantitativamente meno rilevante, contribuendo per il 10% circa agli utili operativi⁶¹. Gli obiettivi delle quattro sopracitate società prodotto presentano delle analogie rispetto a quelli delle divisioni retail: consolidamento per quel che attiene l’Asset Gathering, recupero della profittabilità per il Consumer Finance, business iperciclico, mentre il solo Leasing ha tra i suoi obiettivi l’espansione verso i paesi emergenti.

Di conseguenza le *assumption* alla base della stima dei risultati futuri sono state principalmente conservative, con l’unica eccezione dell’incremento dei ricavi commissionali, su cui la divisione punta per incrementare il fatturato. Lo scenario economico sottostante infine, prevede un graduale miglioramento dell’*asset quality*, che segue lo stesso trend utilizzato per altre divisioni, ossia una situazione di tensione che permane sino al 2013 e successivo graduale miglioramento.

⁶⁰ Tratto dal bilancio di esercizio 2011 Unicredit

⁶¹ Dati del Divisional Database 4q11 Unicredit.

Conto Economico e S.P. 2010-2015

(dati in € milioni)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Interessi netti	1.389	1.509	1.509	1.524	1.555	1.570
Commissioni nette	451	412	410	430	452	475
Altri ricavi	142	135	142	144	147	148
Mg. di intermediazione	1.982	2.056	2.061	2.098	2.153	2.193
Costi operativi	-809	-825	-825	-839	-840	-855
Risultato di gestione	1.173	1.231	1.237	1.259	1.313	1.338
Rettifiche su crediti	-727	-634	-683	-604	-587	-533
Altre rettifiche e spese	-66	-82	-69	-86	-88	-89
Utile lordo	380	515	484	569	639	716
Imposte			-160	-188	-211	-236
Utile netto			325	381	428	479
Crediti	54.460	56.380	56.944	57.513	58.664	59.250
RWA credit risk	43.606	45.663	45.857	46.316	47.242	47.715
Capitale assorbito	2.880	3.246	3.697	3.734	3.809	3.722
RWA totali	46.380	48.571	55.322	55.876	56.993	55.695
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Spread su crediti	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Crescita commissioni			-0,5%	5,0%	5,0%	5,0%
Altri ricavi/crediti	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Cost-Income	-40,8%	-40,1%	-40,0%	-40,0%	-39,0%	-39,0%
LLP	-1,3%	-1,1%	-1,2%	-1,1%	-1,0%	-0,9%
Altre rettifiche	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Cap. allocato/RWA	6%	7%	7%	7%	7%	7%
RWA credit risk/crediti	80,1%	81,0%	80,5%	80,5%	80,5%	80,5%
RWA totali/ crediti	85,2%	86,1%	97,2%	97,2%	97,2%	94,0%
Crescita crediti	1,0%	3,5%	1,0%	1,0%	2,0%	1,0%
ROTE			9,4%	10,3%	11,3%	12,7%

Tabella 9.30; fonte: elaborazione dell'autore.

Il costo del capitale per questo tipo di attività è strutturalmente inferiore, anche in un contesto di crisi, a quello tradizionale della banca commerciale. Questo è facilmente verificabile attraverso l'osservazione dei multipli di quotazione delle società che si occupano di *financial service*. Nonostante il costo del capitale implicito nella valutazione dei leader di mercato sia inferiore al 10% si è deciso, data la ciclicità dell'attività di Consumer Finance, data comunque la stretta relazione tra queste attività e la struttura commerciale, di non discostarsi eccessivamente dal costo del capitale medio di gruppo. I risultati economici previsti “parlano” di un business maturo, in fase di crescita stabile, ragion per cui l'approccio “Roe-Coe” e il modello di valutazione *Excess Return* conducono a risultati molto simili.

Excess return

(dati in € milioni)	2012	2013	2014	2015
Utile netto	325	381	428	479
CoE	-406	-411	-419	-409
<i>Excess return</i>	-82	-29	9	70
Cap. assorbito	3.697	3.734	3.809	3.722
CoE	10,99%	10,99%	10,99%	10,99%

Tabella 9.31; fonte: elaborazione dell'autore.

Stima del valore

Terminal Value	796
NPV <i>Excess return</i>	-45
NPV Terminal Value	524
Patrimonio Netto iniziale	3.246
Crescita	2%
Valore	3.726
Azioni	5790
Valore per azione	0,64
Fair P/TBV 13	0,924
Valore	3.450
Valore per azione	0,60

Tabella 9.32; fonte: elaborazione dell'autore.

9.7. Corporate & Investment banking

La divisione CIB riveste un ruolo di primaria importanza all'interno del gruppo, risultando la divisione più importante per Asset e contributo al Conto Economico. Naturale dunque che il suo stato attuale stato di difficoltà preoccupi e non poco il management, che ha lanciato un piano di rilancio specifico. L'avvento di Basilea 3 inoltre, incrementando i requisiti patrimoniali relativi al rischio di mercato, ha imposto una riflessione al management sul tema dell'allocazione delle risorse, motivo per il quale è stato lanciato un piano di cessione di un portafoglio di 35 miliardi di Euro di RWA, relativi principalmente alla *product line* Markets, allo scopo di riallocare capitale verso attività più profittevoli. A questo processo di *run-off* già in corso si è affiancata un attività di ottimizzazione della struttura dei rischi, che ha contribuito ad alleviare ulteriormente il carico derivante dall'introduzione dei nuovi requisiti patrimoniali. Le seguenti tabelle mostrano le dinamiche cui si faceva riferimento. L'ottimizzazione dei RWA, unitamente al processo di *run-off* previsto per l'esercizio, ha permesso nell'esercizio 2011, di controbilanciare l'effetto dell'introduzione dei nuovi requisiti patrimoniali. Unitamente a queste azioni relative ai RWA il piano strategico prospetta azioni di focalizzazione sui business più profittevoli, attraverso l'introduzione di nuovi indicatori di qualità, riduzione dei costi e incremento del *cross selling*, dell'utilizzo cioè del network per proporre ai clienti i propri servizi. Quest'ultimo punto in particolare si sostanzia, nelle intenzioni del management, in una crescita del peso dei *Non interest-Income* sul totale dei ricavi.

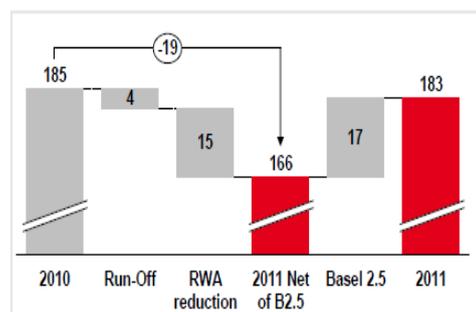
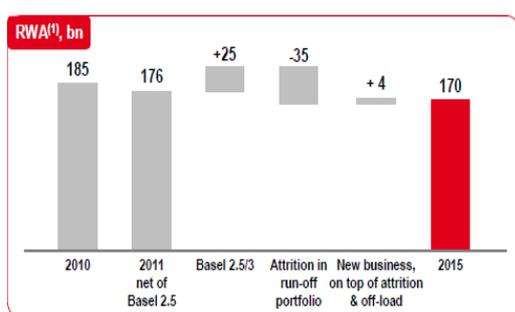


Tabelle 9.33a e 9.33b; “Riduzione RWA”, fonte: piano strategico gruppo Unicredit e Q4-2011 *highlights* gruppo Unicredit.

Il processo di stima dunque si è focalizzato sulla dinamica dei RWA, per i quali nel 2012 si è ipotizzato un aumento, di minore entità rispetto a quello ipotizzato per le altre divisioni, perché sul CIB è stato molto forte l’impatto di BIS2.5, che prevedeva molte novità in tema di rischio di mercato. Si è poi tentato di simulare nei successivi esercizi la cessione del portafoglio *ring-fenced*. Per gli RWA su crediti invece valgono le stesse assunzioni effettuate per le altre divisioni, che si traduce per la loro stima nell’utilizzo del rapporto medio tra RWA per rischio di credito e crediti.

Conto Economico e S.P. previsionali 2012-2015

(dati in € milioni)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Interessi netti	5.433	5.270	5.357	5.381	5.408	5.508
Non interest-income	2.425	2.386	2.143	2.421	2.704	3.029
Mg di intermediazione	7.858	7.656	7.500	7.802	8.112	8.537
Costi operativi	-2.634	-2.671	-2.700	-2.731	-2.677	-2.647
Risultato di gestione	5.224	4.985	4.800	5.071	5.435	5.891
Rettifiche su crediti	-2.121	-2.033	-2.052	-1.878	-1.747	-1.632
Altre rettifiche e spese	-615	-461	-457	-441	-434	-426
Utile lordo	2.488	2.491	2.291	2.752	3.253	3.833
Imposte			-756	-908	-1.074	-1.265
Utile netto			1.535	1.844	2.180	2.568
Crediti	212.826	218.551	216.000	211.000	208.000	204.000
Rwa credit risk	178.630	154.333	152.532	149.001	146.882	144.058
Capitale assorbito	14.702	13.920	15.828	15.462	15.242	14.949
RWA	198.594	196.744	213.892	208.941	205.970	202.009

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Spread su crediti	2,55%	2,41%	2,48%	2,55%	2,60%	2,70%
Non interest-income			40,0%	45,0%	50,0%	55,0%
Cost-Income	-33,5%	-34,9%	-36,0%	-35,0%	-33,0%	-31,0%
Cost of Risk	-1,00%	-0,93%	-0,95%	-0,89%	-0,84%	-0,80%
Altre rettifiche	-0,29%	-0,21%	-0,21%	-0,21%	-0,21%	-0,21%
Cap. allocato/RWA	7,40%	7,08%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
RWA credit risk	83,9%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%
RWA totali/crediti	93,3%	90,0%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%
ROTE			10,32%	11,79%	14,20%	17,01%

Tabella 9.34; fonte: elaborazione dell’autore.

Ad eccezione dell'assunzione relativa alla crescita del peso dei ricavi commissionali lo scenario di base è conservativo e lo si può desumere dal confronto tra i CAGR del piano strategico e quelli derivanti dalla previsione.

Confronto CAGR	2010-2013		2010-2015	
	previsione	WE	Previsione	WE
Revenues	-0,2%	-0,1%	1,7%	1,6%
Costi op.	-0,2%	-1,5%	1,7%	-0,8%
Δ LLP	-0,1%	-0,3%	-0,2%	-0,4%

Tabella 9.35; fonte: elaborazione dell'autore.

Prima di concentrare l'attenzione sul modello di valutazione è necessario tuttavia illustrare le modalità di determinazione del costo del capitale ed in particolare del beta. L'attività di Investment Banking in particolare infatti presenta un beta strutturalmente superiore rispetto ai valori osservati per le banche commerciali. Questo perché si tratta di un business iperciclico, i cui profitti sono ancor più legati alla situazione del ciclo economico di quanto non lo siano quelli delle banche *retail*.

All'attività di IB si accompagna l'attività Corporate, i cui risultati sono ovviamente legati anch'essi al ciclo economico, ma in modo meno "esasperato" rispetto all'Investment banking.

Nel definire il beta ideale per questo settore sono stati presi a riferimento i *regression* beta di alcune delle più importanti realtà europee che, come Unicredit, operano con una struttura simile su più mercati.

Beta comparabili		Costo del capitale	
UBS	1,47	Risk-free	1,94%
ISP	1,63	ERP base	5,87%
BNP	1,73	Default spread	0,46%
CS	1,57	$\sigma_{az}/\sigma_{obbl.}$	1,5
DB	1,49	Beta	1,7
AAR	1,83	CoE	13,10%
BARC	2,05		
S.G.	2,15		

Tabella 9.36a e 9.36b; fonte: elaborazione dell'autore.

Utilizzando questo costo del capitale nell'oramai consueto modello *Excess Return* si è pervenuti alla seguente stima:

Excess return				
(dati in € milioni)	2012	2013	2014	2015
Utile netto	1.535	1.844	2.180	2.568
CoE	-2.073	-2.025	-1.996	-1.958
Excess return	-538	-181	183	610
Cap. assorbito	15.828	15.462	15.242	14.949
CoE	13,10%	13,10%	13,10%	13,10%

Tabella 9.37; fonte: elaborazione dell'autore.

Stima del valore	
Terminal Value	5.606
NPV <i>Excess return</i>	-118
NPV Terminal Value	3.426
Patrimonio Netto iniziale	13.920
Crescita	2%
Valore	17.229
Azioni	5790
Valore per azione	2,98

Tabella 9.38; fonte: elaborazione dell'autore.

Il peso di questa divisione nel valore del gruppo è tale che l'analisi di sensitività assume grande rilevanza, poiché variazioni relativamente contenute delle ipotesi comportano cambiamenti importanti nella stima. Data la difficoltà di sottoporre ad analisi di questo tipo la fattibilità del processo di riduzione dei RWA, si è deciso di testare la sensibilità al variare di due importanti assunzioni: il peso dei ricavi *Non interest* rispetto al margine di interesse e le rettifiche su crediti.⁶²

Sensitività alla componente Non-interest dei ricavi e alle rettifiche

Rettifiche su crediti	Non-interest Income/NII				
17.228	35,0%	40,0%	50,0%	60,0%	70,0%
-1,2%	10.651	11.444	13.030	14.616	16.202
-1,0%	12.354	13.147	14.733	16.319	17.905
-0,9%	13.205	13.998	15.584	17.170	18.756
-0,7%	14.908	15.701	17.287	18.873	20.459
-0,5%	16.610	17.403	18.989	20.576	22.162

Tabella 9.39; fonte: elaborazione dell'autore.

9.8. Private Banking

“L'attività della Divisione Private Banking si rivolge principalmente alla clientela privata con disponibilità finanziarie medio-alte, fornendo servizi di consulenza e soluzioni per la gestione del patrimonio. La Divisione opera in cinque paesi tramite una rete di oltre 1.200 private bankers dislocati in circa 250 filiali sul territorio”. Una ricerca di Nomura⁶³ afferma che le società operanti in questo settore hanno ottenuto migliori performance di borsa rispetto alle banche commerciali. Il *private banking* infatti non risente delle perdite su crediti dovute al peggioramento della situazione economica, e non sopporta gli elevati costi del *funding* necessari invece per sostenere l'attività tradizionale. Sicuramente le performance negative dei mercati tendono a ridurre gli *Asset under Management* e i ricavi, tuttavia la stessa ricerca fa notare come una possibile *flight to quality* possa giovare al settore nel sostenere i flussi di nuovi *asset*. Nel prevedere i risultati futuri della divisione

⁶² In entrambi i casi l'analisi è stata effettuata sui valori di *terminal value*.

