

# Fusione BPER-BPM? Un buon affare per gli azionisti

*Gli analisti ritengono che la fusione fra le due banche abbia notevole senso industriale e che potrebbe portare valore fino al 33% in più per i soci della banca modenese, con una parallela emissione di 1,6 miliardi di azioni. Banco Bpm avrebbe il 54%*

---

Fra tutte le possibili combinazioni, Kepler Cheuvreux ritiene che la fusione Bper- Banco Bpm, ma anche la versione Banco Bpm- Bper, a seconda di chi è l'offerente, sia quella che può portare maggiore valore agli azionisti. Nel frattempo, oggi, con un Ftse Mib positivo per lo 0,4% circa, entrambi i titoli viaggiano allineati all'indice, il gruppo modenese scambia a 1,9 euro per 2,7 miliardi di capitalizzazione e l'istituto lombardo a 2,38 euro per 3,6 miliardi di valore a Piazza Affari.

Gli analisti ricordano che Bper è cresciuta notevolmente di dimensione attraverso l'M&A, con una spinta in più da quando il gruppo **Unipol**, partner nel settore bancassicurativo, è diventato il principale azionista, oggi con una quota del 18,9%. Da allora, infatti, il gruppo ha acquisito **Unipol Banca** oltre a un pacchetto di **sportelli ex Ubi da Intesa Sanpaolo**, incrementando il proprio patrimonio di quasi il 50%, scrive Kepler. L'arrivo del nuovo amministratore delegato **Piero Montani** nell'ambito del rinnovo del consiglio del 21 aprile è un segnale che il mercato e gli specialisti leggono in senso trasformativo.

Montani è un banchiere esperto che ha ricoperto incarichi importanti nel Credito Italiano, oltre che nella Popolare di Novara, in Banca Antonveneta, Banca Popolare di Milano e Carige. Il cambio di leadership dopo sei anni (sebbene l'ex

ceo **Alessandro Vandelli** fosse nel gruppo dal 1984) *“non dovrebbe alterare la strategia di Bper, attualmente focalizzata sull’integrazione degli sportelli e dei clienti acquisiti”*. È possibile *“che il nuovo ceo possa accelerare il de-risking, portando il rapporto Npe lordo dal 7,8% di fine 2020 al 6,2% a fine 2021”*, spingendo verso **maggiori risparmi sui costi**, attesi in calo del 2,3% entro il 2023 (in termini comparabili).

Secondo Kepler esiste un buon accoppiamento tra le due banche in termini di presenza regionale, anche se in Lombardia *“sarebbe necessario un aggiustamento per ragioni antitrust, forse su 150 filiali delle 3.400 combinate dei due gruppi. Gli analisti ipotizzano un’offerta di Bper (ma potrebbe avvenire il contrario), calcolando l’impatto teorico completo delle sinergie nel 2023, un’offerta con un rapporto di cambio di 1:1 partendo dai prezzi obiettivo standalone assegnati dai broker alle due banche ( Bper a 1,95 euro, Banco Bpm a 2 euro), rettificato per il contributo delle Dta (soprattutto da Banco Bpm) e senza premi, dal momento che prevedono “una fusione amichevole alla pari”*.

Questo richiederebbe l’emissione di oltre 1,6 miliardi di nuove azioni Bper (il 116% delle azioni attuali) da offrire agli azionisti di Banco Bpm, che avrebbero quasi il 54% dell’entità combinata con una partecipazione di Unipol che scenderebbe dal 18,9% di Bper all’8,7% del nuovo gruppo. L’attuale rapporto di cambio implicito nelle quotazioni *“è invece di 1,24: 1, che richiederebbe a Bper l’emissione di 1,9 miliardi di nuove azioni, con Banco Bpm che avrebbe, allo stato attuale, il 57% della combined entity e la quota Unipol che scenderebbe all’8,1%”*.

Di conseguenza, l’aumento dell’utile per azione per Bper potrebbe essere del 33%, o del 23% ipotizzando un rapporto di cambio basato sui prezzi correnti delle azioni. Il

prezzo obiettivo del gruppo modenese, "completamente diluito dopo la fusione potrebbe essere superiore di oltre il 30% rispetto al livello standalone, a 2,6 euro, rispetto a 1,95 euro" (un valore calcolato sulla base dei fair value standalone delle due banche aggiunto il Net present value delle sinergie e della conversione delle Dta meno le spese una tantum). L'aumento del prezzo obiettivo scenderebbe invece al 22%, supponendo che l'accordo avvenga al rapporto di cambio basato sui prezzi correnti delle azioni. Il rapporto P/TBV potrebbe diminuire leggermente da 0,41 volte prima dell'operazione a 0,39 volte dopo.

Le sinergie lorde, secondo i calcoli di Kepler, potrebbero ammontare a oltre 0,6 miliardi di euro, pari al 45% dell'utile ante imposte combinato nel 2023, che deriverebbe totalmente dal risparmio sui costi, perché gli specialisti ritengono che le potenziali sinergie sarebbero compensate dalla perdita di ricavi dalla cessione di attività necessarie per ottemperare ai requisiti antitrust. I costi di integrazione una tantum potrebbero superare 1,5 miliardi di euro al lordo delle tasse, ma il rapporto costi/ricavi potrebbe migliorare dal 62% su base standalone nel 2023 al 53,7%.

Quanto ai crediti deteriorati, l'Npe ratio potrebbe rimanere sostanzialmente stabile al 3,2% nel 2023, dato che le due banche dovrebbero avere lo stesso livello su base autonoma. Il coefficiente Cet1 fully loaded potrebbe diminuire di 100 punti base al 13%, incluso un contributo netto di 1 miliardo di euro da Dta sulla base della legge di bilancio 2021 (per lo più fornito da Banco Bpm), con un contestuale possibile

accantonamento netto di 0,7 miliardi di euro per migliorare il rapporto Npe netto di 100 punti base a 2,2 %.

Questo comporterebbe chiedere a Bper di pagare un dividendo limitato per un paio di anni, anche se Kepler nota che l'obiettivo della cedola a medio termine resta comunque molto cauto (25%), così come per Banco Bpm (40%), implicando rendimenti attorno al 3/4% per entrambi su base standalone.

**Fonte:** Milano Finanza