

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



Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

26 giugno 2025

KPMG Advisory S.p.A.

Corporate Finance

26 giugno 2025

Questa relazione è composta da 25 pagine

A handwritten signature in black ink, located in the bottom right corner of the page. It appears to be a stylized, cursive signature.



Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

Indice

1	Introduzione	2
1.1	Oggetto della Relazione e termini dell'Incarico	2
1.2	Descrizione di sintesi dei termini e dei razionali dell'Offerta	3
1.3	Data di riferimento della stima	5
1.4	Documentazione utilizzata	5
1.5	Limitazioni	6
1.6	Lavoro svolto	8
1.7	Restrizione all'uso della presente Relazione	8
1.8	Principali difficoltà e limiti della valutazione	8
2	Descrizione dei beni oggetto di conferimento	10
2.1	Identificazione della società conferitaria	10
2.2	Oggetto del conferimento	10
3	Mediobanca	11
3.1	Profilo	11
3.2	Situazione patrimoniale ed economica di Mediobanca al 30 giugno 2024 e al 31 marzo 2025	12
3.3	Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026 di Mediobanca	16
4	La stima del valore delle Azioni Mediobanca	18
4.1	Premessa	18
4.2	Scelta delle metodiche della valutazione	18
4.3	Il metodo <i>Sum of the Parts</i>	19
4.4	Il metodo del <i>Dividend Discount Model</i>	22
4.5	Il metodo delle quotazioni di Borsa	23
4.6	Il metodo dei <i>Target Price</i>	24
5	Conclusioni	25



Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

1 Introduzione

1.1 Oggetto della Relazione e termini dell'Incarico

In data 24 gennaio 2025, Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. ("**BMPS**" o l' "**Offerente**") ha comunicato, ai sensi e per gli effetti dell'art. 102, comma 1, del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato (il "**TUF**"), e dell'art. 37 del regolamento adottato dalla Commissione nazionale per le società e la Borsa ("**CONSOB**") con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato (il "**Regolamento Emittenti**"), di aver assunto in data 23 gennaio 2025, la decisione di promuovere un'offerta pubblica di scambio totalitaria volontaria ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e 106, comma 4, del TUF (l' "**Offerta**"), avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni (l' "**Emittente**" o "**Mediobanca**") ammesse alla negoziazione su Euronext Milan, mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("**Borsa Italiana**" o "**Borsa**"), ivi incluse le azioni proprie detenute dall'Emittente (il "**Comunicato**" o la "**Comunicazione dell'Offerente**").

In data 13 febbraio 2025, BMPS ha comunicato al mercato di aver depositato, in pari data, presso la CONSOB ai sensi e per gli effetti dell'articolo 102, comma 3, del TUF, nonché dell'articolo 37-ter del Regolamento Emittenti, il documento di offerta (il "**Documento di Offerta**"), destinato alla pubblicazione.

L'Offerta ha ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie dell'Emittente, incluse le azioni proprie detenute dall'Emittente stesso, e le eventuali nuove azioni da emettere a servizio dei piani di incentivazione di lungo termine basati su azioni (le "**Azioni Mediobanca**" o le "**Azioni dell'Emittente**").

Alla data dell'Offerta e della presente Relazione, le Azioni Mediobanca risultano pari a complessive n. 833.279.689 azioni ordinarie. Il numero di Azioni dell'Emittente oggetto dell'Offerta potrebbe aumentare nel caso in cui Mediobanca emettesse nuove azioni aggiuntive a servizio dei piani di incentivazione di lungo termine basati su azioni.

In data 17 aprile 2025, a seguito della delibera del Consiglio di Amministrazione del 23 gennaio 2025, l'Assemblea degli azionisti di BMPS in sessione straordinaria ha approvato la proposta di attribuzione al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2433 del codice civile, della facoltà, da esercitarsi entro il 31 dicembre 2025, di aumentare il capitale sociale di BMPS (l' "**Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta**") in una o più volte, in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo del codice civile, da liberare mediante (a fronte del) conferimento in natura delle Azioni dell'Emittente portate in adesione all'Offerta (il "**Conferimento**").

Il Consiglio di Amministrazione del 23 gennaio 2025 ha deliberato, ai sensi dell'art. 2440, comma 2, del codice civile, di avvalersi della disciplina di cui all'art. 2343-ter (anche per i fini di cui agli artt. 2343-quater e 2443, comma 4) del codice civile. Tale disciplina consente di non richiedere la perizia giurata di stima dei beni conferiti a opera di un esperto, nominato dal Tribunale nel cui circondario ha sede la società conferitaria, nel caso in cui, ai sensi dell'art. 2343-ter del codice civile, "*il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura [...] conferiti sia pari o inferiore [...] al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità*".

