



Banca CF+ S.p.A.

Assistenza professionale relativa alla determinazione del rapporto di cambio nel contesto della prospettata fusione inversa per incorporazione di Banca CF+ S.p.A. in Banca Sistema S.p.A.

23 giugno 2026





Strettamente riservato e confidenziale

Milano, 23 giugno 2026

Spettabile
Banca CF+ S.p.A.
Corso Europa, 15
20122 - Milano

Assistenza professionale relativa alla determinazione del rapporto di cambio nel contesto della prospettata fusione inversa per incorporazione di Banca CF+ S.p.A. in Banca Sistema S.p.A.

Banca CF+ S.p.A. ha dato incarico a PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l. *Deals – Financial Services* (“**PwC**”) di fornire assistenza professionale al consiglio di amministrazione di Banca CF+ S.p.A. nella determinazione di un intervallo di rapporto di cambio (“**Rapporto di Cambio**” o “**RdC**”) nel contesto della prospettata fusione inversa per incorporazione di Banca CF+ S.p.A. (“**Banca CF+**” o “**CF+**”) in Banca Sistema S.p.A. (“**Banca Sistema**”) (di seguito l’**Incarico**).

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

PricewaterhouseCoopers Business Services Srl

Società a responsabilità limitata a socio unico
Sede legale: **Milano** 20145 Piazza Tre Torri 2 Tel. 02 725091 Cap. Soc. Euro 100.000,00 i.v. - C.F. e P.IVA e Reg. Imprese Milano Monza Brianza Lodi 06234620968 –
Altri Uffici: **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 080 5640311 Fax 080 5640349 - **Bologna** 40124 Via Luigi Carlo Farini 12 Tel. 051 6186211 - **Bolzano** 39100 Via
Alessandro Volta 13A Tel. 0471 066650 - **Brescia** 25121 Viale Duca d'Aosta 28 Tel. 030 3697501 - **Cagliari** 09125 Viale Diaz 29 Tel. 070 6848774 - **Firenze** 50121
Viale Gramsci 15 Tel. 055 2482811 Fax 055 2482899 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 010 29041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 081 36181 - **Padova**
35138 Via Vicenza 4 Tel. 049 873431 Fax 049 8734399 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091 6256313 Fax 091 7829221 | 90139 Via Roma 457 Tel. 091
6752111 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521 275911 Fax 0521 781844 - **Pescara** 65127 Piazza Ettore Trollo 8 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06
6920731 - **Rubano** 35030 Via Belle Putte 36 - **Torino** 10122 Via Santa Maria 11 Tel. 011 5773211 Fax 011 5773299 - **Trento** 38121 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461
237004 Fax 0461 239077 | 38121 Via Adalberto Libera 13 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422 315711 Fax 0422 315798 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18
Tel. 040 3480781 Fax 040 364737 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 045 8263001

Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento della PricewaterhouseCoopers Italia Srl

www.pwc.com/it

INDICE

1.	INTRODUZIONE.....	4
1.1.	OGGETTO DELLA RELAZIONE E TERMINI DELL'INCARICO.....	4
1.2.	DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE	5
1.3.	DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA.....	5
1.4.	IPOTESI E LIMITAZIONI.....	6
1.5.	RESTRIZIONI ALL'USO DELLA PRESENTE RELAZIONE	7
1.6.	PRINCIPALI DIFFICOLTÀ INCONTRATE.....	7
2.	METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE E STIMA DEL RAPPORTO DI CAMBIO	8
2.1.	PREMESSA	8
2.2.	SCELTA DELLE METODICHE DELLA VALUTAZIONE	8
2.3.	IL METODO DEL <i>DIVIDEND DISCOUNT MODEL</i> NELLA VARIANTE <i>EXCESS CAPITAL</i> (METODO PRINCIPALE) ..	9
2.4.	IL METODO DELL'ANALISI DI REGRESSIONE (METODO DI CONTROLLO)	10
2.5.	IL METODO DEI MULTIPLI DI BORSA (METODO DI CONTROLLO).....	11
2.6.	RISULTATI OTTENUTI	12
3.	CONCLUSIONI	12

1. INTRODUZIONE

1.1. Oggetto della Relazione e termini dell'Incarico

Banca CF+, società costituita in data 28 aprile 1898 sotto la denominazione di "Credito Fondiario Sardo Società per Azioni", è la società capogruppo del Gruppo Banca CF+, con un totale attivo di circa 6,9 miliardi di euro e 215 dipendenti, a seguito della separazione, nell'agosto 2021, delle attività di gestione e acquisizione dei crediti, trasferite a Gardant mediante una scissione parziale delle attività bancarie, che sono rimaste in Banca CF+, al tempo denominata Credito Fondiario S.p.A..