⁶³ Nomura, *European Banks Outlook for 2012*, 2011.

elemento critico è sicuramente il dato relativo alla crescita della raccolta, che nell'ultimo anno è diminuita di circa il 5%. Il management ha stimato una crescita annua del 5% nel periodo 2010-2015. Alla luce dello scenario economico si è deciso di ipotizzare una decrescita della raccolta nell'esercizio 2012, e di utilizzare le stime del management per i restanti esercizi.

Conto Economico e S.P. 2012-2015

(dati in € milioni)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Interessi netti	251	296	297	306	315	325
Commissioni nette	626	620	589	618	649	682
Altri ricavi	5	5				
Mg. di intermediazione	882	921	886	925	965	1.007
Costi operativi	-561	-558	-550	-564	-584	-594
Risultato di gestione	321	363	337	361	381	413
Rettifiche su crediti	-5	-6	-6	-6	-8	-8
Altre rettifiche e spese	-33	-53	-50	-35	-33	-33
Utile lordo	283	304	281	320	340	372
Imposte		-106	-98	-112	-119	-130
Utile netto		198	183	208	221	242
Crediti	6.970	7.748	7.825	8.060	8.302	8.551
RWA totali	4.368	4.445	4.952	5.199	5.459	5.732
Capitale assorbito	324	389	370	388	407	428
Asset under Management	121.900	115.100	109.345	114.812	120.553	126.581
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Spread su crediti	3,60%	3,82%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%
Commissioni/AuM	0,51%	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%
Crescita AUM	12,25%	-5,58%	-5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Cost-Income	-63,6%	-60,6%	-62,0%	-61,0%	-60,5%	-59,0%
Cap allocato/RWA	7,42%	8,75%	7,46%	7,46%	7,46%	7,46%
RWA/AuM	3,58%	3,86%	4,53%	4,53%	4,53%	4,53%
cap. assorbito/AuM	0,27%	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%	0,34%
crescita crediti			1,00%	3,00%	3,00%	3,00%
ROTE			48,13%	54,85%	55,58%	57,87%

Tabella 9.40; fonte: elaborazione dell'autore.

Le restanti assunzioni sono in linea con lo scenario prudenziale più volte delineato: indice costi-ricavi in lieve miglioramento, crescita dei crediti coerente con quella stimata per le divisioni occidentali, spread su crediti in linea con l'andamento storico. L'attività di private banking è svolta dalla maggior parte dei grandi gruppi bancari europei, tra i quali quelli sino ad ora considerati comparabili di Unicredit. A queste realtà si affiancano alcuni "campioni", principalmente banche svizzere, che operano quasi esclusivamente in questo segmento di attività, tra le quali figurano Julius Baer, Sarasin, Vontobel, EFG international. Poiché questo settore ha sofferto meno la crisi rispetto all'attività commerciale, i multipli di quotazione impliciti risultano idonei a rappresentare il valore intrinseco della divisione. Si è deciso volutamente di trascurare i valori impliciti nei corsi azionari

delle banche svizzere che operano unicamente in questo settore, che risultano eccessivamente superiori a quelli delle divisioni private banking dei grandi gruppi europei. Questa differenza può essere parzialmente spiegata dal differente regime di trasparenza che ancora caratterizza queste banche svizzere, che consente loro di attirare un maggior numero di risorse a causa del regime offshore. Ad ogni modo i multipli relativi a queste realtà, pur non essendo stati utilizzati nel calcolo del valore, sono stati riportati nel pannello di valutazione.

Valutazione relativa Private banking

DB	P/E 2013	Valore	NM	P/E 2013	Valore
Julius Baer	14	2.909	J.Baer	10,9	2.265
UBS	13	2.701	C.Suisse	12	2.493
BNP-Paribas	10,5	2.182	UBS	12,7	2.639
Societe Generale	9	1.870	Deutsche Bank	10,9	2.265
Media	11,63	2.415	media	11,87	2.466

Tabella 9.41; fonte: elaborazione dell'autore su dati Deutsche bank e Nomura, *European Banks*.

I valori riportati nella tabella sono ottenuti moltiplicando per il multiplo di quotazione l'utile netto 2013 della divisione. Di seguito si riportano i valori relativi alle banche private svizzere ed una lista di valutazioni del segmento Private Banking di Unicredit presentate da alcune note *Investment Banks*.

Top Private Banks svizzere

Top Private Banks svizzere			Multipli specifici UCG		
	P/E	Valore		P/E	Valore
Sarasin	23,2	4.820	JP Morgan	12,2	2.535
EFG INT	16	3.324	DB	12,5	2.597
Vontobel	12	2.493	Banca IMI	9,4	1.953
Media	17,07	3.546	media	11,37	2.362

Tabella 9.42; fonte: elaborazione dell'autore su dati Reuters, J.p. Morgan, Banca IMI.

L'applicazione di questi multipli conduce al seguente *range* di valutazione:

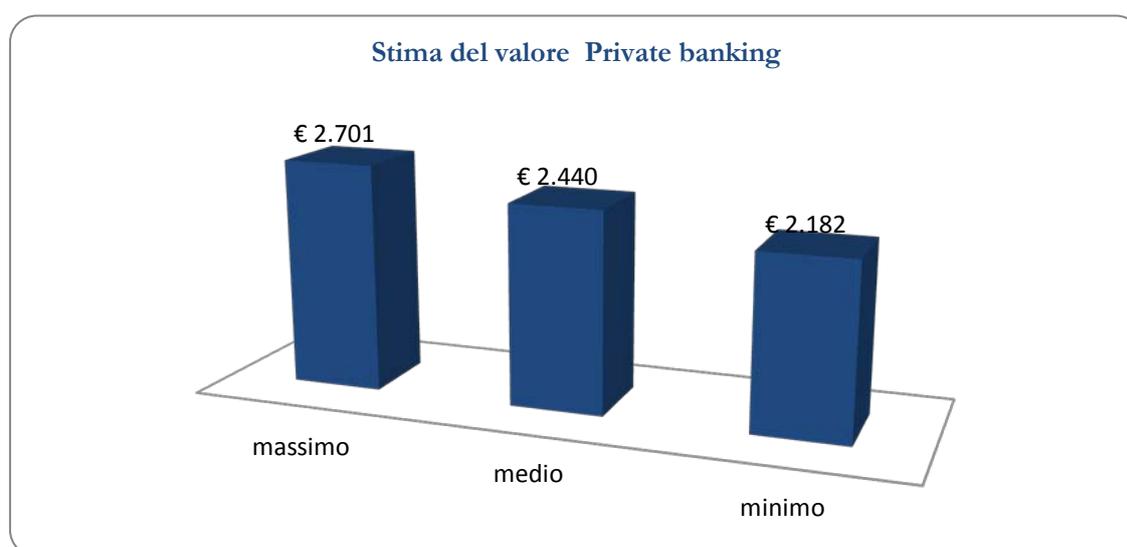


Grafico 9.43; dati in € milioni.

9.9. Asset Management

Questa divisione è rappresentata da Pioneer Investments, società posseduta al 100% da Unicredit, che opera in ventisei paesi offrendo un ampio raggio di scelte di investimento ai suoi clienti, potendo contare su numerosi centri di investimento in tutto il mondo. La società ha presentato nel Febbraio 2012 il suo piano strategico, i cui obiettivi principali sono:

- Aumento delle masse gestite dell'8% annuo;
- Incremento dei ricavi non captive, ossia che non dipendono dal network Unicredit.

La società intende raggiungere tali obiettivi attraverso l'espansione in nuovi mercati, in particolare verso l'Asia e il Sud America. Anche questo settore, così come il Private banking, risulta molto appetibile agli occhi degli investitori, ed i multipli di quotazione medi del settore non risultano "depressi" come quelli relativi alle tradizionali attività bancarie, motivo per cui è stato possibile utilizzare come metodo di stima la valutazione relativa. Il modello di calcolo dei risultati futuri dipende fortemente dalla capacità del management di raggiungere l'obiettivo indicato in termini di masse gestite. Il margine su tali masse infatti, è risultato piuttosto stabile nel tempo. A causa delle difficoltà riscontrate nell'esercizio 2011, si ritiene difficile il raggiungimento di un CAGR delle masse gestite dell'8% nel periodo 2012-2016, ragion per cui il valore di base del modello è stato posto al 6%, mentre in calce alla tabella sono stati evidenziati i risultati di due diversi scenari.

Conto Economico e S.P. 2012-2015

(dati in € milioni)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Mg. d'intermediazione	834	787	801	849	900	954
Costi operativi	-455	-436	-437	-463	-491	-506
Risultato di gestione	379	351	364	386	409	448
Altre rettifiche e spese	-49	-53	-56	-48	-63	-67
Utile lordo	330	298	308	338	346	381
Imposte			-92	-101	-104	-114
Utile netto			215	237	242	267
AuM	186.672	162.063	171.787	182.094	193.020	204.601
RWA	1.896	1.795	1.975	2.093	2.219	2.352
Capitale assorbito	290	305	295	313	332	351
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Mg. d'intermediazione/AUM	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Cost-Income	-54,6%	-55,4%	-54,6%	-54,6%	-54,6%	-53%
RWA/AuM	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Cap. allocato/AuM	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Altre rettifiche	-0,03%	-0,03%	-0,03%	-0,03%	-0,03%	-0,03%
Crescita AuM	6,18%	-13,18%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Utile netto CAGR 4%			203	219	220	238
Utile netto CAGR 8%			211	236	246	276

Tabella 9.44; fonte: elaborazione dell'autore.

Anche in questo caso sono stati utilizzati multipli calcolati da Deutsche Bank e Nomura nella valutazione della divisione AM di alcuni grandi gruppi bancari, dalla cui applicazione derivano i valori riportati nel grafico 9.46.

Valutazione relativa Asset Management

DB	P/E 2013	Valore	NM	P/E 2013	Valore
UBS	11	2.602	C.Suisse	11	2.602
BNP	10,5	2.484	UBS	12,7	3.005
Soc.Gen	14,1	3.336	DB	13,7	3.241
Barclays	12	2.585	Soc.Gen	7,9	1.869
media	10,75	2.543	media	12,47	2.949

Tabella 9.45⁶⁴; fonte: elaborazione dell'autore su dati Deutsche Bank e Nomura.

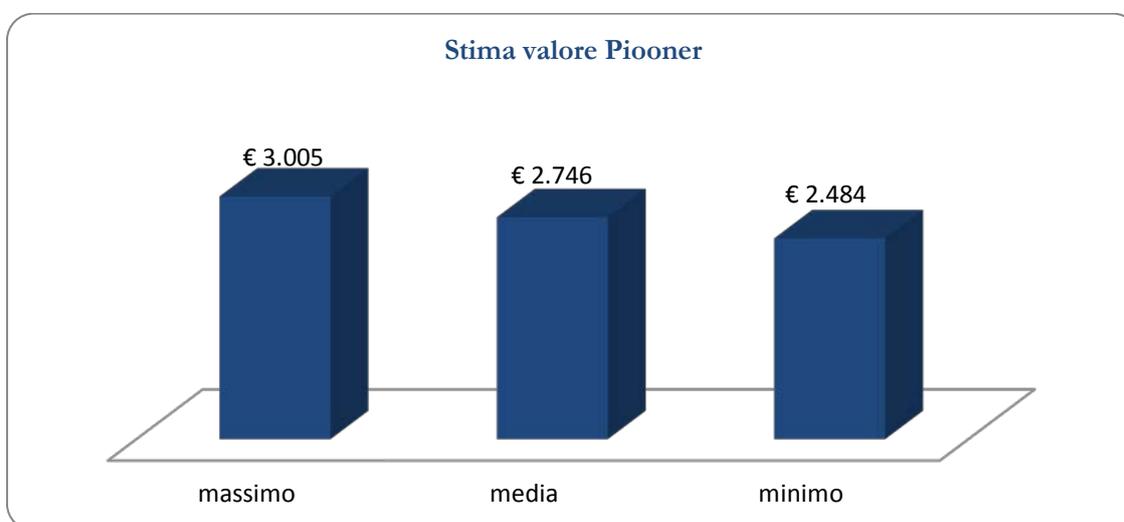


Grafico 9.46; fonte: elaborazione dell'autore.

9.10. CEE

L'asso nella manica del gruppo è senza dubbio la divisione Europa orientale. Eccezion fatta per la Polonia infatti, le altre divisioni di dimensione notevole soffrono una difficile situazione economica, mentre in media i paesi CEE vivono un momento di grande crescita. Unicredit opera in diciannove paesi nell'area orientale, tra i quali Russia, Turchia, Repubblica Ceca e Croazia sono i più significativi a livello quantitativo. In particolare i tassi di crescita del PIL previsti per Russia e Turchia⁶⁵, uniti agli obiettivi di espansione dichiarati da Unicredit, sembrano giustificare i tassi di crescita dei ricavi stimati per l'area nel piano strategico. Una nota a margine del bilancio Unicredit 2011 evidenzia come "sul medio e lungo termine, il settore bancario dell'Europa Centrale ed Orientale possiede ancora un potenziale sufficiente per generare una crescita superiore alla media

⁶⁴ Pur essendo stati inseriti nella tabella non sono stati utilizzati nel calcolo del valore medio in nessuna delle due colonne i valori relativi a *Societe Generale* per difficoltà di spiegare la differenza nei valori.

⁶⁵ Tassi intorno al 4% secondo statistiche Eurostat.

dell'UE, sia in termini di volumi di attività che di redditività. Esiste infatti ancora una differenza sensibile nel tasso di penetrazione finanziaria e le prospettive di convergenza economica restano sostanzialmente intatte, con un rapporto impieghi/PIL ancora su livelli inferiori alla metà di quelli dell'area euro. Il potenziale di espansione sul mercato rimane elevato, in particolare negli impieghi *corporate* e nei mutui ipotecari.”

Onde evitare uno spreco di risorse e garantirsi una crescita stabile il gruppo ha deciso di focalizzarsi su quei paesi che occupano una posizione ottimale nella matrice redditività/liquidità di seguito riportata.