In tale contesto, BMPS ha conferito a KPMG Corporate Finance, divisione di KPMG Advisory S.p.A. ("**KPMG**"), l'incarico ("**Incarico**") di esprimere un parere indipendente sul valore attribuibile alle Azioni Mediobanca, oggetto di possibile Conferimento in natura a seguito dell'esecuzione dell'Offerta ai sensi dell'art. 2343-ter, lettera b), c.c. (la "**Relazione**").





Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

BMPS ha richiesto a KPMG di emettere la Relazione avente ad oggetto la stima del valore equo delle Azioni Mediobanca oggetto di possibile Conferimento, sulla base della situazione economico-patrimoniale di Mediobanca alla data del 31 marzo 2025 e delle informazioni di mercato rilevate alla data più prossima all'emissione del presente documento.

La nostra Relazione ha ad oggetto, pertanto, il valore equo attribuibile alle Azioni Mediobanca oggetto del Conferimento, stimato alla data di emissione della presente, quale valore soglia riferito al valore da attribuirsi ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta. Il valore dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta sarà infatti determinabile solo in prossimità della sua esecuzione, sulla base del prezzo di emissione delle azioni BMPS e del numero effettivo di azioni di nuova emissione.

KPMG Advisory S.p.A. attesta di possedere i requisiti (i) di indipendenza nei confronti dei soggetti indicati dall'art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile e (ii) di adeguata e comprovata professionalità, richiesti dalla norma medesima, rispetto ai contenuti e alle finalità della valutazione alla medesima richiesta.

1.2 Descrizione di sintesi dei termini e dei razionali dell'Offerta

Come già evidenziato nel paragrafo precedente, l'Offerta avrà ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie dell'Emittente, alla data della presente Relazione pari a n. 833.279.689 Azioni dell'Emittente.

Nella Comunicazione dell'Offerente era previsto che BMPS avrebbe riconosciuto come corrispettivo agli aderenti dell'Offerta, fatti salvi eventuali aggiustamenti, per ogni n. 10 azioni di Mediobanca portate in adesione dell'Offerta, n. 23 azioni ordinarie di BMPS di nuova emissione, aventi le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie di BMPS attualmente in circolazione (il "**Corrispettivo**"): e quindi un rapporto di n. 2,300 azioni ordinarie di BMPS di nuova emissione per ciascuna azione di Mediobanca portata in adesione all'Offerta.

Sulla base del prezzo ufficiale delle azioni BMPS rilevato alla chiusura del 23 gennaio 2025 (ultimo giorno di Borsa aperta anteriore alla data del Comunicato) pari a Euro 6,953 (Fonte: *FactSet VWAP*), il Corrispettivo esprime una valorizzazione pari a Euro 15,992 per ciascuna Azione Mediobanca e, pertanto, incorpora un premio pari al 5,03% rispetto al prezzo ufficiale delle Azioni Mediobanca rilevato alla chiusura del 23 gennaio 2025 (pari a Euro 15,227 - Fonte: *FactSet VWAP*).

Sulla base del prezzo ufficiale delle azioni dell'Offerente rilevato alla data del 23 gennaio 2025, in caso di integrale adesione all'Offerta da parte degli azionisti dell'Emittente titolari delle 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca, il controvalore complessivo dell'Offerta sarà di circa Euro 13,3 miliardi, importo, quest'ultimo pari alla valorizzazione "monetaria" del Corrispettivo (i.e. Euro 15,992 per Azione dell'Emittente).

Il Corrispettivo è stato determinato nel presupposto che, prima della Data di Pagamento (come definita nel Comunicato):

- i. l'Emittente e/o l'Offerente non approvino o diano corso ad alcuna distribuzione ordinaria (ivi inclusi acconti sui dividendi) o straordinaria di dividendi prelevati da utili e/o altre riserve; e
- ii. l'Emittente non approvi o dia corso ad alcuna operazione sul proprio capitale sociale (ivi inclusi, a titolo esemplificativo, aumenti o riduzioni di capitale) e/o sulle Azioni Mediobanca (incluso, a titolo esemplificativo, accorpamento o annullamento di azioni).

Qualora, prima della Data di Pagamento, l'Emittente e/o l'Offerente dovessero pagare un dividendo (ivi incluso un acconto sui dividendi) e/o effettuare una distribuzione di riserve ai propri azionisti, o comunque fosse staccata dalle Azioni Mediobanca e/o dalle azioni di BMPS, a seconda del caso, la cedola relativa a dividendi deliberati ma non ancora pagati rispettivamente dall'Emittente e/o da BMPS, il





Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

Corrispettivo sarà aggiustato per tenere conto del dividendo distribuito (ovvero del relativo acconto) ovvero della riserva distribuita.