Banca Sistema, fondata nel 2011 e quotata dal 2015 su Euronext STAR Milan, è una banca specializzata nel factoring di crediti verso la Pubblica Amministrazione, al fine di fornire liquidità alle imprese.

Il 30 giugno 2025, Banca CF+ ha annunciato l'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio volontaria ("**OPAS**") sul 100% del capitale sociale di Banca Sistema (congiuntamente a CF+, le "**Entità Interessate**"), che si è conclusa con l'acquisizione del 70,732% del capitale sociale di Banca Sistema. Successivamente, in seguito alla riapertura del periodo di offerta, Banca CF+ ha raggiunto l'80,751% del capitale sociale di Banca Sistema al 18 marzo 2026, raggiungendo infine l'85,674% al 12 giugno 2026, a seguito dell'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio obbligatoria ("**OPAS obbligatoria**") (congiuntamente, l' "**Offerta**").

Banca CF+, nell'ambito dell'Offerta, ha corrisposto un controvalore totale di 1,89 euro per ciascuna azione ordinaria di Banca Sistema, costituito dalle seguenti componenti: (i) 1,432 euro in contanti e (ii) 0,458 euro corrisposti mediante l'assegnazione di n. 23 azioni di Kruso Kapital S.p.A. ("**KK**", controllata da Banca Sistema). Sulla base dei risultati finali dell'Offerta, non troveranno applicazione né la riapertura del periodo di offerta né le condizioni per l'obbligo di acquisto previste dalla normativa in materia di offerte pubbliche di acquisto.

Il 18 giugno 2026, Banca CF+ ha acquistato le azioni KK da Banca Sistema al prezzo di 0,0179 euro per azione, per un totale di 28,0 milioni di euro. Il 22 giugno 2026, Banca CF+ ha corrisposto il corrispettivo differito a coloro che avevano aderito all'Offerta, mediante l'assegnazione di 23 azioni KK per ciascuna azione Banca Sistema portata in adesione in tale operazione.

L'operazione prevede, come fase successiva, la fusione inversa mediante incorporazione di Banca CF+ in Banca Sistema (la "**Fusione**" o l' "**Operazione**"), con conseguente costituzione di un'entità congiunta ("**Combined Entity**").

Poiché parte del corrispettivo dell'offerta è corrisposto in azioni KK, l'operazione comporta la cessione della partecipazione di controllo di Sistema in KK, pari al 70,6%. Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, il perimetro di Sistema esclude la partecipazione in KK ("**Banca Sistema ex KK**" o "**Sistema ex KK**").

Si prevede che la Fusione sarà realizzata nella forma ordinaria, con determinazione del Rapporto di Cambio, e che non sarà possibile ottenere la rinuncia, da parte di tutti i soci delle società partecipanti alla Fusione, alla documentazione di cui agli articoli 2501-quater, 2501-quinquies e 2501-sexies del Codice Civile, né ai termini di cui agli articoli 2501-ter e 2501-septies del Codice Civile, in considerazione della compagine sociale delle Entità Interessate.

In tale contesto, PwC è stata incaricata di fornire assistenza professionale a supporto del consiglio di amministrazione di Banca CF+ nella determinazione di un intervallo del Rapporto di Cambio delle azioni nell'ambito della Fusione (i "**Servizi**"). I dettagli dei Servizi sono indicati nella Lettera di Incarico sottoscritta il 23 giugno 2026.