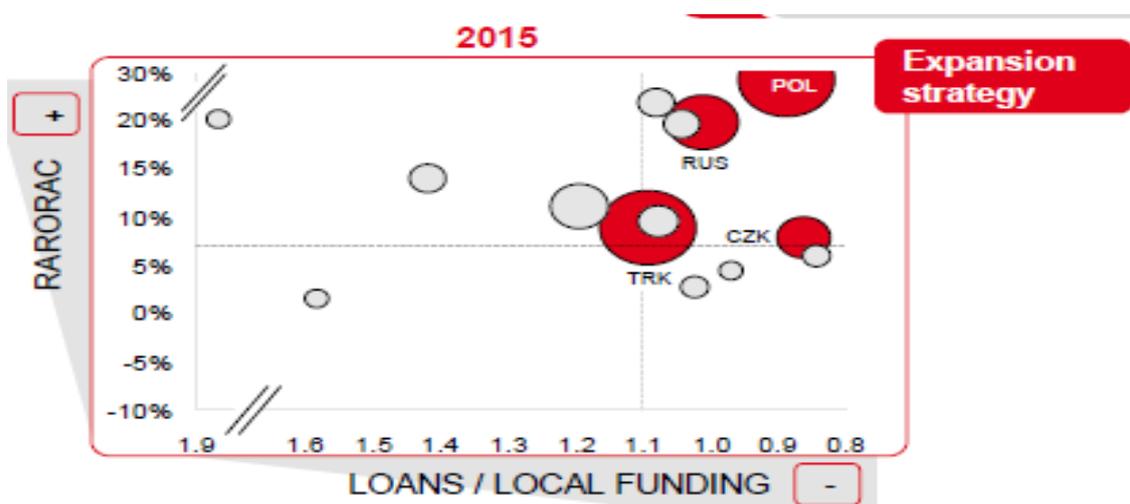


Immagine 9.47, fonte: piano strategico gruppo Unicredit

I CAGR presentati nel piano strategico, riportati nella tabella 7.14, ipotizzano una crescita sostenuta, con un tasso medio del 9% per i ricavi, in tutto l'orizzonte di piano. Questa ipotesi appare molto “impegnativa” in quanto questi paesi emergenti dipendono fortemente, in misura diversa, dalla situazione economica occidentale, ed in ogni caso la loro brusca crescita ha subito, nel corso dell'ultimo decennio, delle interruzioni che potrebbero pregiudicare il mantenimento di questi target. E' principalmente questo il motivo per il quale le assunzioni del piano sono state riviste leggermente al ribasso, e successivamente testate con analisi di sensitività. Lo spread su crediti, al pari del rapporto commissioni/crediti, è stato lasciato sostanzialmente inalterato, poiché la crescita dei ricavi, secondo le intenzioni del management, sembra derivare più da uno sviluppo dei volumi di attività che dalla loro marginalità. Per i costi operativi si è utilizzato un CAGR dei costi coerente con i tassi di crescita contenuti nel piano strategico. Gli obiettivi in merito alle rettifiche su crediti, che prevedevano una sostanziosa riduzione di circa 100 *basis point*, sono stati considerati “realizzabili” in quanto già nel 2011 si può osservare un sostanzioso abbattimento del *Cost of Risk*. Per i RWA è stato ipotizzato lo stesso impatto derivante dal passaggio a BIS3 che si è utilizzato nella valutazione delle altre divisioni. Il *Tax rate* è stato individuato come aliquota media ponderata

tra le aliquote della zona. Quanto detto sino ad ora ha portato alla previsione dei seguenti risultati economici:

Conto Economico e S.P. 2010-2015

(dati in € milioni)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Interessi netti	3.293	3.248	3.463	4.027	4.309	4.888
Commissioni nette	1.194	1.211	1.326	1.418	1.518	1.624
Altri ricavi	207	259	277	251	269	288
Mg. di intermediazione	4.694	4.718	5.065	5.697	6.096	6.799
Costi operativi	-1.946	-2.006	-2.110	-2.220	-2.335	-2.457
Risultato di gestione	2.748	2.712	2.955	3.477	3.760	4.342
Rettifiche su crediti	-1.426	-1.055	-1.280	-1.208	-1.207	-1.107
Altre rettifiche e spese	-188	-211	-220	-235	-251	-269
Utile lordo	1.134	1.446	1.456	2.034	2.302	2.967
Imposte			-291	-407	-460	-593
Utile netto			1.165	1.627	1.842	2.373
Loans	66.308	70.352	75.277	80.546	86.184	92.217
RWA	79.178	84.246	102.673	109.860	117.550	125.779
capitale assorbito	7.033	6.702	8.644	9.249	9.896	10.589
RWA credit risk	73.134	72.298	80.192	85.806	91.812	98.239
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Spread su crediti	4,97%	4,62%	4,60%	5,00%	5,00%	5,30%
Commissioni/crediti	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Altri ricavi/crediti	0,3%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Cost-Income	-41,46%	-42,52%	-41,66%	-38,97%	-38,31%	-38,31%
LLP	-2,15%	-1,50%	-1,70%	-1,50%	-1,40%	-1,20%
Altre rettifiche	-0,28%	-0,30%	-0,29%	-0,29%	-0,29%	-0,29%
Cap. allocato/RWA	8,9%	8,0%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
RWA credit risk/totale crediti	110,3%	102,8%	106,5%	106,5%	106,5%	106,5%
RWA/Crediti	119,41%	119,75%	136,39%	136,39%	136,39%	136,39%
Crescita crediti		6,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
ROTE			15,2%	18,2%	19,2%	23,2%

Tabella 9.48⁶⁶: fonte: elaborazione dell'autore.

Confronto CAGR	2010-2013		2010-2015	
	stima	CEE	stima	CEE
Revenues	6,7%	7,2%	7,7%	9,1%
Costi op.	4,5%	4,1%	4,8%	5,1%
Δ LLP	-0,7%	-0,7%	1,0%	-1,0%

Tabella 9.49; fonte: elaborazione dell'autore su dati piano strategico Unicredit.

⁶⁶ Tax rate 20%, ottenuto come valore medio dei paesi quantitativamente più rilevanti.

Dunque confrontando i risultati del modello con gli obiettivi di piano strategico si nota una crescita dei ricavi leggermente inferiore a quanto stimato e costi operativi e rettifiche su crediti sostanzialmente in linea con gli obiettivi. La particolarità nel calcolo del costo del capitale di questa divisione è sicuramente rappresentato dal default spread. Operando in un'area emergente infatti, il premio per il rischio relativo ai bond di questa zona è più elevato rispetto a quello dell'area Euro. Per ottenere il premio medio i differenziali impliciti nel rating sono stati ponderati rispetto alla distribuzione del utile operativo all'interno dell'area geografica.

Default spread medio			Costo del capitale	
Paese	Default Spread	Utile lordo %		
Russia	150	34%	Risk-free	1,94%
Turchia	275	36%	ERP base	5,87%
Croazia	200	15%	def. spread	1,98%
Rep. Ceca	85	4%	σ az/ σ obbl.	1,5
Bulgaria	175	9%	Beta	1,5
Medio	198		CoE	15,20%

Tabelle 9.50a e 9.50b; fonte: elaborazione dell'autore su dati Bilancio 2011 Unicredit.

L'utilizzo di questo costo del capitale nel modello *Excess return* porta alla stima dei seguenti valori:

Excess return 2012-2015				
(dati in € milioni)	2012	2013	2014	2015
Utile netto	1.165	1.627	1.842	2.373
CoE	-1.314	-1.406	-1.504	-1.609
<i>Excess return</i>	-149	221	338	764
Capitale assorbito	8.644	9.249	9.896	10.589
CoE	15,20%	15,20%	15,20%	15,20%

Tabella 9.51; fonte: elaborazione dell'autore.

Stima del valore	
Terminal Value	5.903
NPV <i>Excess return</i>	692
NPV Terminal Value	3.352
Patrimonio Netto iniziale	6.702
Crescita	2%
Valore	10.746
Azioni	5790
Valore per azione	1,86

Tabella 9.52; fonte: elaborazione dell'autore.

In questo caso dunque il valore stimato del gruppo risulta quasi doppio rispetto al patrimonio assorbito, a testimonianza del divario fra la redditività di questa divisione e i valori relativi alle altre del gruppo. Come affermato ad inizio paragrafo le principali ipotesi del modello sono state oggetti

di analisi. Da un lato sono state testate le ipotesi più importanti relative alla stima del Conto Economico previsionale, e cioè crescita dei crediti e tasso di crescita composto dei costi.

Inoltre, data l'incertezza sul costo del capitale derivante dalla difficoltà di reperire informazioni riguardo al beta medio dell'area geografica, è stata posta in essere un'analisi di sensitività anche per quel che riguarda costo del capitale e tasso di crescita.

Sensitività alla crescita dei crediti e dei costi

CAGR costi	Tasso di crescita dei crediti					
10.746	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	7,0%	7,8%
8,0%	6.706	7.227	7.763	8.312	9.456	9.930
7,0%	7.178	7.699	8.234	8.784	9.927	10.401
6,0%	7.637	8.159	8.694	9.243	10.387	10.861
5,0%	8.085	8.607	9.142	9.691	10.835	11.309
4,0%	8.522	9.043	9.578	10.128	11.271	11.746
3,0%	8.947	9.469	10.004	10.553	11.697	12.171
2,0%	9.362	9.883	10.418	10.968	12.111	12.585

Tabella 9.53; fonte: elaborazione dell'autore.

Sensitività alla crescita di lungo periodo e al costo del capitale

Crescita	Costo del capitale					
10.746	10,0%	12,0%	15,0%	18,0%	20,0%	
4,0%	24.656	17.505	11.696	8.412	6.922	
3,0%	22.305	16.415	11.305	8.277	6.868	
2,5%	21.364	15.956	11.133	8.216	6.843	
2,0%	20.541	15.543	10.974	8.158	6.820	
1,0%	19.169	14.829	10.691	8.054	6.776	

Tabella 9.54; fonte: elaborazione dell'autore.

9.11. Group Corporate Center

Uno dei difetti di questo tipo di valutazione è rappresentato dal fatto che utilizzando i dati forniti dalla società nel *Segment Reporting* ci si trova a dover stimare i valori, principalmente costi, relativi a quelle attività che vengono effettuate in seno alla capogruppo. Se dunque il trading income era stata definita la zona d'ombra per quel che riguardava la valutazione "Entity level", si ritiene opportuno definire in tal modo anche il processo di valutazione del Corporate Center e di quelle che gli analisti chiamano "mystery division", quelle *Business Unit* sulla cui attività poche informazioni sono fornite nel bilancio d'esercizio. Nel caso di Unicredit dunque per coerenza con la stima effettuata a livello Entity bisogna calcolare l'impatto sul valore del gruppo dei costi centralizzati e delle *minorities*, che erano state calcolate nel precedente modello. L'indicazione degli analisti finanziari che si occupano dell'*industry* bancaria è quella di utilizzare il P/E medio del gruppo per mitigare l'impatto delle valutazioni di queste "parti", il cui perimetro peraltro è sovente oggetto di riorganizzazione, motivo per cui risulta difficile utilizzare una stima basata su dati storici.

Nel caso di Unicredit la nota integrativa fornisce informazioni relative all'impatto del Corporate Center limitatamente alle voci " Margine di intermediazione", "Costi operativi" e "Utile lordo". Le informazioni relative al biennio 2010-2011 sono di seguito riportate.

Group Corporate center		
Voci di C.E.	2010	2011
Margine di intermediazione	-236	-1.646
Costi operativi	-1.299	-1.304
Utile lordo	-2.443	-3.977

Tabella 9.55; fonte: *Segment Reporting* Bilancio 2011 Unicredit.

L'elevata variabilità del margine di intermediazione, riflessa a cascata nell'Utile lordo, rende difficile la stima di questa voce. Le poche informazioni fornite in nota integrativa imputano questa sostanziale differenza all'aumento dei costi del *funding* dovuto alla crisi del debito pubblico.

La nota integrativa non chiarisce se siano imputati al Corporate Center i titoli di stato italiani posseduti da Unicredit, questo giustificerebbe la considerevole differenza tra il margine di intermediazione 2010 e il 2011, poiché potrebbe essere dovuto in parte a perdite su titoli contabilizzati al *Fair value*, che non risultano essere state contabilizzate nella divisione F&SME Italy. Poiché l'impatto della valutazione del GCC è molto rilevante, dato il protrarsi delle difficoltà relative ai costi di raccolta, si è deciso per motivi prudenziali di stimare i risultati futuri adottando come base di partenza i dati relativi al 2011.

Tuttavia una serie di eventi "straordinari", accaduti nei primi mesi del 2012, devono assolutamente essere presi in considerazione. L'operazione di riacquisto degli strumenti subordinati di Tier 1 e Tier 2, effettuata tra Gennaio e Febbraio 2012, oltre ad apportare un incremento del CT1 di circa 10 bps, ha incrementato notevolmente il trading income del gruppo, come segnalato nella tabella 8.10 dove il valore della voce "altri ricavi" prevista per il 2012 è sensibilmente più alta rispetto al *forecast* degli esercizi successivi a causa delle plusvalenze ottenute, stimate in circa 698 milioni di Euro. A queste si aggiunge la plusvalenza recentemente ottenuta dalla vendita di azioni LSE, a seguito della quale il gruppo stima un impatto di circa 120 milioni di Euro sull'utile consolidato, e quindi molto maggiore sul margine di intermediazione e sull'utile lordo. Tenendo conto di questi importanti eventi straordinari dunque, sono stati stimati i valori relativi all'orizzonte 2012-2015. Ovviamente trattandosi di sopraccitati guadagni di eventi di natura straordinaria i valori relativi agli esercizi successivi, dal 2013 al 2015 non ne sono influenzati. Per la loro stima si tenuto conto, da un lato, del progressivo miglioramento delle condizioni di finanziamento, dall'altro, dei valori riportati nella tabella 8.10, relativi al modello DDM, con i quali è necessaria una riconciliazione.

Nella tabella successiva è possibile osservare la stima dei suddetti valori, potendo apprezzare come è stato possibile coniugare la riconciliazione con le ipotesi di fondo dello scenario economico.

I risultati di questa stima sono stati utilizzati nel calcolo del valore del Corporate Center.

Conto Economico e S.P. previsionali 2012-2015

Voci di C.E.	2012	2013	2014	2015
Mg di intermediazione	-717	-1.501	-1.177	-1.070
Utile lordo	-1.670	-2.146	-2.091	-1.835
Utile netto	-1.438	-1.855	-1.875	-1.840
RWA	41.493	34.010	36.778	40.872

Tabella 9.56; fonte: elaborazione dell'autore.

In particolare è opportuno rilevare che il P/E medio di gruppo è stato ricavato dal modello *entity level*⁶⁷. Utilizzare infatti un P/E medio di mercato sarebbe stato incoerente, poiché avrebbe determinato un impatto negativo inferiore rispetto alla valutazione implicita in entrambi i modelli. Poiché invece le assunzioni di base implicano un multiplo di quotazione più elevato rispetto quello osservabile sul mercato, è opportuno utilizzare quest'ultimo valore per evitare l'incoerenza derivante dalla commistione tra valutazione di mercato e valutazione del modello. Questo P/E medio di gruppo, calcolato sulla base dell'Utile 2013, è risultato essere pari a 8,9, più elevato rispetto al valore medio osservabile sul mercato, pari a circa 6. Questo multiplo viene applicato alla somma tra Utile netto del Corporate center e utile di terzi, stimato nel precedente modello. Relativamente a questa voce sarebbe stato possibile "spalmare" l'utile di terzi sulle diverse divisioni, poiché la nota integrativa chiarisce la composizione del patrimonio di terzi, tuttavia tale calcolo avrebbe aggiunto ulteriore complessità al modello.