Ferme restando le Condizioni di Efficacia dell'Offerta (come definite nel Comunicato), nel caso in cui l'Emittente dovesse approvare o dare corso a qualsiasi operazione sul proprio capitale sociale (ivi inclusi, a titolo esemplificativo, aumenti o riduzioni di capitale) e/o sulle Azioni Mediobanca (ivi incluso, a titolo esemplificativo, accorpamento o annullamento di azioni), tale circostanza determinerà un aggiustamento del Corrispettivo nel caso in cui l'Offerente rinunciasse ad avvalersi della relativa Condizione di Efficacia, ove applicabile, in relazione a detto singolo evento.

La delibera assembleare di attribuzione della delega, assunta in data 17 aprile 2025, relativa all'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta, prevede che l'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta possa essere deliberato dal Consiglio di Amministrazione entro il 31 dicembre 2025, anche in una o più volte e in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo codice civile, per un ammontare pari a Euro 5,917 per ogni azione di nuova emissione e, quindi, per un ammontare di capitale sociale pari a massimi Euro 13.194.910.000,00, oltre sovrapprezzo, con emissione di un massimo di n. 2.230.000.000 azioni (l' "**Ammontare Massimo Azionario**"), prive del valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche delle azioni ordinarie di BMPS già in circolazione alla data di emissione, che saranno quotate su Euronext Milan (le "**Azioni BMPS**"), da liberarsi mediante conferimento in natura in quanto a servizio dell'Offerta.

Si ricorda che, sulla base dei contenuti dell'Offerta, l'Ammontare Massimo Azionario era stato calcolato, a scopo di estrema prudenza e secondo un approccio massimamente conservativo, tenendo conto dei seguenti fattori e, segnatamente: (i) dell'ammontare del dividendo deliberato dall'Assemblea degli azionisti di BMPS (pari a Euro 0,86 per azione), (ii) delle massime n. 16.178.862 azioni aggiuntive (le "**Azioni Aggiuntive**") che potrebbero essere emesse da Mediobanca a servizio di taluni dei piani di incentivazione di lungo termine basati su azioni (i "**Piani di Incentivazione**" o "**Piani**")¹ (qualora rivisti dai competenti organi di Mediobanca per prevederne l'accelerazione, ove previsto dai singoli Piani, e fermo restando che taluni di essi prevedono la possibilità di utilizzare – in luogo delle Azioni Aggiuntive – anche azioni proprie di Mediobanca in portafoglio, impregiudicate le limitazioni sottostanti all'emissione di Azioni Aggiuntive nell'ambito dei Piani), e (iii) della circostanza che, alla data della Relazione Assembleare, il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca non aveva ancora deliberato in merito alla distribuzione dell'acconto di dividendo ai propri soci (pre-annunciato da Mediobanca in data 10 febbraio 2025) e all'annullamento delle azioni proprie in portafoglio.

In data 20 maggio 2025, BMPS ha comunicato al mercato, a seguito dello stacco delle cedole e dei relativi pagamenti: (i) del dividendo deliberato dall'Assemblea dei soci di BMPS in data 17 aprile 2025 (pari a Euro 0,860 per azione di BMPS, il "**Dividendo BMPS**") e (ii) dell'acconto sul dividendo (a valere sui risultati al 31 dicembre 2024) deliberato dal Consiglio di Amministrazione di Mediobanca in data 8 maggio 2025 (pari a Euro 0,560 per ogni azione di Mediobanca, l' "**Acconto Dividendo Mediobanca**"), di aver proceduto al conseguente aggiustamento tecnico, pari a n. 0,233 azioni di BMPS. Alla data della

¹ Sulla base delle informazioni pubbliche, i seguenti Piani di Incentivazione di lungo termine basati su azioni e che potrebbero essere serviti, in tutto o in parte, da azioni di Mediobanca di nuova emissione approvati dall'Emittente medesimo, risultano attualmente in essere:

- i. Piano di performance shares 2015, approvato dall'Assemblea ordinaria di Mediobanca del 28 ottobre 2015 (e aggiornato dall'Assemblea ordinaria del 28 ottobre 2019);
- ii. Long Term Incentive Plan 2019-2023, approvato dall'Assemblea ordinaria di Mediobanca del 28 ottobre 2019;
- iii. Long Term Incentive Plan 2023-2026, approvato dall'Assemblea ordinaria di Mediobanca del 28 ottobre 2023; e
- iv. Piano di azionariato diffuso e co-investimento 2023-2026, approvato dall'Assemblea ordinaria di Mediobanca del 28 ottobre 2023.



Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

presente Relazione il Corrispettivo (a seguito dell'aggiustamento) è quindi pari a n. 2,533 Azioni BMPS a fronte di ogni azione di Mediobanca portata in adesione all'Offerta.

Ne consegue che, alla data della presente Relazione, il Corrispettivo (a seguito dell'aggiustamento) - fatti salvi eventuali ulteriori aggiustamenti in base a quanto indicato nella Comunicazione dell'Offerente e/o eventuali rimodulazioni e/o modifiche del contenuto e/o della struttura dell'Offerta - è pari a n. 2,533 azioni di BMPS per ciascuna azione di Mediobanca portata in adesione.

Per le ulteriori ipotesi al verificarsi delle quali si procederà al relativo ulteriore aggiustamento, si rinvia a quanto indicato nella Comunicazione dell'Offerente.

Si dà atto che il numero di nuove Azioni BMPS da emettere dipenderà dal livello di adesioni effettivamente raccolte in sede di Offerta e potrà eventualmente variare, fermo il rispetto dell'ammontare massimo di cui sopra, anche in ragione di eventuali variazioni che dovessero essere apportate all'Offerta nel rispetto delle disposizioni applicabili.

L'Offerta è soggetta all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni da parte delle autorità competenti così come illustrato nel Comunicato al paragrafo 1.4.

Per quanto concerne le condizioni dell'Offerta, si segnala, in particolare, quella che subordina l'efficacia dell'Offerta all'acquisto, ad esito dell'Offerta stessa, di una partecipazione pari al 66,67% dei diritti di voto esercitabili nelle assemblee dell'Emittente (la "**Condizione Soglia**"), *ferma restando la facoltà in capo a BMPS di modificare e/o rinunciare – in conformità alle previsioni di cui all'articolo 43, comma 1, del Regolamento Emittenti – in tutto o in parte a una o più delle Condizioni di Efficacia, come rappresentate nel Paragrafo A.2 del Documento Informativo ex art. 70 del Regolamento Emittenti pubblicato in occasione dell'Assemblea degli azionisti di BMPS in sessione straordinaria del 17 aprile 2025.*

1.3 Data di riferimento della stima

La data di riferimento della presente stima è il 31 marzo 2025 (la "**Data di Riferimento**"), data alla quale si riferiscono i dati più recenti disponibili riguardanti la situazione patrimoniale ed economica dell'Emittente.

Rispetto a tale data, la normativa applicabile stabilisce i limiti temporali entro i quali i risultati della presente stima potranno essere utilizzati ai fini della prospettata operazione di Conferimento.

1.4 Documentazione utilizzata

L'Offerente non dispone di alcuna informazione di natura privata relativa a Mediobanca, pertanto, l'Offerta è stata formulata esclusivamente sulla base delle informazioni pubbliche disponibili. Nello svolgimento dell'Incarico anche KPMG non ha avuto accesso ad informazioni private relative all'Emittente e, pertanto, le analisi condotte si sono basate esclusivamente sulle informazioni pubblicamente disponibili.

Tale aspetto caratterizza i contenuti ed i risultati della presente Relazione, per quanto riguarda le scelte metodologiche assunte, i riscontri effettuati ed i risultati ottenuti.

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

- Comunicato Stampa ai sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti divulgato alla comunità finanziaria da BMPS in data 24 gennaio 2025.
- Comunicato Stampa ai sensi dell'art. 37-ter, comma 3, del Regolamento Emittenti divulgato alla comunità finanziaria da BMPS in data 13 febbraio 2025.





Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

- Documento dal titolo *"The New Italian Banking Champion – Voluntary Public Exchange Offer launched by Banca Monte dei Paschi di Siena on the ordinary shares of Mediobanca"* presentato alla comunità finanziaria da BMPS in data 24 gennaio 2025.
- Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di BMPS sul punto 1 all'ordine del giorno dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti convocata in data 17 aprile 2025 in riferimento all'Offerta.
- Bozza della relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di BMPS, in ordine alla proposta di delibera da parte dello stesso – nell'esercizio della delega conferita dall'Assemblea degli azionisti di BMPS, in sessione straordinaria, del 17 aprile 2025 – dell'Aumento di Capitale a Servizio dell'Offerta.
- Bilancio consolidato e individuale di Mediobanca al 30 giugno 2024, assoggettato a revisione contabile completa da parte di EY S.p.A., che ha emesso la propria relazione in data 25 settembre 2024.
- Comunicato stampa inclusivo degli schemi di bilancio al 30 settembre 2024 e presentazione dei risultati trimestrali al 30 settembre 2024 di Mediobanca.
- Relazione finanziaria semestrale di Mediobanca al 31 dicembre 2024, assoggettata a revisione contabile limitata da parte di EY S.p.A., che ha emesso la propria relazione in data 11 febbraio 2025.
- Comunicato stampa inclusivo degli schemi di bilancio al 31 dicembre 2024 e presentazione dei risultati semestrali al 31 dicembre 2024 di Mediobanca, quest'ultima inclusiva di un aggiornamento dei target di alcuni indicatori dei Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026, come *infra* definito, riferiti all'anno fiscale 2026.
- Comunicato stampa inclusivo degli schemi di bilancio al 31 marzo 2025 e presentazione dei risultati del terzo trimestre chiuso al 31 marzo 2025 di Mediobanca.
- Documento *"Mediobanca One Brand – One Culture, Strategic Guidelines FY 2023-26"*, divulgato da Mediobanca alla comunità finanziaria in data 24 maggio 2023 e relativo ai dati prospettici attesi dalla banca per il triennio di riferimento (**"Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026"**).
- Stime fornite dalle case di investimento per quanto concerne le attese più recenti riferite ai risultati economico-finanziari prospettici di Mediobanca (**"Dati Prospettici degli Analisti"**).

Inoltre, ci siamo avvalsi di ulteriori documenti e informazioni, di natura pubblica, necessari allo sviluppo del processo valutativo.

1.5 Limitazioni

L'incarico e i risultati conseguiti nella presente Relazione sono sottoposti, oltre ai limiti indicati al paragrafo 1.3 che precede, alle seguenti ulteriori limitazioni.

L'analisi è basata su informazioni e documenti pubblicamente disponibili relativi a Mediobanca, in merito ai quali non sono state condotte attività di verifica, controlli, revisioni e/o attestazioni da parte nostra, coerentemente con l'incarico e la natura della documentazione a disposizione.

Nel corso delle analisi e nella preparazione della presente Relazione si è assunto e si è fatto affidamento sulla correttezza, completezza e accuratezza di tutte le informazioni e le assunzioni economico-finanziarie e di altra natura pubblicamente disponibili. I documenti e le informazioni utilizzate per le analisi oggetto del nostro incarico sono stati analizzati esclusivamente in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva; non sono state svolte verifiche o accertamenti finalizzati all'individuazione di errori, inesattezze, passività latenti di qualsiasi natura non riflesse nella documentazione e nelle informazioni disponibili.

**Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.**

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

Le analisi di valore assumono a riferimento la situazione economico-patrimoniale consolidata di Mediobanca riferita ai primi nove mesi dell'esercizio 2025, alla Data di Riferimento del 31 marzo 2025, comunicata alla comunità finanziaria in data 8 maggio 2025; nell'ambito del nostro Incarico non abbiamo avuto accesso al Management e/o alla società di revisione dell'Emittente. Non sono state svolte inoltre procedure autonome di revisione contabile sui dati di bilancio di Mediobanca e verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale e previdenziale o legate a rischi di qualunque tipologia non riportate nei bilanci e nella situazione patrimoniale dell'Emittente.

KPMG ha sviluppato le proprie analisi sulla base dell'assunto che nel periodo compreso tra il 31 marzo 2025 e la data della presente Relazione non si siano verificati mutamenti sostanziali nel profilo economico-patrimoniale e finanziario dell'Emittente, fatto salvo quanto esplicitato nel presente documento in merito al trattamento dell'Acconto Dividendo Mediobanca.

Le nostre analisi sono state inoltre condotte sulla base del perimetro societario dell'Emittente alla Data di Riferimento del 31 marzo 2025. In particolare, le stesse non incorporano eventuali effetti sulla situazione economico-patrimoniale di riferimento e/o prospettiva di Mediobanca, relativi all'offerta pubblica di scambio promossa dall'Emittente sulla totalità delle azioni di Banca Generali S.p.A., annunciata in data 28 aprile 2025, a seguito dell'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Mediobanca in data 27 aprile 2025.

Le analisi valutative sulle Azioni dell'Emittente oggetto di possibile Conferimento sono state condotte in ipotesi di normale funzionamento (astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione) e di continuità aziendale.

Le valutazioni sulle quali si basa la nostra Relazione sono state inoltre sviluppate in ottica *stand alone*, e pertanto i risultati dell'analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie e/o impatti fiscali, contabili, finanziari e/o operativi relativi all'operazione in oggetto. Nella c.d. valutazione *stand alone* di Mediobanca non sono stati infatti presi in considerazione gli effetti economico-finanziari o le potenziali sinergie derivanti dal completamento dell'Offerta.