1.2. Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento delle analisi valutative svolte è il 31 marzo 2026 ("**Data di Valutazione**"), in coerenza con la data dell'ultima situazione contabile disponibile al 31 marzo 2026, posta alla base delle informazioni prospettiche di CF+ e della Combined Entity, approvata dal Consiglio di Amministrazione di Banca CF+ il 17 giugno 2026, nonché di quella di Banca Sistema, esclusa KK, approvata dal Consiglio di Amministrazione di Banca Sistema il 17 giugno 2026.

I parametri valutativi sono stati aggiornati in prossimità dell'emissione della presente Relazione. In ogni caso, abbiamo tenuto conto degli eventi significativi portati alla nostra attenzione, intervenuti successivamente alla Data di Valutazione e fino all'emissione della nostra relazione finale.

1.3. Documentazione utilizzata

Le analisi incluse nel presente documento si basano sul documento fornito dal management di Banca CF+ ("**Management**") denominato "*Proiezioni inerziali 2026-29 Banca CF+ Stand-alone e Combined*", che include altresì le proiezioni relative a Sistema ex KK, e le sinergie (le "**Sinergie**") attese dall'Operazione (le "**Informazioni Prospettiche**" o il "**Piano Industriale**"). Le Informazioni Prospettiche sono state approvate dal consiglio di amministrazione di Banca CF+ e di Banca Sistema in data 17 giugno 2026.

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

- Il documento denominato "*Proiezioni inerziali 2026-29 Banca CF+ Stand-alone e Combined*" che include: i dati finanziari e le informazioni prospettiche relative al periodo Q1 2026-2029 di Banca CF+, che riflettono la piena integrazione di Banca Sistema, nonché le sinergie di costo e i costi di integrazione da essa derivanti, approvati dal consiglio di amministrazione di Banca CF+ in data 17 giugno 2026.
- Il patrimonio netto e i fondi propri pro-forma della Combined Entity al 31 marzo 2026, che riflettono gli impatti connessi alla fusione e al deconsolidamento di KK.
- Il patrimonio netto e i fondi propri pro-forma di Banca Sistema al 31 marzo 2026, che riflettono gli impatti connessi al deconsolidamento di KK.
- I dati finanziari e le informazioni prospettiche relative al periodo Q1 2026-2029 di Banca Sistema ex KK, approvati dal consiglio di amministrazione di Banca Sistema in data 17 giugno 2026.
- Il patrimonio netto e i fondi propri di Banca CF+ stand-alone al 31 marzo 2026.
- Il dettaglio del numero di azioni e della struttura azionaria di Banca CF+ e di Banca Sistema.
- Sono stati inoltre condotti colloqui con il Management al fine di raccogliere ulteriori informazioni.

Abbiamo inoltre utilizzato fonti di informazioni pubblicamente disponibili (ad es. *Info Provider*), per raccogliere informazioni sulla panoramica di mercato e sulle società comparabili quotate.

1.4. Ipotesi e limitazioni

La nostra analisi è stata sviluppata sulla base delle seguenti assunzioni e limitazioni:

- lo svolgimento dei Servizi non determina alcun coinvolgimento di PwC nella gestione e nell'attività di Banca CF+ e di Banca Sistema, né nella decisione relativa alla convenienza o alla fattibilità della suddetta Operazione;
- per sua natura, la valutazione non rappresenta la mera applicazione di criteri e formule, ma è il risultato di un processo complesso di analisi e stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività;
- nell'ambito del nostro lavoro, sono state condotte alcune analisi di sensitività con riferimento alle Informazioni Prospettiche e agli esercizi valutativi. Tali analisi di sensitività non possono rappresentare l'applicazione di metodologie valutative, ma un mero esercizio volto a verificare i potenziali impatti relativi ad alcuni parametri valutativi;
- la Data di Valutazione è il 31 marzo 2026, data dell'ultimo bilancio disponibile sottostante le proiezioni finanziarie della Combined Entity, di CF+ e di Sistema ex KK, mentre i parametri di valutazione sono stati aggiornati in prossimità della data di emissione della Relazione. Non sono stati portati a nostra conoscenza eventi rilevanti verificatisi tra la Data di Valutazione e la data di consegna della nostra Relazione;
- l'analisi è stata condotta sulla base dei bilanci pro forma e delle Informazioni Prospettiche di Banca Sistema che riflettono il deconsolidamento di KK;
- le analisi relative alla Purchase Price Allocation e alla Due Diligence su Banca Sistema sono ancora in corso; pertanto, i relativi effetti sono stati recepiti in via provvisoria nei bilanci e nelle Informazioni Prospettiche delle Entità Interessate da parte del Management;
- le analisi si basano su informazioni e documenti finanziari ed economici predisposti dal Management. Il Management è responsabile della qualità e della correttezza dei dati e delle informazioni a noi fornite. Ci siamo limitati a esaminare tale documentazione al solo fine di verificarne la ragionevolezza;
- le analisi si basano sulle Informazioni Prospettiche, che rappresentano le migliori stime del Management circa le future prospettive di business. Essendo le Informazioni Prospettiche basate su assunzioni relative a eventi futuri e ad azioni del Management, esse sono caratterizzate da soggettività e incertezza e, in particolare, dal rischio che gli eventi e le azioni previsti, dai quali esse traggono origine, possano non verificarsi ovvero verificarsi in misura e con tempistiche diverse da quelle previste. Pertanto, le differenze tra i risultati previsti e quelli effettivi potrebbero essere significative. In considerazione della natura e dell'ambito del nostro lavoro, il Management assume piena responsabilità per la predisposizione delle Informazioni Prospettiche e delle relative assunzioni sottostanti;
- i Servizi non comprendono alcuna attività di revisione contabile svolta in conformità ai principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni, né altre attività di revisione. Pertanto, PwC non esprime alcuna opinione né alcuna altra forma di attestazione sui bilanci di CF+ e di Sistema o su qualsiasi altra informazione finanziaria (incluse, se presenti, le informazioni finanziarie prospettiche), né sui controlli operativi o interni di CF+ e di Sistema;
- i Servizi non comprendono assistenza e/o consulenza di natura legale e/o fiscale, con la conseguenza che PwC non assume alcuna responsabilità riguardante aspetti legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale;

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

Abbiamo infine ottenuto attestazione da Banca CF+ che la stessa non è a conoscenza di ulteriori elementi significativi per il nostro lavoro e che non ci siano stati presentati e discussi.

1.5. Restrizioni all'uso della presente Relazione

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

1.6. Principali difficoltà incontrate

I risultati e le conclusioni valutative raggiunte devono essere interpretati alla luce delle seguenti difficoltà incontrate nel corso delle nostre analisi:

- **Utilizzo delle Informazioni Prospettiche.** I metodi valutativi adottati si sono basati sulle Informazioni Prospettiche predisposte da Banca CF+ e Banca Sistema e, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggette a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Tale limitazione è stata tuttavia mitigata attraverso lo svolgimento di analisi di sensitività.
- **Complessità dell'analisi valutativa e soggettività dei parametri prescelti.** Le analisi hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo complesso, che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni, anche significative. L'approccio metodologico adottato, unitamente allo sviluppo, da parte nostra, di analisi di sensitività volte a tenere conto dei diversi scenari valutativi, ha consentito di gestire adeguatamente tale aspetto valutativo.
- **Incertezza dell'attuale contesto economico e volatilità dei mercati finanziari.** Al momento, non è possibile determinare quali implicazioni potranno derivare dall'emergenza connessa ai conflitti armati in corso in Medio Oriente e in Ucraina, nonché da un possibile peggioramento della situazione connessa ai dazi (le "Tensioni"), sul business delle Entità Interessate. Si segnala che, a causa delle Tensioni, gli scostamenti tra i valori effettivi e i valori previsti potrebbero risultare significativamente superiori rispetto a quanto avrebbe potuto verificarsi in assenza delle stesse. Non si può escludere che il persistere delle Tensioni e la loro evoluzione, a oggi non prevedibile, possa avere un impatto significativo sullo scenario macroeconomico nazionale e internazionale e, anche in tal caso, sul *fair value* di CF+ e di Sistema, escludendo KK; PwC non assume alcuna responsabilità in merito al raggiungimento delle Informazioni Prospettiche.

2. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE E STIMA DEL RAPPORTO DI CAMBIO

2.1. Premessa

PwC, nell'elaborazione della presente Relazione, ha considerato Banca CF+ e Sistema ex KK in ottica *going concern* e ha proceduto all'applicazione di diverse metodologie di valutazione normalmente utilizzate nella prassi valutativa italiana ed internazionale.