Stima del valore	Price/Earnings						
	(dati in € milioni)	5	6	7	8	9	10
Utile netto	-1.855						
minorities	-409	-20.172	-11.321	-13.585	-15.850	-18.114	-20.378
P/E medio	8,9						
Valore	-20.172						

Tabella 9.57a e 9.57 b; fonte: elaborazione dell'autore.

Successivamente la stima derivante dal calcolo appena citato è stata sottoposta ad analisi di sensitività, utilizzando un *range* di possibili multipli P/E, dai quali si evince l'importanza del valore del multiplo preso a riferimento.

⁶⁷ Dato tratto dalla tabella 8.40.

9.12. Risultati

Avendo valutato singolarmente ciascuna divisione il metodo SOTP porta alla stima del valore del gruppo attraverso la semplice somma dei valori delle singole *unit*.

SOTP: *range* di valutazione

(dati in € milioni)	Minimo	Medio	Massimo
F&SME Italy	3.129	4.119	5.884
F&SME Germany	697	1.156	1.408
F&SME Austria	1.329	1.994	2.339
F&SME Poland	2.069	2.828	3.170
F&SME Factories	3.555	3.726	3.853
CIB	13.147	17.229	20.459
Private Banking	2.182	2.440	2.701
Asset Management	2.484	2.746	3.005
CEE	8.159	10.746	17.505
Corporate C.	-15.850	-20.172	-22.642
Valore	20.899	26.812	37.681
Azioni	5.790	5.790	5.790
Valore per azione	3,61	4,63	6,51

Tabella 9.58; fonte: elaborazione dell'autore.

La stima dunque conduce a valori coerenti con quelli riscontrati con la valutazione unitaria effettuata con il metodo DDM. A differenza del precedente modello tuttavia, questa valutazione ha permesso di apprezzare le specificità dei singoli business e delle singole aree geografiche. I risultati del modello possono essere analizzati sotto molteplici chiavi di lettura, uno dei più interessanti è quello relativo alla redditività, attuale e futura.

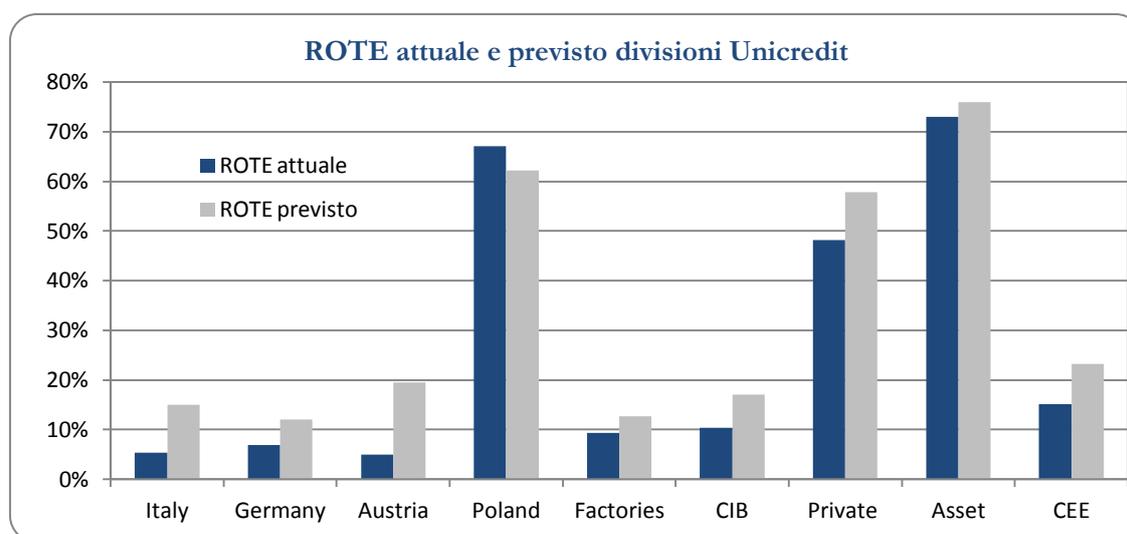


Grafico 9.59, fonte: elaborazione dell'autore su dati *Segment Reporting* Bilancio 2011 gruppo Unicredit.

Già ad una prima analisi spiccano i valori relativi al F&SME Poland, al Private Banking e l'Asset Management. Come si può osservare tuttavia per queste divisioni non è stato ipotizzato un sostanziale miglioramento della redditività, ma i valori attesi sono molto simili agli attuali. Il private Banking e l'Asset Management sono settori *less capital intensive*, a basso assorbimento di capitale, e ciò spiega la straordinaria redditività, mentre per quel che concerne Bank Pekao la spiegazione più probabile, ma non verificabile, è che il capitale assorbito sia funzione della quota, 59,2% che Unicredit detiene nell'azienda di credito polacca, mentre i risultati economici siano stati consolidati integralmente. L'utile di terzi della divisione polacca è stato inserito nel calcolo complessivo delle *Minority*, tuttavia a causa di carenze informative è risultato difficile attribuirlo con precisione alla divisione. In ogni caso la performance divisionale è straordinaria, anche sottraendo all'utile previsto la quota di minoranza (41,7%) la redditività è superiore al 35%. Detto dell'"anomalia" polacca e delle caratteristiche del Private Banking e dell'Asset Management che giustificano tali rendimenti è opportuno focalizzarsi sulle altre *Business Unit*. Come si può osservare nel grafico precedente, il modello presentato in questo capitolo prevede un deciso cambiamento di redditività, ottenuto principalmente attraverso obiettivi di efficienza, per le divisioni commerciali.

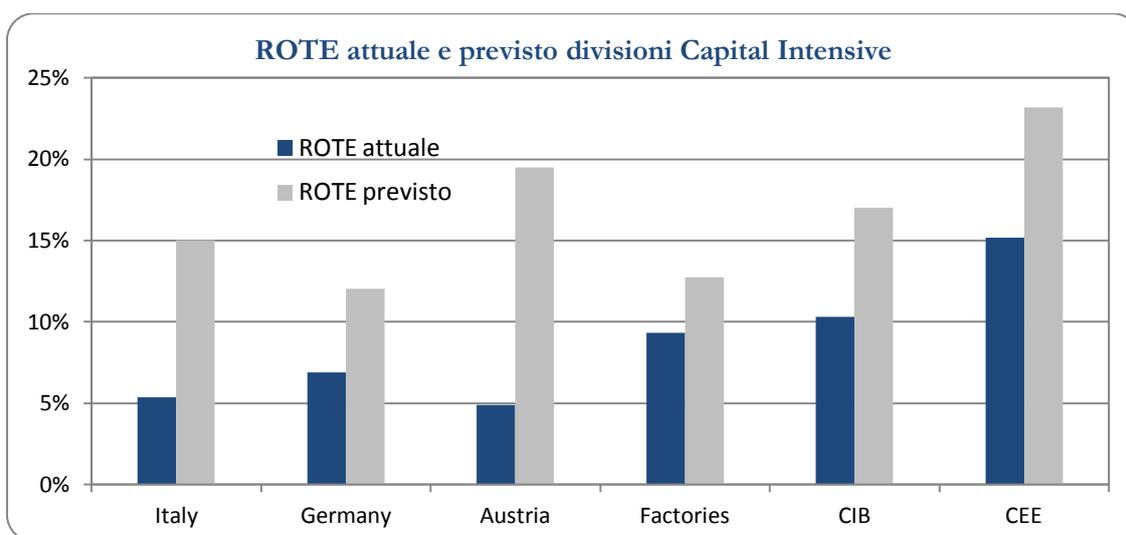


Grafico 9.60; fonte: elaborazione dell'autore su dati *Segment Reporting* Bilancio 2011 gruppo Unicredit.

Una delle ragioni principali di questo cambiamento è rappresentata dal fatto che i valori attuali non sono "storicamente" normali, ma sono frutto dello scenario economico e dell'elevata struttura di costi. Questi miglioramenti stimati nel modello non rappresentano dunque risultati eccezionali ma il semplice ritorno alla redditività strutturale del modello. Nel capitolo conclusivo sarà in ogni modo approfondito come la redditività corrente delle aziende di credito tradizionali offra un segnale della necessità di rinnovamento del modello di business.

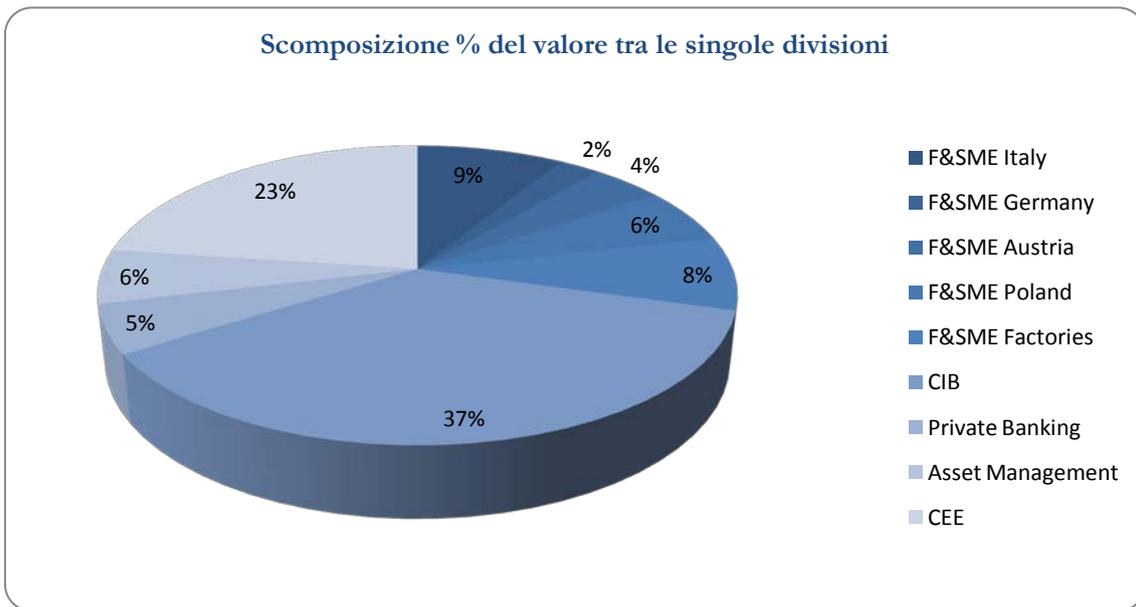


Grafico 9.61⁶⁸; fonte: elaborazione dell'autore.

Non considerando l'apporto del Group Corporate Center dunque, il 60% del valore nello scenario base è rappresentato dal CIB e dalla divisione CEE. Il Corporate & Investment Banking rappresenta già oggi la divisione con il peso più rilevante all'interno del gruppo, mentre il valore stimato della divisione Europa Centro-Orientale è frutto del forte processo di crescita atteso dal management.

Di seguito sono riportati in appendice gli schemi che illustrano la riconciliazione tra i valori del modello Entity e i valori del modello divisionale.

⁶⁸ I valori percentuali sono ottenuti escludendo dal perimetro il GCC. Questo per garantire maggiore significatività all'analisi. Il valore negativo del GCC avrebbe falsato i risultati dell'analisi, conducendo a risultati non significativi (i.e. CIB 64% del valore del gruppo, CEE 41%)

Revenues

	2012	2013	2014	2015
Italy	6.661	6.757	6.921	7.060
Germany	1.692	1.663	1.696	1.747
Austria	1.142	1.187	1.244	1.292
Poland	1.204	1.261	1.301	1.396
Factories	2.061	2.098	2.153	2.193
CIB	7.500	7.802	8.112	8.537
Private Banking	886	925	965	1.007
Asset Management	801	849	900	954
CEE	5.065	5.697	6.096	6.799
Corporate	-717	-1.501	-1.177	-1.070
Totale	26.295	26.737	28.211	29.915

Utile lordo

	2012	2013	2014	2015
Italy	407	783	1.111	1.257
Germany	111	102	145	207
Austria	70	171	232	296
Poland	397	427	439	516
Factories	484	569	639	716
CIB	2.291	2.752	3.253	3.833
Private Banking	281	320	340	372
Asset Management	308	338	346	381
CEE	1.456	2.034	2.302	2.967
Corporate	-1.670	-2.146	-2.091	-1.835
Totale	4.135	5.349	6.717	8.710

RWA

	2012	2013	2014	2015
Italy	64.866	65.190	66.168	67.492
Germany	16.742	16.993	17.333	17.853
Austria	13.134	13.396	13.664	13.938
Poland	9.331	10.287	10.801	11.342
Factories	55.322	55.876	56.993	55.695
CIB	213.892	208.941	205.970	202.009
Private Banking	4.952	5.199	5.459	5.732
Asset Management	1.975	2.093	2.219	2.352
CEE	102.673	109.860	117.550	125.779
Corporate	41.493	34.010	36.778	40.872
Totale	524.380	521.846	532.937	543.063

Tabelle 9.62, 9.63, 9.64; fonte: elaborazione dell'autore.

10. La valutazione relativa

Dopo aver stimato il valore intrinseco del gruppo Unicredit utilizzando due modelli “di flusso”, il passo successivo è rappresentato dalla valutazione relativa. Poiché i valori stimati nei precedenti capitoli implicano una sostanziale sottovalutazione da parte del mercato, ci si attende dalla valutazione relativa un risultato in controtendenza rispetto a quanto osservato fino ad ora. Il fatto che i multipli esprimano un valore derivante dalle quotazioni di borsa infatti, rappresenta al tempo stesso un pregio e un difetto: pregio poiché permette all’analista di evitare di prendere posizione con una propria *view*, difetto perché il risultato è inevitabilmente alterato dal *sentiment* di mercato, spesso contraddistinto da quella che Greenspan definiva “esuberanza irrazionale”.

Lo scopo di questo capitolo è dunque quello di studiare in che modo il mercato valuta questo settore, e di tentare di spiegare la sottovalutazione che emerge dalle precedenti stime, nella speranza di capire quanto di questa sottovalutazione sia dovuto al *sentiment* del mercato nei confronti del settore e quanto verso la specifica realtà Unicredit.