Per le nostre valutazioni abbiamo utilizzato i dati finanziari previsionali di Mediobanca come risultanti dai Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026 e/o dalle stime desunte dai report degli analisti di ricerca riferite all'Emittente. Riguardo a tali dati previsionali e agli altri dati e informazioni utilizzati nell'ambito dell'Incarico, non assumiamo alcuna responsabilità relativamente alla loro veridicità e completezza; sugli stessi abbiamo condotto un'analisi della loro ragionevolezza complessiva, anche alla luce delle comunicazioni al mercato emesse dall'Emittente in occasione della presentazione dei risultati alla data del 31 dicembre 2024. Le proiezioni economico-finanziarie, incerte e variabili per natura, riflettono le strategie future della società. La presente Relazione non include esplicite o implicite dichiarazioni né garanzie circa le modalità di svolgimento e di implementazione delle suddette strategie e/o il raggiungimento dei risultati futuri.

Dobbiamo infatti rilevare che si tratta di dati previsionali, le cui assunzioni riguardanti l'evoluzione futura delle attività dell'Emittente su un orizzonte temporale prolungato ed in un settore (quello bancario), il cui andamento è strettamente legato al contesto di mercato macroeconomico e finanziario. Tale circostanza è peraltro accentuata dal contesto attuale caratterizzato da un'elevata volatilità dei valori di mercato dei titoli azionari, acuita, peraltro, dalla generale situazione di emergenza legata all'instabilità geopolitica internazionale e dall'incertezza relativa agli impatti di medio-lungo periodo derivanti dall'applicazione dei dazi doganali annunciati dalle principali economie mondiali. Da questo consegue che le previsioni formulate sulla base di queste assunzioni restano soggette a un certo grado di incertezza e potrebbero non trovare attuazione o attuarsi con modalità tali da determinare risultati diversi da quelli su cui si basa la nostra stima.

La presente Relazione è stata predisposta alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto le valutazioni non hanno tenuto conto del verificarsi di eventi di natura straordinaria e/o non



**Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.**

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

prevedibili (e.g. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali, ecc.). Abbiamo inoltre basato la nostra Relazione su parametri e condizioni economiche e di mercato, nonché su informazioni pubblicamente disponibili alla data dello stesso.

Il contenuto della Relazione va interpretato come stima di azioni quotate, costituenti l'intero capitale sociale di Mediobanca, basata su ipotesi e criteri valutativi generalmente accettati e da noi applicati nella fattispecie attraverso metodologie di valutazione ritenute appropriate, nel rispetto dell'Incarico ricevuto.

Coerentemente allo stesso, e sulla base di quanto precede, la presente stima costituisce un parere indipendente circa il valore attribuibile alle n. 833.279.689 azioni ordinarie rappresentative della totalità del capitale dell'Emittente alla data della Relazione.

Considerate le finalità del nostro Incarico, che sono esclusivamente quelle di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), c.c., la presente Relazione non intende sostituirsi all'autonomo giudizio degli azionisti di Mediobanca in merito alle condizioni dell'Offerta promossa da BMPS, né può costituire in alcun modo una raccomandazione ad aderire all'Offerta stessa.

Abbiamo infine ottenuto attestazione dal Management di BMPS che lo stesso non è a conoscenza di ulteriori elementi significativi per il nostro lavoro e che non ci siano stati presentati e discussi.

1.6 Lavoro svolto

Ai fini dell'espletamento del nostro Incarico abbiamo svolto le seguenti attività:

- esame delle informazioni e dei documenti raccolti;
- analisi della situazione economico-patrimoniale dei primi nove mesi dell'esercizio 2025 di Mediobanca, alla data del 31 marzo 2025, dei Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026 e dei Dati Prospettici degli Analisti;
- analisi del mercato di riferimento;
- identificazione delle metodologie di valutazione ritenute applicabili, tenuto conto delle caratteristiche distintive di Mediobanca, nonché delle indicazioni della dottrina e della prassi valutativa nel settore di riferimento;
- definizione delle grandezze e dei parametri necessari all'applicazione delle metodologie valutarie individuate;
- sviluppo delle metodologie valutarie e analisi di sensibilità dei risultati al variare dei principali parametri valutativi adottati;
- analisi dei risultati ottenuti.

1.7 Restrizione all'uso della presente Relazione

La presente Relazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo 1.1 "Oggetto della Relazione e termini dell'Incarico" e previste dall'art. 2343-ter del codice civile. Non accettiamo pertanto alcuna responsabilità per danni derivanti dall'utilizzo non autorizzato o improprio della presente Relazione.