A tale scopo PwC ha tenuto in considerazione le finalità dell'analisi, i dati inclusi nelle Informazioni Prospettiche di CF+ e di Sistema ex KK e delle ulteriori informazioni fornite dal Management.

Anche al fine di mantenere l'omogeneità e la coerenza di valutazione, si è ritenuto di utilizzare le medesime metodologie di valutazione sia per Banca CF+ sia per Sistema ex KK.

Nell'elaborazione della presente Relazione, PwC non ha considerato gli impatti legati alle Sinergie e oneri di integrazione derivanti dalla Fusione, poiché le analisi valutative sono state predisposte in un'ottica pre-fusione.

In particolare, PwC ha utilizzato le metodologie di valutazione descritte nei paragrafi successivi.

2.2. Scelta delle metodiche della valutazione

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

- metodi basati sui dividendi attesi dall'investimento (metodo del *Dividend Discount Model*);
- metodi basati sul ritorno finanziario atteso dall'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è atto a generare nel futuro, dal momento attuale alla sua completa liquidazione (metodo dei flussi di cassa attualizzati o *Discounted Cash Flow Method*);
- metodi basati sui redditi che l'investimento è atto a produrre nel futuro (metodo reddituale);
- metodi basati sul "valore patrimoniale" odierno (metodo patrimoniale o metodo patrimoniale complesso);
- metodologie che uniscono i principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali (metodo misto patrimoniale – reddituale, *Economic Profit*);
- analisi comparativa di aziende simili (metodo dei multipli di Borsa, metodo dell'analisi di regressione e metodo dei multipli delle transazioni comparabili);
- metodo delle quotazioni di Borsa e dei *target price* degli analisti.

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

La scelta delle metodologie per esprimere il *fair value* del 100% del capitale sociale di Banca CF+ e di Sistema ex KK mediante l'applicazione di metodologie valutative selezionate sulla base delle specifiche caratteristiche delle società e delle informazioni disponibili.

Ove applicabile, le metodologie valutative si sono basate sulle Informazioni Prospettiche.

In particolare, sono stati considerati:

- il metodo del *Dividend Discount Model* nella variante *Excess Capital* (“**DDM**”), quale metodologia di valutazione principale;
- il metodo dell’analisi di regressione, quale metodologia di controllo;
- il metodo dei multipli di Borsa, quale metodologia di controllo.

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

2.3. Il metodo del *Dividend Discount Model* nella variante *Excess Capital* (metodo principale)

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

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

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

$$W = DIV_a + TV_a$$

dove:

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

La metodologia del DDM è stata applicata sulla base:

- della situazione patrimoniale e dei requisiti patrimoniali regolamentari di Banca CF+ e di Sistema ex KK al 31 marzo 2026;
- delle Informazioni Prospettiche per il periodo 2026-2029 di Banca CF+ e Sistema ex KK.

L’applicazione della metodologia del DDM ha visto le seguenti fasi.

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

Ai fini della determinazione dei flussi economici per il periodo 2026-2029, si è fatto riferimento alle Informazioni Prospettiche, così come descritte al paragrafo 1.3.

Inoltre, per la stima dei massimi flussi di cassa distribuibili, è stato definito il livello minimo di patrimonializzazione necessario a garantire l’operatività delle società, quantificato in un T1 *ratio target*, pari alla media dei T1 *ratio* desunti dal campione di banche comparabili.

Fase 2. Determinazione del tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione dei flussi (“**Costo del Capitale Proprio**” o “**Ke**”) corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe

caratteristiche di rischio ed è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* secondo la seguente formula:

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

dove:

- R_f : rappresenta il “*risk-free rate*”, ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio;
- β : rappresenta il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un’azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misurando la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato);
- $R_m - R_f$: rappresenta il “*market premium*”, ovvero il premio per il rischio dell’investimento in azioni rispetto ad un investimento “*risk-free*”;
- α : rappresenta il rischio specifico addizionale legato all’evoluzione attesa per la società oggetto di valutazione.