Nel corso di questo paragrafo verrà presentata dunque un’analisi basata sul multiplo Prezzo/Utili e sul multiplo Prezzo/Capitale Tangibile, con tale intendendosi dunque la componente di equity pura del patrimonio della banca. Il primo passo di questo lavoro è rappresentato dall’individuazione dei gruppi bancari comparabili, che sono stati scelti tra i leader nazionali europei, attivi in un novero di attività simili a quelle svolte da Unicredit, la maggior parte dei quali presenti anche in più paesi. Per effettuare una prima analisi si è preferito mantenere un ampio panel di valutazione, allo scopo di dotare l’analisi di significatività e di includere aziende di credito diverse in modo da riflettere nel calcolo del multiplo le loro peculiarità. Solo in un secondo momento si è proceduto ad un ulteriore scrematura allo scopo di effettuare nuovamente le analisi sui *comparables* diretti.

10.1. Il multiplo P/E

Poiché nel capitolo 6 sono già state illustrate le ragioni dell’utilizzo frequente di questo multiplo, le sue determinanti e i valori storici che esso ha assunto nel settore bancario, in questo paragrafo verrà semplicemente presentato il dataset di comparabili e verranno illustrate le scelte effettuate in tema di modalità di calcolo del multiplo.

Per quel che concerne le grandezze temporali prese a riferimento, si è deciso di basare l’analisi sul rapporto tra il prezzo e l’utile del 2012 e del 2013. Il prezzo di borsa è stato calcolato come valore medio dell’intervallo Ottobre 2011- Aprile 2012, allo scopo di utilizzare una media a 200 giorni che garantisca significatività ai calcoli. I risultati dell’analisi sono stati integrati con quelli presentati da due importanti banche di investimento nei loro report relativi al settore bancario europeo. L’utile sulla base del quale calcolare il multiplo è il *Consensus estimate* tratto dal database Reuters.

P/E <i>comparable</i> Europei	2012			2013		
	P/E DB	P/E NOM	P/E REVIEW	P/E DB	P/E NOM	P/E REVIEW
BNP	5,71	5,20	5,52	5,55	4,60	5,23
Credit Agricole	3,13	3,30	6,48	2,64	2,90	4,40
Societe generale	4,28	4,30	5,56	4,00	3,80	4,35
Commerzbank	3,82	-	5,39	3,25	4,40	3,59
Deutsche Bank	-	5,80	6,41	-	5,10	5,27
Postbank	-	7,80	11,42	-	6,90	10,05
Santander	6,59	6,50	10,39	5,92	6,20	7,37
BBVA	7,19	7,20	11,01	6,40	6,40	7,49
Intesa SanPaolo	9,23	7,60	8,78	6,32	6,50	6,74
UBI	12,92	9,70	12,59	8,16	7,70	10,03
Popolare	6,25	6,40	9,68	4,35	4,80	5,44
Mediobanca	-	8,40	8,78	-	6,50	6,90
Credit Suisse	6,92	7,30	6,66	6,12	6,00	5,89
UBS	8,28	7,00	9,28	7,30	5,60	6,63
Barclays	4,61	5,30	6,86	4,01	4,60	5,18
HSBC	5,43	7,10	5,59	4,44	7,00	4,90
Lloyds	-	-	11,58	-	8,00	5,97
Standard Chart.	6,90	10,10	6,92	6,28	9,20	6,18
RBS	6,47	12,20	11,77	4,16	8,00	6,73
ING	-	6,10	4,85	-	5,50	4,19
Danske bank	7,87	-	9,97	5,12	-	6,43
Swedbank	8,65	-	8,68	8,16	-	8,22
Nordea	7,60	7,70	7,39	6,79	7,20	6,57
Minimo	3,13	3,30	4,85	2,64	2,90	3,59
Massimo	12,92	12,20	12,59	8,16	9,20	10,05
Media	6,77	7,11	8,33	5,50	6,04	6,25
Mediana	6,75	7,10	8,68	5,74	6,20	6,18

Tabella 10.1, fonte: elaborazione dell'autore su dati Reuters, Deutsche bank e Nomura.

Piuttosto che analizzare i multipli relativi alle singole società è opportuno soffermarsi sui valori medi. Per quel che concerne il 2012 si può notare una differenza tra i valori derivanti dagli studi delle banche d'affari e quelli ricavati dallo studio condotto nell'ambito di questo elaborato. Queste differenze sono imputabili sostanzialmente a precisi fattori:

- Deutsche Bank e Nomura utilizzano nel calcolo del prezzo i valori di Borsa del 9 Dicembre, mentre il prezzo utilizzato nell'analisi è una media a 200 giorni. In particolare ai primi di dicembre i mercati avevano fatto segnare una serie di sedute negative consecutive, mentre il prezzo medio a duecento giorni risente del rimbalzo positivo registrato dalle borse europee nei primi due mesi del 2012;
- gli utili presentati da Deutsche Bank sono “*adjusted*” e non risulta chiara la modalità di calcolo, che però si sostanzia in alcuni casi in importanti differenze;
- entrambe le banche utilizzano la loro stima dell'utile nel calcolo del multiplo.

Come si può notare dalla tabella tuttavia, tali differenze tendono a ridursi nelle previsioni relative al 2013, motivo per il quale il multiplo relativo a questo orizzonte temporale sarà utilizzato nel calcolo del valore di Unicredit. Di seguito sono proposti i risultati della stessa analisi posta in essere sul gruppo ristretto di comparabili diretti.

P/E <i>comparable</i> diretti	2012			2013		
	P/E DB	P/E NOM	P/E REVIEW	P/E DB	P/E NOM	P/E REVIEW
BNP	5,71	5,20	5,52	5,55	4,6	5,23
Credit Agricole	3,13	3,30	6,48	2,64	2,9	4,40
Societe generale	4,28	4,30	5,56	4,00	3,8	4,35
Commerzbank	3,82	-	5,39	3,25	4,4	3,59
Santander	6,59	6,50	10,39	5,92	6,2	7,37
BBVA	7,19	7,20	11,01	6,40	6,4	7,49
Intesa SanPaolo	9,23	7,60	8,78	6,32	6,5	6,74
UBS	8,28	7,00	9,28	7,30	5,6	6,63
Barclays	4,61	5,30	6,86	4,01	4,6	5,18
HSBC	5,43	7,10	5,30	4,44	7	5,00
Lloyds	-	-	11,58	-	8	5,97
ING	-	6,10	4,85	-	5,5	4,19
Nordea	7,6	7,7	7,39	6,79	7,2	6,57
Minimo	3,13	3,30	4,85	2,64	2,90	3,59
Massimo	9,23	7,70	11,58	7,30	8,00	7,49
Media	5,99	6,12	7,57	5,15	5,59	5,59
Mediana	5,71	6,50	6,86	5,55	5,60	5,23

Tabella 10.2; fonte: elaborazione dell'autore su dati Reuters, Deutsche bank e Nomura.

Questi valori sono leggermente inferiori a quelli riportati nella tabella precedente. Presumibilmente escludendo realtà minori, caratterizzate da multipli maggiori, e società il cui modello di business è interamente rivolto ad una singola attività, si può affermare che il mercato “prezzi” a multipli inferiori rispetto alla media di settore gli utili dei grandi gruppi europei.

Se si considera che il *range* di valutazione considerato “normale” storicamente è di circa 10-12 volte gli utili, si comprende facilmente perché il settore abbia bruciato decine di miliardi di capitalizzazione nelle borse di tutto il mondo. I bassissimi livelli di redditività che gli istituti di credito fanno registrare oggi hanno sicuramente un ruolo principale in questa svalutazione, ma altrettanto certamente il settore “paga” il prezzo di un quinquennio terribile in cui *l'industry* bancaria è stata al centro di una crisi che da locale si è trasformata in globale. Ciò nondimeno osservando i multipli impliciti nella valutazione di Unicredit, riportati nella tabella 8.25, lo scenario non sembra assolutamente più roseo. Il P/E medio del gruppo per il 2013 è infatti pari a 8,9, valore maggiore rispetto a quelli qui riportati ma ancora ben lontano dai multipli di qualche anno fa. Da questi dati sembra dunque che il settore bancario sia ad un bivio, che il modello di business non riesca più a

offrire rendimenti in linea con la redditività che gli investitori richiedono. Allo stesso tempo però il semplice fatto di incentrare le valutazioni su un periodo, come quello del 2013, in cui per le banche sarà impossibile raggiungere livelli di redditività considerati normali negli anni passati, contribuirà ad abbassare ulteriormente il *range* di valutazione. Di seguito i valori desunti dalle precedenti tabelle vengono applicati all'utile stimato per Unicredit nei precedenti modelli.

2013					
P/E DB	P/E NOM	P/E REVIEW	Media	Valore	Valore per azione
5,50	6,04	6,25	5,93	18.140	3,13
5,74	6,20	6,18	6,04	18.470	3,19
2013 - Comparabili diretti					
P/E DB	P/E NOM	P/E REVIEW	Media	Valore	Valore per azione
5,15	5,59	5,59	5,44	€ 16.654	2,88
5,55	5,60	5,23	5,46	€ 16.701	2,88

Tabella 10.3; fonte: elaborazione dell'autore su dati Reuters, Deutsche bank e Nomura.

Come ipotizzato nell'introduzione a questo capitolo i risultati sono in linea con i corsi azionari fatti registrare da Unicredit nel bimestre Aprile-Maggio 2012, ed applicando i multipli relativi ai comparabili diretti, addirittura inferiori alla media del prezzo nel periodo post aumento di capitale.

10.2. Il P/TBV

Questo multiplo è molto utilizzato nella valutazione delle banche. Osservando il grafico riportato nel capitolo 6 si osserva come le banche europee quotassero prima della crisi a valori mediamente superiori l'unità. Va detto che nel corso dell'ultimo decennio, a causa delle nuove disposizioni regolamentari, il peso della componente tangibile dell'equity è aumentato considerevolmente, ma anche i valori fatti registrare dall'indice relativo al rapporto tra prezzo e valore contabile (non *tangible*) hanno subito un sostanziale stravolgimento. Il valore di questo multiplo dipende dal confronto tra redditività (attesa) e costo del capitale. Il fatto che il 90% delle banche europee presenti un multiplo P/TBV inferiore di molto all'unità è una dimostrazione del difficile momento che il settore sta vivendo. Anche per quel che riguarda questo multiplo l'analisi si è basata sullo stesso campione. In questo caso tuttavia i dati ricavati dai *paper* di Nomura e di Deutsche Bank sembrano garantire maggiore significatività rispetto a quelli derivanti dallo studio effettuato per questo elaborato, probabilmente a causa delle difficoltà riscontrate nel pervenire ad una definizione omogenea del *Tangible Book Value*. I dati frutto dell'analisi vengono dunque riportati, anche se nel calcolo del valore non vengono utilizzati. I multipli desunti dai sopracitati report hanno come orizzonte temporale il 2011 e il 2012.

Price/Book Value	2011			2012
	P/TBV REVIEW	P/TBV NOM	P/TBV DB	P/TBV DB
BNP	0,73	0,7	0,58	0,54
Credit Agricole	0,47	0,5	0,42	0,4
Società Generale	0,40	0,4	0,44	0,4
Commerzbank	0,50	0,4	0,34	0,31
Deutsche Bank	1,09	0,7	-	-
Postbank	-	1,1	-	-
Santander	1,74	1	1,09	1,06
BBVA	1,32	1	1,06	0,97
Intesa san Paolo	0,77	0,6	0,58	0,56
UBI	0,68	0,4	0,4	0,39
Popolare	-	0,2	0,25	0,24
Mediobanca	-	0,6	-	-
Credit Suisse	1,53	1,1	1,09	0,97
UBS	1,38	1	0,99	0,93
Barclays	0,64	0,5	0,47	0,44
HSBC	0,80	1,1	1,09	1,02
Lloyds	0,64	0,5	0,44	0,43
Standard Chart.	1,12	1,1	1,63	1,53
RBS	0,56	0,4	0,4	0,38
ING	0,59	0,5	-	-
Danske bank	-	0,7	1,22	0,6
Swedbank	-	1,2	1,22	1,14
Nordea	1,22	1,1	1,01	0,94
Minimo	0,40	0,2	0,25	0,24
Massimo	1,74	1,2	1,63	1,53
Media	0,90	0,73	0,77	0,70
Mediana	0,75	0,7	0,58	0,56

Tabella 10.4; fonte: elaborazione dell'autore su dati Reuters, Deutsche bank e Nomura.

Applicando questi valori medi al *Tangible Book value* medio di Unicredit, si ottengono i seguenti risultati:

2011				
P/TBV NOM	P/TBV DB	Media	Valore	Valore per azione
0,73	0,77	0,75	29.118	5,03
0,70	0,58	0,64	24.762	4,28
2012				
-	0,7	0,70	30.129	5,20
-	0,56	0,56	24.194	4,18
2012 multipli specifici per Unicredit				
P/TBV S.GEN	P/TBV CITI	Media	Valore	Valore per azione
0,3	0,5	0,4	17.282	2,98

Tabella 10.5; fonte: elaborazione dell'autore su dati Deutsche bank e Nomura.

In questo caso invece il prezzo derivante dall'applicazione del multiplo medio supera addirittura i valori stimati nei precedenti capitoli. E' opportuno ricercare dunque la causa di tale scostamento. La

ragione di tale differenza si può facilmente spiegare ricordando le determinanti del multiplo: la redditività e costo del capitale. Unicredit è, allo stato attuale, una delle banche con minore redditività tra le big europee. Poiché la redditività è una delle determinanti del multiplo, e Unicredit presenta una redditività decisamente inferiore alla media, applicare un multiplo medio comporta una valutazione naturalmente superiore al prezzo di mercato. Le principali banche dati del settore infatti, come si può osservare nella tabella 10.6, stimano per Unicredit un valore del multiplo compreso tra 0.3 e 0.5, in linea con il suo prezzo di mercato. L'utilizzo di questo multiplo, basato su una grandezza relativa all'esercizio in corso, dimostra come la valutazione relativa possa, in taluni casi, essere "miope". Basandosi sulla redditività di breve termine è evidente che questo metodo non possa cogliere l'*intrinsic value* in momenti di depressione della profittabilità. Allo stesso tempo però i valori di questi multipli lanciano un avvertimento importante ai player del settore che, specie per quel che riguarda l'attività di banca commerciale, saranno probabilmente costretti a rivedere il proprio modello di business, orientandosi verso un modello di banca più "leggera". Nel capitolo conclusivo la lettura dei risultati ottenuti dalla valutazione, unitamente ad un'analisi dei dati storici, sarà lo spunto per trarre alcune conclusioni relative alla crisi del settore bancario, filtrata attraverso la chiave di lettura dei metodi di valutazione.