Tramite l’applicazione della metodologia esposta, il Costo del Capitale Proprio è stato stimato pari al 13,3% per Banca CF+ e al 12,0% per Sistema ex KK.

Fase 3. Calcolo del valore terminale

Il valore terminale è stato calcolato mediante applicazione della formula di Gordon, assumendo un tasso di crescita di lungo periodo (g-rate) coerente con le prospettive inflattive di riferimento per l’Italia e pari al 2,0%.

Sommando al valore terminale attualizzato il valore dei flussi distribuibili agli azionisti per il periodo 2026-2029 attualizzati, si è determinato il *fair value* di Banca CF+ e Sistema ex KK.

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

2.4. Il metodo dell’analisi di regressione (metodo di controllo)

Il metodo dell’analisi di regressione (“**Value Map**”) stima il capitale economico dell’azienda oggetto di valutazione sulla base della correlazione esistente tra la redditività prospettica del capitale ed il relativo premio o sconto espresso dai prezzi di Borsa rispetto al patrimonio netto per un campione di società comparabili quotate.

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

L’applicazione del metodo dell’analisi di regressione si articola nelle seguenti fasi:

- determinazione del campione di società su cui effettuare l’analisi di regressione;
- determinazione dell’intervallo temporale di riferimento per il ROE;
- calcolo del ROE e del multiplo P/BV per le società incluse nel campione;

- scelta del tipo di regressione statistica da applicare;
- determinazione del ROE e del patrimonio netto della banca oggetto di valutazione;
- applicazione, se statisticamente significativi, dei parametri della regressione statistica ai fini della determinazione di un valore di mercato indicativo per la banca oggetto di valutazione.

Ai fini dello sviluppo di tale metodologia si è proceduto all'analisi di regressione lineare del P/BV prospettico al 2027 rispetto al ROE atteso al 2027 al fine di definire i parametri necessari alla valorizzazione delle Entità Interessate.

2.5. Il metodo dei multipli di Borsa (metodo di controllo)

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

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

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

- Identificazione delle società comparabili: l'appropriata selezione del campione di società comparabili ("**Comparables**" o "**Peers**") rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia. La significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione. Nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali, il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.
- Definizione dell'intervallo temporale di riferimento: la determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; al contempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale.
- Determinazione dei multipli ritenuti più significativi: sussistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame.
- Applicazione dei multipli alla società in esame: i multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle corrispettive grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione.

Ai fini dello sviluppo di tale metodologia si è deciso di fare riferimento al multiplo prezzo/utili netti previsionali al 2027 ("**P/E**"). Tale multiplo rappresenta un indicatore comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale sia a livello internazionale ed è in linea con la prassi professionale in sede di valutazione di istituti bancari.

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

2.6. Risultati ottenuti

Sulla base di quanto sopra esposto, si riportano nella tabella seguente i risultati ottenuti dall'applicazione delle diverse metodologie di valutazione utilizzate.

Rapporto di Cambio*	Min	Mid	Max
Metodo del Dividend Discount Model nella variante dell'Excess Capital (Metodo principale)	1,136x	1,337x	1,573x
Metodo della regressione lineare (metodo di controllo)	1,168x	1,357x	1,580x
Metodo dei multipli di Borsa (metodo di controllo)	0,924x	1,266x	1,734x

*(# azioni ordinarie Banca Sistema ex KK per 1 azione ordinaria di Banca CF+)

3. CONCLUSIONI

Tenuto conto delle finalità dell'Incarico riportate al paragrafo 1.1, delle ipotesi e limitazioni di cui al paragrafo 1.4, delle difficoltà di valutazione di cui al paragrafo 1.6 ed in considerazione dei risultati raggiunti con l'applicazione delle metodiche della valutazione riepilogate precedentemente e delle analisi di sensitività effettuate, si ritiene che il valore del Rapporto di Cambio sia compreso tra 1,136x e 1,573x azioni ordinarie di Banca Sistema per ciascuna azione di Banca CF+, come risultante dall'applicazione della metodologia di valutazione principale, che risulta confermato dall'applicazione delle metodologie di controllo.

Milano, 23 giugno 2026

PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l.



Gian Luca Di Martino
(Partner)