11. Conclusioni

Gli incredibili mutamenti intervenuti nella capitalizzazione di mercato dei gruppi bancari nell'ultimo quinquennio hanno rappresentato lo spunto per affrontare il tema della valutazione delle aziende di credito. A causa del particolare modello di business e dell'unicità della loro posizione all'interno del sistema finanziario, per la loro valutazione non possono essere applicati i tradizionali metodi di valutazione. Dal punto di vista pratico la loro unicità si riflette in quattro caratteristiche che non permettono di utilizzare i modelli applicati alle imprese non finanziarie:

- operano in un settore regolamentato, nel quale sono imposti requisiti di adeguatezza patrimoniale a fronte dei rischi assunti. Il set di regole di Basilea fissa il quadro all'interno del quale può muoversi l'attività bancaria, per cui l'analista non può non tenerne conto, dovendo le sue *assumptions*, in particolare quelle relative alla crescita, essere coerenti con i limiti che il *framework* normativo impone alla banca oggetto di valutazione;
- per prime sono state obbligate a redigere i bilanci in conformità con i principi IAS/IFRS, per cui, anche dopo l'estensione di tali principi a tutte le società quotate, schemi e regole del bilancio delle banche e delle compagnie di assicurazioni restano differenti da quelli che si applicano alle imprese non finanziarie;
- per le banche il debito è “materia prima”⁶⁹ più che fonte di capitale. Questa particolare connotazione del debito rende strutturale un rapporto di *leverage* elevato e non comparabile con quello medio dei settori industriali. La difficoltà di definire chiaramente i “confini” del debito e di conseguenza di individuare un rapporto determinato di leva finanziaria rende i modelli di valutazione *asset side* per lo più inapplicabili alla valutazione degli intermediari finanziari;
- la peculiarità del business e la struttura di bilancio che ne deriva rende molto difficile l'individuazione di alcune componenti del *cash flow*, in particolare il c.d. *Working Capital* e le spese per investimenti, per cui risulta inutilizzabile anche il tradizionale *Free cash flow to equity*, e gli analisti debbono ripiegare sui dividendi o su una versione del flusso di cassa *bank specific*.

A causa dell'inapplicabilità dei modelli *Asset side* e della difficoltà di stimare alcune componenti del *Cash Flow* il metodo più utilizzato è quindi il *Dividend Discount Model*. Una scelta in apparenza residuale che, tuttavia, ha consentito di creare una metrica ad hoc per la valutazione delle aziende di credito molto utilizzata dagli analisti finanziari. Infatti le banche, per espandere la loro attività, debbono più che investire in capitale fisico, come impianti e macchinari, detenere nuovo capitale a

⁶⁹ Damodaran, A.; op. ult. cit.

fronte dei loro asset, per cui un flusso di cassa calcolato come massimo dividendo distribuibile dopo aver ottemperato agli obblighi patrimoniali misura ottimamente la cassa generata a disposizione degli azionisti. Questo modello è stato descritto nel capitolo 5 ed utilizzato per la stima del valore intrinseco del gruppo Unicredit.. In alternativa al modello DDM è stato poi illustrato un metodo fondato sul calcolo dell'*Excess Return*, ovvero l'extra-rendimento che la banca è in grado di generare al netto del rendimento richiesto dagli azionisti, misurato dal prodotto tra capitale investito e costo del capitale. Questo modello, la cui base teorica coincide con quella dell'EVA, ha il pregio di offrire una misura immediata dei reali ritorni economici del *business*. Successivamente si è ragionato sulla possibilità che, poiché i grandi gruppi bancari sono attivi al giorno d'oggi in molti business, o mercati, diversi tra loro, tutti i metodi adatti alla valutazione delle aziende di credito possano essere utilizzati per la stima del valore di ciascuna *Business Unit*, per poi misurare il valore del gruppo semplicemente come somma dei valori delle divisioni che lo compongono, con particolare attenzione alla modalità di allocazione del capitale e alla stima del valore della capogruppo.

L'elaborato ha inoltre affrontato il tema del costo del capitale e del calcolo delle sue determinanti nel modello CAPM, in primo luogo verificando le possibili opzioni utili all'individuazione delle componenti del costo del capitale, poi analizzando l'evoluzione storica del premio al rischio e del coefficiente beta, il cui andamento consente di meglio valutare la percezione del rischio da parte del mercato e la sensibilità del business al ciclo economico.

Infine è stato trattato il tema della valutazione relativa, o analisi dei multipli, un metodo fondato sul principio per cui il valore di una società può essere determinato sulla base delle informazioni implicite nel valore di mercato di una o più società ritenute comparabili. La stima effettuata tramite i multipli, tuttavia, ha il pregio e il difetto di essere inevitabilmente influenzata dal *sentiment* di mercato, motivo per il quale si tende a utilizzare questo metodo più per il controllo dei risultati che come base dell'analisi. Il comportamento del P/E medio del settore rappresenta una perfetta fotografia delle difficoltà in borsa delle aziende di credito, le quali a cavallo del nuovo millennio "valevano" circa 18-20 volte gli utili, mentre la crisi dei mutui *Subprime* prima e dei debiti pubblici poi ne hanno compresso il valore ai minimi di 5-7 volte gli utili. Il P/TBV, metrica prevalente in periodi di flessione del ciclo economico, conferma questo trend, essendo arrivato il multiplo medio di settore a quotare 3 volte il valore di libro, quando oggi le banche vengono valutate circa 0,7 volte la componente tangibile del patrimonio. Tutte le metodologie di valutazione utilizzabili si basano, in ogni caso, su un comune set di driver, e sono tutte variamente riconducibili all'attualizzazione di una rendita perpetua. Pertanto gli input utilizzati nel modello costituiscono senza dubbio un elemento più importante rispetto alla specifica metodologia utilizzata. Di qui la fondamentale rilevanza del capitolo 2 che, sulla scorta di alcuni approfondimenti teorici e di colloqui con analisti che si occupano del settore bancario, ha consentito di individuare le *best practice* nella stima delle principali voci di Conto economico e di Stato Patrimoniale.

Nella seconda parte dell'elaborato i metodi di valutazione, le evidenze storiche, le assunzioni utili a prevedere i risultati futuri hanno costituito la base per effettuare la valutazione di un grande gruppo bancario, Unicredit. Un gruppo quanto mai complesso da valutare, sia perché opera in 22 paesi, caratterizzati da tassi di crescita e costi del capitale completamente diversi, sia a causa del particolare momento che il gruppo sta attraversando, che lo vede impegnato in un difficile processo di rilancio alla ricerca dell'efficienza e della redditività.

Il gruppo Unicredit è stato valutato dapprima con un modello DDM, al fine di stimare il valore che potrà essere generato per gli azionisti al netto del robusto piano patrimonializzazione imposto dal management, e successivamente con il metodo "Somma delle parti", per apprezzare al meglio l'eterogeneità delle diverse divisioni che compongono il gruppo in termini di crescita, redditività e costo del capitale. In entrambi i casi gli input sono stati ricavati dal piano strategico, la cui fattibilità è stata testata alla luce dello scenario economico. In ultima istanza si è proceduto ad una valutazione del gruppo tramite multiplo degli utili e del valore di libro. I risultati della valutazione, di seguito riportati, evidenziano un divario tra valutazione fondamentale e valutazione di mercato.

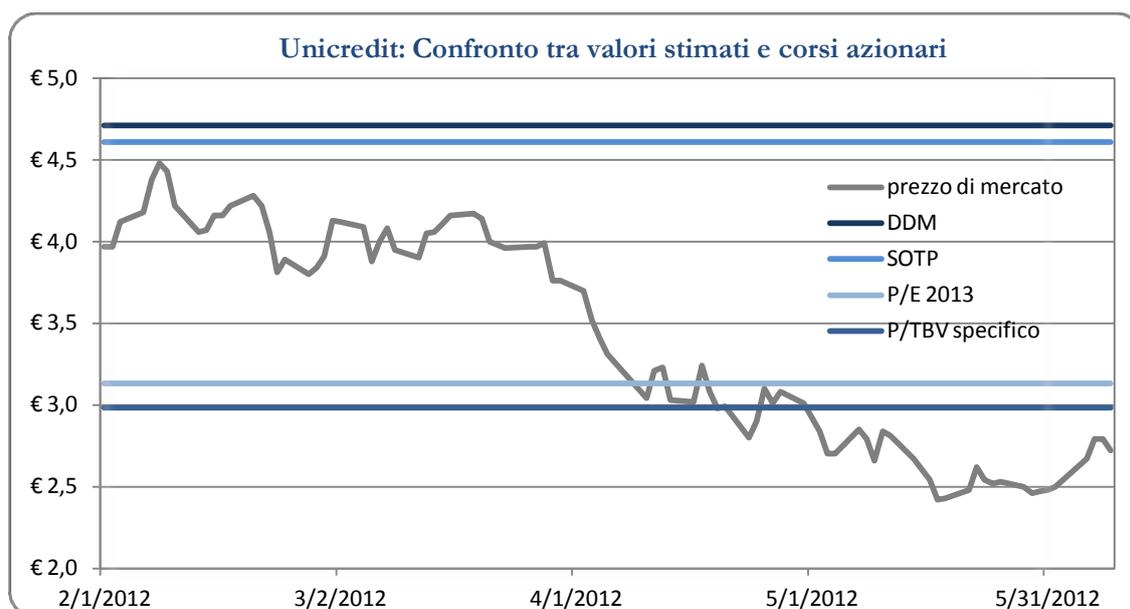


Grafico 11.1; fonte: elaborazione dell'autore.

Parte di questa sottovalutazione può essere spiegata dalla differenza tra i valori di Unicredit e quelli medi di mercato: Unicredit infatti, come dimostra la tabella 10.5, soffre di una redditività, attuale ed attesa nel breve termine, inferiore alla media dei player europei.

Il che spiega solo in parte una tanto brusca riduzione della sua capitalizzazione di mercato, alla quale hanno concorso altre cause, attinenti l'intero settore, assai interessanti da approfondire. Premesso che le essenziali chiavi di lettura del settore bancario insistono sulle determinanti della valutazione bancaria, cioè la redditività e il costo del capitale, sembra che la netta riduzione della

redditività di settore sia imputabile a tre macro-cause:

- processo di *deleveraging*;
- necessità di rinnovamento del modello di business *retail*;
- Situazione contingente di crisi: peggioramento dell'*asset quality* e aumento del costo del *funding*.

La successiva tabella dimostra come gli elevatissimi livelli di redditività registrati dalla fine degli anni Novanta, siano stati realizzati soprattutto con la crescita del rapporto di indebitamento, che l'introduzione dei requisiti patrimoniali non è riuscita a frenare, nonché con gli alti rendimenti che le banche hanno ricavato dalla diffusione di strumenti finanziari ad alto rischio.

Redditività operativa e leva finanziaria 1996-2007

	1996	2007	$\Delta\%$
ROA	0,6%	0,6%	+3%
Leverage	21,3	36,6	+72%
ROE	12,8%	21,2%	+66%

Tabella 11.2; fonte: Citi Investment research.

Si è già ricordato che la redditività operativa della tradizionale attività bancaria è molto bassa, e che l'utilizzo strutturale della leva costituisce la ragion d'essere del business. Oggi il suo utilizzo smodato è stato frenato, e anzi si è messo in moto un processo di *deleveraging* molto doloroso per l'economia occidentale, la cui crescita era stata artificialmente sostenuta dal debito. Negli anni in cui il *leverage* saliva senza sosta il mercato aveva "seguito" questa crescita, tanto che il P/E medio delle banche era salito fino a 18-20 volte gli utili. E' possibile che la stessa "esuberanza irrazionale"⁷⁰, per riprendere una definizione di Alan Greenspan, che aveva alimentato la crescita in borsa delle imprese finanziarie a partire dalla fine degli anni novanta, al momento ed in attesa di un riassetto su valori normali, spinga oggi verso il basso i valori del settore, attorno ai minimi storici di 5-7 volte gli utili. Tuttavia la spirale di vendite che ha colpito il settore, affossato dalla scarsa redditività, rappresenta un segnale forte e chiaro per le banche occidentali: il "modo tradizionale di fare banca", fondato sulla filiale come elemento organizzativo di base, non è più in grado di offrire rendimenti in linea con il costo del capitale. Considerando poi che negli anni a venire la remunerazione del costo del capitale sarà ulteriormente "minacciata" dall'introduzione di Basilea 3, che imponendo coefficienti di capitale molto più elevati del passato avrà un effetto

⁷⁰ Il *Chairman* della FED faceva riferimento, in un celebre discorso del 1996, a quel sentimento che spinge gli operatori ad allontanarsi irrazionalmente dai valori fondamentali degli asset per evitare di "rimanere fuori dalla festa". Secondo Greenspan questo sentimento, tipico dell'essere umano, poteva creare sul mercato i *liquidity black holes*. Il giorno dopo questo suo discorso i mercati crollarono, rendendo queste sue parole indimenticabili nei ricordi degli operatori.

depressivo sulla redditività, la struttura di costi tipica del modello bancario tradizionale risulta troppo elevata. In queste condizioni le banche, per ottenere sufficienti livelli di redditività, dovranno orientarsi verso un modello di riferimento più “snello”, meno *capital intensive*, che asseconi l’innovazione tecnologica invece di ignorarla. Una ricerca McKinsey dimostra, ad esempio, che il modello organizzativo italiano, incentrato sulle filiali, è troppo costoso. In Italia infatti la densità di sportelli è tra le più alte d’Europa, in un periodo in cui “il cliente medio sta travasando nel canale remoto (internet e telefono) parte dell’operatività tradizionale”. La difficoltà di porre in essere un processo di ristrutturazione industriale in un momento così complesso sta rallentando le banche italiane che, come dimostra il grafico 11.3, sono circa dieci anni indietro rispetto alle realtà scandinave.

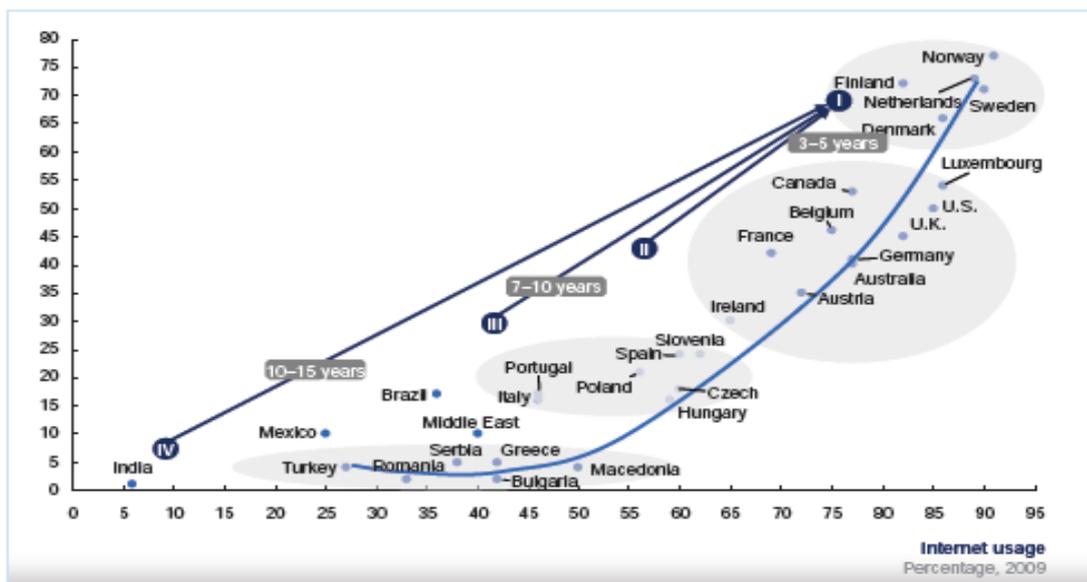


Grafico 11.3⁷¹; fonte: McKinsey Global Banking Practice su dati Eurostat.

I dati tratti dai report di Nomura e Deutsche Bank sembrano confermare queste evidenze. Da un confronto tra i multipli delle banche italiane e le banche dei paesi scandinavi, infatti, emerge una sostanziale differenza in termini di redditività, che si riflette nei multipli di quotazione. Sicuramente parte di questa differenza dipende dalle relativamente minori conseguenze della crisi sulle banche nordiche, il che tuttavia, non autorizza ad ignorare i risultati di questa ricerca.

Un articolo recentemente apparso su “The Economist”⁷² si spinge addirittura oltre, immaginando un futuro non troppo lontano in cui tutti i pagamenti verranno effettuati con il *mobile banking* e compagnie come Google e Paypal metteranno a disposizione dei clienti un portafoglio virtuale in

⁷¹ In ascissa la percentuale di utilizzo di Internet da parte della popolazione, in ordinata la percentuale di utilizzo dell’online banking.

⁷² *Counter revolution, Fusty old retail banking faces its biggest shake-up in 200 years*, 19 Maggio 2012, The Economist.

grado di scegliere il metodo di pagamento più conveniente per ogni transazione.

	P/TBV		ROTE		P/E	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Italy	0,45	0,43	5,1%	7,7%	7,2	5,7
Nordics	0,9	0,84	11,4%	11,9%	8,1	7,2

Tabella 11.4; fonte: Deutsche bank e Nomura, *European Banks*, 2011-2012.

Al di là delle sfide che indubbiamente il settore tarda ad intraprendere, che si aggiungono al peggioramento dell'asset quality, causando la riduzione della redditività, è opportuno rilevare ulteriori elementi che contribuiscono a deprimere la valutazione del settore.

Nei periodi a metà del ciclo economico, la dinamica degli utili rappresenta il principale driver della valutazione di una banca. In situazione di crisi invece questa correlazione è meno significativa. In particolare l'elevato livello dei debiti pubblici ha portato all'attenzione dei mercati la debolezza dell'Europa, la cui unione monetaria, in assenza di una politica fiscale coesa, rischia di andare in frantumi. Da qui la cosiddetta *flight to quality*, in ragione della quale i rendimenti dei titoli di stato tedeschi sono ormai prossimi allo zero, mentre le azioni sono sempre più considerate come uno strumento eccessivamente rischioso, di cui sbarazzarsi, e le prime azioni ad essere state interessate da un'ondata di vendita sono state di conseguenza quelle delle banche.

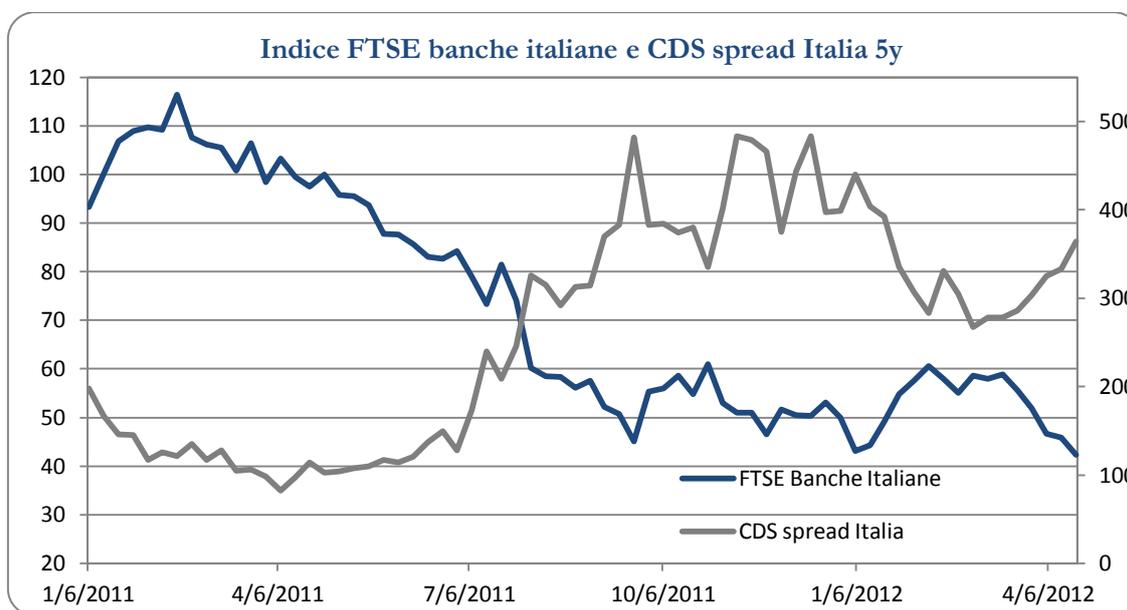


Grafico 11.5⁷³; fonte: elaborazione dell'autore su dati Datastream.

Il grafico 11.5 dimostra come la performance azionaria delle aziende di credito, abbandonata ogni correlazione con la dinamica degli utili, perso ogni riferimento ai fondamentali, dipenda ormai

⁷³ Asse ordinate sinistro: punti indice del FTSE Banche Italiane, asse ordinate destro: basis point del CDS spread 5yr sui titoli di stato italiani tratto da Datastream. Intervallo temporale 6/01/2011-14/06/2012.

soprattutto dalla percezione del rischio di default degli stati europei.

Questa analisi è confermata anche dal punto di vista statistico, come dimostra il grafico 11.6 in cui si è proceduto ad un'analisi di regressione dei rendimenti dell'indice "FTSE banche italiane" rispetto alle variazioni del CDS *spread* sui titoli di stato con *maturity* di cinque anni. A giudizio di chi scrive tre sono le ragioni di questa correlazione:

- aumento del costo del *funding* e contestuale diminuzione della redditività;
- svalutazione dei titoli nel portafoglio delle banche;
- problemi di liquidità.

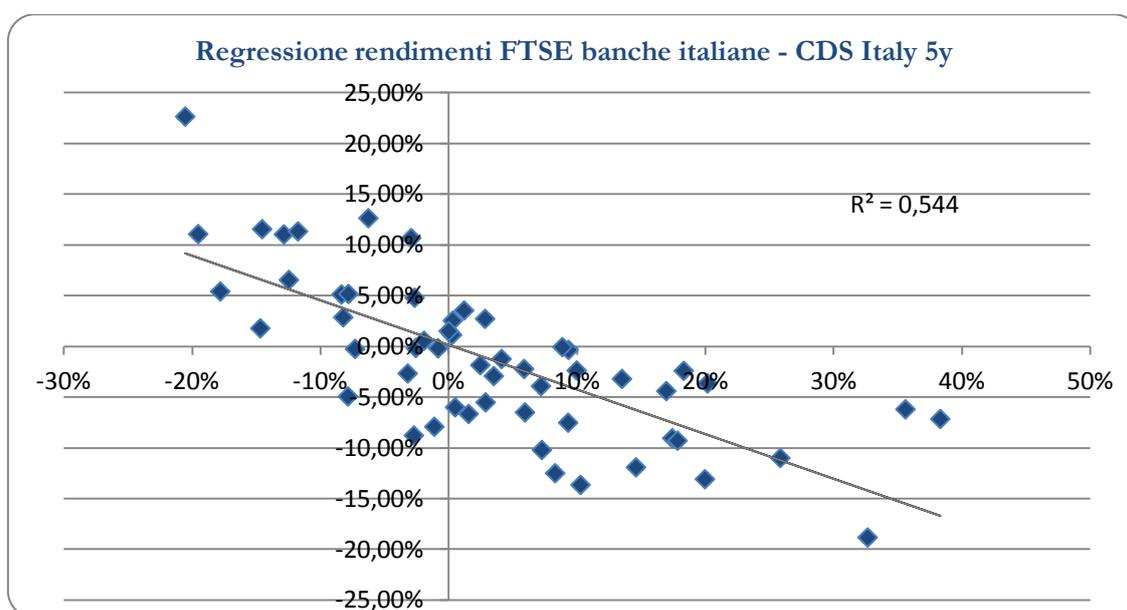


Grafico 11.6⁷⁴; fonte: elaborazione dell'autore su dati Datastream.

Quanto al primo punto, ovviamente le banche che operano nei paesi maggiormente colpiti dalla crisi soffrono di uno svantaggio comparato rispetto ai competitor, essendo costrette ad offrire tassi più elevati per raccogliere risorse e, di conseguenza, ad imporre tassi più elevati nell'erogazione del credito. L'irrigidimento delle condizioni di concessione del credito riduce il numero di clienti che possono "permettersi" di sostenere questi interessi, comprimendo simmetricamente il volume d'affari. In Italia, ad esempio, nel 2011 i mutui sono diminuiti del 31,3%⁷⁵ nel quarto trimestre, del 14,3% su base annua. Questa situazione costringe inoltre le banche che operano in paesi a basso rating a difendere la propria base clienti dall'"assalto" delle banche che operano nei paesi con rating più alto, che possono offrire condizioni migliori alla clientela.

La correlazione tra le variazioni dello spread e le performance borsistiche delle banche è verosimilmente dovuta anche alla enorme quantità di titoli di stato dei paesi "a rischio" contenuti

⁷⁴ Regressione lineare dei rendimenti dei due indici riportati nel grafico 11.6, significatività di Fisher 1,33E-10.

⁷⁵ Fonte: Istat.

nei bilanci delle banche. Il report di Citigroup Global Markets relativo alle banche europee tenta di stimare la sensibilità del titolo Unicredit ad un improbabile *haircut* dei titoli di stato italiani.

Figure 8. Unicredit – Sensitivity to Italian Sovereign Haircut

Haircut	5%	10%	15%	20%	25%	30%
Impact	-0.27	-0.54	-0.80	-1.07	-1.34	-1.61

Source: Citi Investment Research and Analysis

Tabella 11.776; fonte: Citi Investment research.

A prescindere dal caso specifico di Unicredit, la cui anima italo-tedesca limita al 56% del suo portafoglio “sovrano” l’investimento nel debito italiano, le banche possiedono sempre grandi quantità di titoli di stato del paese in cui operano. Nel seguente grafico la quantità di titoli di stato italiani nel portafoglio delle banche nazionali sono rapportati al loro Core Tier 1.

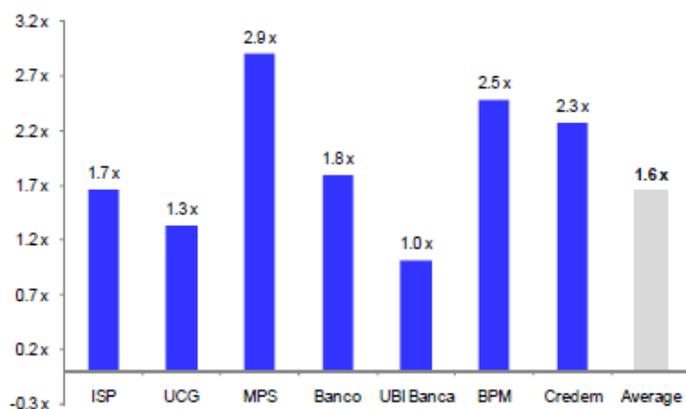


Grafico 11.8; fonte: Deutsche bank su dati EBA, Settembre 2011.

La quantità di titoli di stato posseduti dalle banche nazionali non è, però, la sola preoccupazione. Infatti se l’esposizione *cross border* delle banche europee verso il debito pubblico dei paesi più a rischio, come Grecia, Irlanda e Portogallo è relativamente bassa, quella verso il debito di Italia e Spagna è piuttosto elevata, come dimostrano i dati relativi al 2011, secondo i quali le banche tedesche avevano in portafoglio 70 miliardi di Euro tra titoli italiani e spagnoli e le banche francesi erano esposte per 106 miliardi verso il solo debito pubblico italiano⁷⁷. A questi numeri impressionanti vanno aggiunti i dati relativi agli strumenti derivati connessi ai titoli sovrani, principalmente CDS, che di fatto raddoppiano l’esposizione. L’elevata quantità di titoli di stato in possesso delle banche europee rende l’intero settore vulnerabile a possibili default dell’Eurozona e

⁷⁶ Report rilasciato in data 12 gennaio, quindi prima dell’aumento di capitale, sulla base di un Target price post aumento di 4 euro per azione.

⁷⁷ Blundell-Wignall, A.; *Solving the Financial and Sovereign Debt crisis in Europe*, OECD Journal: Financial and market trends, volume 2011, issue 2

al contagio che sono in grado di scatenare. La situazione attuale sembra progressivamente avvicinarsi al panico di fine 2011, quando i titoli di stato incorporavano perdite potenziali per almeno il 10%-20% del loro valore. In realtà il corso dei titoli sconta il timore del mercato sulla tenuta dei due paesi, e le banche sono le prime a pagarne il prezzo.

A queste due cause dell'elevata correlazione se ne aggiunge una terza, forse meno intuitiva ma altrettanto rilevante, che riguarda i problemi di liquidità.

Oggi quasi tutte le grandi banche sono presenti sui mercati finanziari, nei quali la maggior parte degli scambi è regolata con la negoziazione di depositi di garanzia, o con la presenza di un *collateral*. Questo meccanismo, che ha favorito l'esplosione della leva e l'incremento della massa di prodotti derivati, che oggi rappresentano 12 volte il PIL mondiale, viene utilizzato non solo nella negoziazione di strumenti quali i CDS ed in generale in tutte le transazioni OTC, ma anche negli scambi sul mercato interbancario, come ad esempio per i contratti REPO (*Repurchase Agreements*). Molte di queste transazioni, così come la maggior parte delle operazioni con la BCE, prevedono dunque l'utilizzo di un collaterale a garanzia dell'operazione, e i titoli di stato, cui viene applicato un *haircut*⁷⁸, sono molto utilizzati per questo scopo. Quando le preoccupazioni sulla tenuta dell'Euro si traducono in una diminuzione del valore dei titoli dei paesi a rischio, le banche che li utilizzano come *collateral* sono costrette ad integrare la propria posizione, e quando si comincia a dubitare della loro capacità di soddisfare le richieste delle controparti, si creano situazioni di tensione che possono innescare una crisi di liquidità. Un problema aggravato dal fatto che l'aumento di rischiosità dei titoli utilizzati induce le controparti ad applicare un *haircut* maggiore sui titoli dati in garanzia, riducendo la quantità di risorse che le controparti possono ottenere. Anche Hull⁷⁹ cita il meccanismo dei depositi di garanzia tra le possibili cause delle crisi di liquidità, ricordando il preoccupante precedente del fondo LTCM⁸⁰. Le preoccupazioni relative a questo fenomeno hanno indotto la BCE ad "ampliare" i criteri di eleggibilità dei *collateral* utilizzabili nelle transazioni con l'Eurosistema, per permettere alle banche a rischio di soddisfare le proprie esigenze. La fiducia rappresenta idealmente l'interruttore degli scambi interbancari, per cui, quando viene meno, il canale si congela e la presenza di questi meccanismi di negoziazione prociclici accentua la tensione, peggiorando ulteriormente la situazione. Quando la liquidità sparisce fare credito diventa non economico, il blocco dei finanziamenti trasforma una crisi finanziaria in una crisi reale, chiudendo

⁷⁸ Una decurtazione, in sostanza il prestito della banca centrale è inferiore al 100% del valore delle garanzie. La percentuale di decurtazione dipende dalla rischiosità del titolo.

⁷⁹ Hull, J.C., *Risk management e istituzioni finanziarie*, 2da edizione, 2011

⁸⁰ *Long term capital management*, uno dei più famosi hedge fund della storia, nel cui board figuravano due premi Nobel come Scholes e Merton, operava con forte *leverage* nell'arbitraggio di titoli obbligazionari. Il default russo del 1998, dando il via ad una *flight to quality*, spinse il mercato in direzione opposta a quella prevista nella strategia del fondo, costringendolo ad integrare i margini. Non essendo in grado di farlo a causa dell'elevato *leverage* dovette chiudere le sue posizioni con una perdita di quasi due miliardi che costrinse poco dopo la FED, data l'entità dei rapporti finanziari detenuti dal fondo con le principali case d'affari di Wall Street, ad organizzare un maxi-salvataggio da tre miliardi di dollari.

un pericoloso “circolo vizioso”.

L'elevato rischio di liquidità, come si può notare nel grafico 11.9, contribuisce ad aumentare il costo del capitale, deprimendo la valutazione delle banche.

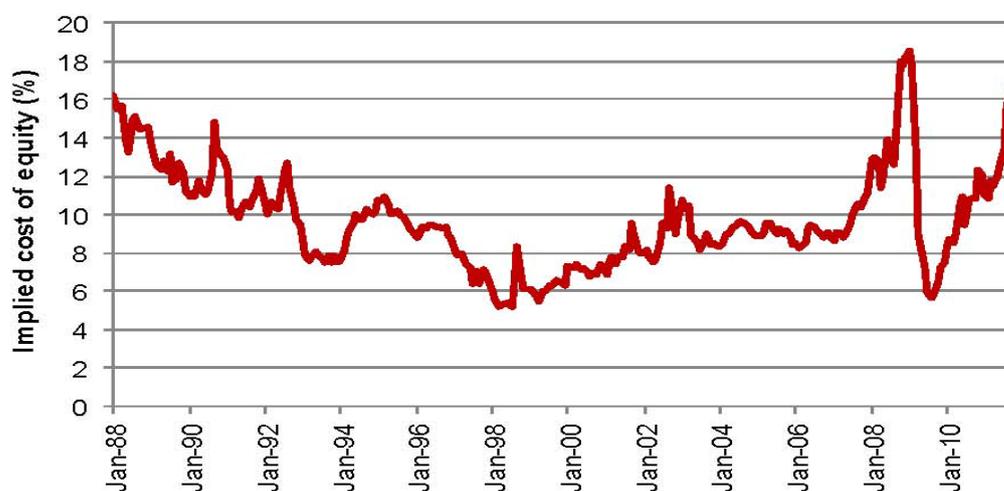


Tabella 11.9; fonte: Nomura Equity Research, *European Banks Outlook for 2012*, Dicembre 2011.

Prima della crisi dei mutui *Subprime*, il mercato “chiedeva” in media un costo del capitale del 10% e formulava previsioni di crescita intorno al 4%. A fine 2010, si rilevava una fascia di variazione molto ampia, tra il 12% e il 20%, con stime di crescita ferme allo 0-1%. Quando poi i valori sembravano essersi riassetati tra l'11% e il 12%, la crisi dei debiti pubblici europei ha reso nuovamente instabile il settore, facendo impennare il costo del capitale, trascinando verso il basso le quotazioni delle aziende di credito, chiudendo il corto circuito di un'incredibile spirale prociclica.

Sin qui sono state brevemente illustrate le principali cause della netta riduzione della redditività e dell'aumento del costo del capitale, che si sono tradotti in una brusca riduzione della capitalizzazione di mercato. A questa riduzione, tuttavia, ha contribuito anche lo *short-termismo* di analisti e mercati. Gli utili bancari, infatti, sono prociclici, sia a causa della natura prociclica dell'attività bancaria, sia per la presenza nel Conto Economico delle aziende di credito della voce “Rettifiche su crediti”. Una già citata ricerca⁸¹ dimostra infatti come le banche tendano a sovrastimare le perdite su crediti nei periodi di flessione del ciclo economico e a sottostimarle nelle fasi positive, accentuando così la ciclicità dei risultati. In tempi di crisi dunque, una valutazione di settore eccessivamente incentrata sul breve termine comporta la sottovalutazione del valore intrinseco del business. I report delle principali banche di investimento concentrano le loro valutazioni sull'arco temporale 2012-2013, periodo di prevedibilmente scarsa o nulla ripresa dell'attività economica. Concentrare le valutazioni su questo periodo, invece che utilizzare un arco temporale più ampio come suggerito dalla dottrina, significa, considerando l'utilizzo di algoritmi di

⁸¹ Borio, C. e Lowe, P.; *op. ult. cit.*

calcolo che in varia maniera sono riconducibili all'attualizzazione di una rendita perpetua, ipotizzare che le condizioni di redditività del settore nell'anno 2013 possano essere considerate una buona *proxy* della condizione di stabilità, quando invece i principali studi macroeconomici non prevedono un notevole miglioramento dello scenario economico, e quindi dell'*asset quality*, entro il 2013, e ciò è estremamente rilevante per un business la cui redditività è fortemente legata alle perdite su crediti. Il contributo dello *short-termismo* alla caduta in borsa delle aziende di credito sembra confermato dalla tabella successiva, che misura la differenza tra il valore stimato del gruppo Unicredit con il modello DDM nell'arco temporale 2012-2016 e la medesima stima nel solo biennio 2012-2013. La causa principale di questa differenza, in presenza di un set di assunzioni conservative, è rappresentata dal differente scenario macro-economico sulla base del quale è stato calcolato il *Terminal Value*.

Orizzonte 2012-2016		Orizzonte 2012-2013	
TV	39.278	TV	19.967
NPV piano	3.492	NPV piano	724
NPV TV	23.763	NPV TV	17.610
Totale	27.255	Totale	18.333
Azioni	5.790	Azioni	5.790
Prezzo	4,71	Prezzo	3,17
CoE	13,39%	CoE	13,39%

Tabella 11.4⁸²; fonte: elaborazione dell'autore.

La ragione principale di questo *short-termismo* è rappresentata dalla difficoltà di “vedere” più in là dell'orizzonte biennale, a causa di uno scenario futuro decisamente incerto per i motivi sin qui evidenziati. Il combinato disposto di tutti questi fattori ha messo in moto un pericoloso circolo vizioso, che si riflette nella valutazione media del settore. Questa spirale si arresterà solo se i leader europei prenderanno provvedimenti, dotando l'Europa di una politica fiscale, e non solo monetaria, comune.

L'innovazione tecnologica offrirà ad altri player, provenienti da settori diversi, la chance di diventare leader di mercato. Per competere con loro, le banche dovranno riuscire a ripensare il loro modello di business nei prossimi cinque anni, vincendo la rigidità organizzativa che rende le grandi aziende refrattarie al cambiamento. Altrimenti, non raggiungendo livelli di redditività in linea con il costo del capitale, non riusciranno ad attrarre i capitali necessari a supportare con l'erogazione di credito lo sviluppo dell'economia reale, bloccando tale sviluppo per mancanza di fondi. Il recupero della redditività degli intermediari è necessario dunque non solo per la ripresa del settore ma anche per la crescita di lungo termine dell'economia.

⁸² Dati in milioni di Euro. Per una maggiore comprensione della tabella si rimanda al capitolo 8 in cui vengono spiegate nel dettaglio tutte le ipotesi relative a questo calcolo.

Il settore bancario è dunque ad un bivio, e l'incertezza attuale si riflette nel comportamento degli analisti, che tendono ad abbreviare l'orizzonte di valutazione, prediligendo inoltre una stima troppo spesso basata sui multipli. Utilizzare questo metodo e questo orizzonte temporale in fase di crisi avvalora il *sentiment* di mercato deprimendo ulteriormente la valutazione, che già soffre per le ragioni sin qui enunciate.

Bibliografia

- AA.VV.; *La valutazione delle banche*, ICEB, 1985.
- BARKER, R.; *Survey and market-based evidence of industry dependence in analyst preference between the dividend yield and P/E valuation models*; Journal of Business Finance & Accounting, Volume 26, Issue 3, 1999.
- BECCALLI, E., CASU, B., GIRARDONE, C., *Efficiency and stock performance in european banking*, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 33, Issue 1, 2006.
- BELTRATTI, A., STULZ, R.M.; *The credit crisis around the globe: why did some banks perform better?*, Journal of Financial Economics, 2012.
- BERK, J., DEMARZO, P.; *Finanza aziendale*, Pearson, 2008.
- BIRINDELLI, G.; *Variabili e metodi nel processo di valutazione delle imprese bancarie*, Giuffrè, 1999.
- BIANCHINI R., BONINI S., ZANETTI L., SALVI A.; *Target price accuracy in equity research*, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 37, Issue 9, 2010.
- BLUNDELL-WIGNALL, A.; *Solving the Financial and Sovereign Debt crisis in Europe*, OECD Journal: Financial Market trends, Issue 2, 2011.
- BLUNDELL-WIGNALL, A., WEHINGER, G., SLOVIK, P.; *The Elephant in the room: The need to Deal what Banks do*, OECD Journal: Financial Market trends, Issue 2, 2009.
- BORIO, C., LOWE, P.; *La problematica degli accantonamenti per perdite su crediti*, Rassegna trimestrale BRI, 2001.
- BREALEY, R.A., MYERS, S.; ALLEN, F., SANDRI, S.; *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, 2007.
- BROWN, W.D.; PFEIFFER, R.J.; *Do investors underreact to information in analyst earning forecast?*, Journal of Business Finance & Accounting, volume 35, Issue 7, 2008.
- BURGER, A., MOORMAN, J.; *Productivity in banks: myths & truths of the Cost Income Ratio*, Bank and Banks Systems, Volume 3, Issue 4, 2008.

- CHORTAREAS, G.E., GIRARDONE, C., VENTOURI, A.; *Financial frictions, Bank Efficiency and Risk: Evidence from the Eurozone*, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 38, Issue 1, 2011.
- D'AMICO, E.; *La valutazione delle banche. Modelli per la determinazione del rischio, del tasso di sconto e del valore del capitale economico*, Giappichelli, 1995.
- DAMODARAN, A.; *Damodaran on valuation. Security analysis for investment and Corporate Finance*, Wiley & Sons, 2010.
- DAMODARAN, A; *Valuing financial service firm*, Stern School of Business, 2009.
- FAMA, E.F.; FRENCH, K.R.; *Permanent and temporary components of stock prices*, Journal of political Economy, 1988.
- FORESTIERI, G.; *Corporate & Investment banking*, Egea, 2007.
- FORESTIERI, G., MOTTURA, P.; *Il sistema finanziario*, EGEA, 2005.
- FRANCESCHI, L.F.; *Valuation of banks in mergers*, Journal of mergers and acquisition, 2008.
- FRANCESCHI, L.F.; *La valutazione delle banche*, Hoepli, 2011.
- GORDON, M., SHAPIRO, E.; *Capital equipment analysis: the required rate of profit*, Management Science, 1956.
- HAND, J., LANDSMAN, W.; *The Pricing of Dividends in Equity Valuation*, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 32, Issue 3, 2005.
- HULL, J.; *Risk Management e istituzioni finanziarie*, Edizione LUISS, 2010.
- KAMA, I.; *On the Market Reaction to Revenue and Earnings Surprises*; Journal of Business Finance & Accounting, Volume 36, Issue 1, 2009.
- LOCATELLI, R.; *Redditività e creazione di valore nella gestione delle banche*, Il Mulino, 2001.
- MA, C.K.; *Loan loss reserves and income smoothing: the experience in U.S. banking industry*, Volume 15, Issue 4, 1988.
- MASSARI, M., ZANETTI L.; *Valutazione: Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, 2008.

- MILLER, W.D.; *Commercial bank valuation*, Wiley & Sons, 1995.
- MOTTURA, P., PACI, S.; *Economia e gestione della banca e dell'assicurazione*, Egea, 2009.
- ONADO, M.; *La banca come impresa*, Il Mulino, 2004.
- PEACE, J., LAW, R. et al.; *European Banks Outlook 2012*, Nomura Equity Research, 2011.
- PEDRIALI, F.; *Analisi finanziaria e valutazione aziendale*, Hoepli, 2006.
- PIERALLI, L.; *Il valore della banca. Procedimenti di stima del capitale economico e formazione dei prezzi*, Giappichelli, 1996.
- RESTI, A., SIRONI, A.; *Rischio e valore nelle banche*, Hoepli, 2008.
- RUOZI, R.; *Economia e gestione della banca*, Egea, 2006.
- SABBIONE, P.; *Italian Banks*, Deutsche Bank Market Research, 2012.
- SPICK, M.; *European Banks*; Deutsche Bank Market Research, 2012.
- VISALLI S., ROXBURGH, C., DARUVALA, T. et al.; *The state of global banking - in search for a sustainable model*, McKinsey Annual review on the Banking Industry, 2011.