1.8 Principali difficoltà e limiti della valutazione

Tra i limiti e le principali difficoltà di valutazione si segnalano i seguenti aspetti:



**Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.**

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

- Nello svolgimento dell'incarico KPMG non ha avuto accesso ad informazioni private relative all'Emittente e/o accesso al Management di Mediobanca. Le analisi condotte si sono basate, pertanto, esclusivamente sulle informazioni pubblicamente disponibili. Tale circostanza è stata riflessa nell'ambito dell'approccio e nella definizione dei parametri a supporto del processo valutativo. Non si può escludere che l'eventuale accesso a informazioni non pubblicamente disponibili dell'Emittente, a parità di altre condizioni, avrebbe potuto avere un impatto, anche significativo, sulle analisi e le considerazioni riportate nella presente Relazione.
- Nell'ambito delle analisi valutative condotte sono stati utilizzati dati finanziari previsionali che, per loro natura, presentano elementi di incertezza e soggettività e dipendono dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni. Tali ipotesi includono, *inter alia*, talune assunzioni ipotetiche che dipendono da fattori che sono in tutto o in parte al di fuori dell'influenza degli amministratori e che presentano per loro natura profili di incertezza connessi anche ai possibili cambiamenti strutturali di mercato.
- A causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento tra i dati prospettici ed il relativo valore consuntivo potrebbe essere significativo, anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle principali ipotesi sottostanti i dati prospettici medesimi si manifestassero.
- I metodi di valutazione utilizzati hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso che ha comportato, in particolare, la scelta di diversi parametri finanziari di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni, anche significative.
- L'attuale situazione congiunturale caratterizzata da notevole incertezza è all'origine di un'elevata volatilità dei valori di mercato dei titoli azionari, acuita dalla generale situazione di emergenza legata all'instabilità geopolitica internazionale, nonché all'incertezza relativa agli impatti di medio-lungo periodo derivanti dall'applicazione dei dazi doganali annunciati dalle principali economie mondiali. Tale contesto di mercato potrebbe, pertanto, avere un impatto sulle assunzioni valutative adottate nell'ambito delle analisi e di conseguenza sui risultati ottenuti. Ad oggi, essendo ancora in corso le tensioni geopolitiche, non è possibile prevedere gli impatti di medio e lungo termine di tali eventi sull'economia reale e sui mercati finanziari.



**Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.**

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

2 Descrizione dei beni oggetto di conferimento

2.1 Identificazione della società conferitaria

La società conferitaria è Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., società per azioni di diritto italiano, con sede sociale in Piazza Salimbeni, 3, Siena, numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Arezzo – Siena e Codice Fiscale n. 00884060526. BMPS è iscritta all'Albo delle Banche detenuto dalla Banca d'Italia al numero 5274 e, in qualità di società capogruppo del Gruppo Bancario Monte dei Paschi di Siena (il "**Gruppo BMPS**"), all'Albo dei Gruppi Bancari con il numero 1030, nonché aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia.

2.2 Oggetto del conferimento

Nell'ambito dell'Offerta in esame, l'oggetto del Conferimento è rappresentato dalle massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca costituenti l'intero capitale sociale dell'Emittente ed inclusive delle azioni proprie. Le azioni dell'Emittente sono ammesse alla negoziazione su Euronext Milan, un mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana, con codice ISIN IT0000062957 e sono in regime di dematerializzazione ai sensi dell'art. 83-bis del TUF.

Mediobanca ha sede legale in Milano, Piazzetta Enrico Cuccia, 1, numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano e Codice Fiscale n. 00714490158. Mediobanca è iscritta all'Albo delle Banche detenuto dalla Banca d'Italia e, in qualità di società capogruppo del Gruppo Bancario Mediobanca, all'Albo dei Gruppi Bancari con il numero 10631, nonché aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia.



Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

3 Mediobanca

3.1 Profilo

Mediobanca è un gruppo finanziario specializzato, attivo nel *Consumer Finance*, nel *Wealth Management* e nel *Corporate & Investment Banking*. L'Emittente è quotata sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ed è inclusa nell'indice FTSE/MIB.

Mediobanca opera attraverso quattro principali linee di business:

- 1) *Consumer Finance* ("CF"): Mediobanca opera nel credito al consumo tramite Compass, società che opera in Italia da oltre 70 anni, con un'offerta dedicata ai prestiti personali. In tale segmento la banca offre anche servizi di prestiti finalizzati, carte di credito, cessione del quinto e *buy-now-pay-later*, quest'ultima mediante lo sviluppo di Pagolight (soluzione proprietaria) e la partecipazione in HeidiPay.
- 2) *Wealth Management* ("WM"): inclusivo di tre principali sottosettori relativi a:
 - (i) *Private Banking*, servizi offerti a circa 11.000 clienti *High Net Worth* e *Ultra High Net Worth*, attraverso Mediobanca Private Banking (nata nel 2017 dall'integrazione di Banca Esperia in Mediobanca) e CMB Monaco per la clientela. Al 30 giugno 2024 il segmento conta 155 consulenti e circa Euro 45 miliardi di raccolta indiretta.
 - (ii) *Premier Banking*, servizi offerti alla clientela *Affluent*, per il tramite di Mediobanca Premier (ex CheBanca!). Al 30 giugno 2024, la banca conta su più di 770.000 clienti, 615 consulenti finanziari, 536 gestori e circa Euro 42 miliardi di raccolta indiretta.
 - (iii) *Asset Management*, con la presenza di fabbriche prodotto proprietarie come Mediobanca Sgr, Polus Capital e RAM.
- 3) *Corporate & Investment Banking* ("CIB"): tale divisione offre servizi di *capital markets*, *lending*, *trading*, *specialty finance* e consulenza in operazioni di *Merger&Acquisition*, valutazioni societarie o di asset e ristrutturazioni.
- 4) *Insurance* ("INS"): L'attività degli ultimi anni ha riguardato la gestione attiva del portafoglio di partecipazioni di Mediobanca. L'attuale portafoglio comprende oggi essenzialmente la partecipazione in Assicurazioni Generali S.p.A. ("Generali"), investimento con una significativa contribuzione ai risultati di Mediobanca.

Con riferimento alla partecipazione in Generali, si segnala che la stessa è oggetto dell'offerta pubblica di scambio promossa in data 28 aprile 2025 dall'Emittente ed avente ad oggetto la totalità delle azioni emesse da Banca Generali S.p.A., nell'ambito della quale Mediobanca riconoscerebbe, per ciascuna azione di Banca Generali S.p.A. portata in adesione all'offerta, un corrispettivo unitario, non soggetto ad aggiustamenti (fatto salvo quanto indicato nel paragrafo 3.2.1 del comunicato emesso ai sensi dell'art. 102 da Mediobanca), pari a n. 1,70 azioni ordinarie di Generali detenute da Mediobanca stessa.

Il capitale sociale dell'Emittente alla data della presente Relazione è costituito da n. 833.279.689 azioni ordinarie prive del valore nominale. Alla Data di Riferimento del 31 marzo 2025 il capitale sociale dell'Emittente era suddiviso in n. 814.459.551 azioni in circolazione e n. 18.820.138 azioni proprie in portafoglio.

Si precisa inoltre che l'Assemblea Straordinaria dell'Emittente, tenutasi in data 28 ottobre 2024, ha deliberato di annullare fino a un massimo di n. 30.000.000 azioni proprie che potranno essere acquisite (e non utilizzate) in base alla delibera assembleare assunta in pari data in sede ordinaria. In base alla delibera assunta, l'annullamento potrà essere eseguito con più atti in via frazionata ovvero in un'unica




Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

soluzione, comunque, entro 18 mesi dalla data della delibera assembleare. Il programma di riacquisto e cancellazione di azioni proprie ha un controvalore pari a circa Euro 385 milioni. L'operazione è stata autorizzata dalla Banca Centrale Europea.

Di seguito si riportano i soggetti che, alla data della Relazione – sulla base delle comunicazioni ai sensi dell'art. 120 del TUF, così come pubblicate sul sito internet di Consob – detengono una quota del capitale sociale o dei diritti di voto dell'Emittente superiore al 3% del capitale sociale ordinario dell'Emittente¹:

- Francesco Gaetano Caltagirone: 5,499%;
- Delfin SARL: 19,390%;
- Banca Mediolanum S.p.A.: 3,343%.

3.2 Situazione patrimoniale ed economica di Mediobanca al 30 giugno 2024 e al 31 marzo 2025

Si riporta di seguito la situazione patrimoniale ed economica di Mediobanca al 31 marzo 2025.

Mediobanca adotta un esercizio fiscale con chiusura al 30 giugno di ogni anno; pertanto, i dati riferiti al mese di dicembre corrispondono ai risultati della relazione finanziaria semestrale.

Tabella 1. Conto economico Gruppo Mediobanca

Conto Economico Gruppo Mediobanca	30/06/2023	30/06/2024	31/03/2024	31/03/2025	A/A
€ milioni	12 mesi	12 mesi	9 mesi	9 mesi	9 mesi
Margine di interesse	1.801	1.985	1.492	1.476	(1,1%)
Proventi di tesoreria	206	172	134	137	2,7%
Commissioni nette e altri proventi	843	939	660	819	24,1%
Valorizzazione equity method	454	510	342	335	(2,0%)
Margine di intermediazione	3.303	3.607	2.628	2.768	5,3%
spese per il personale	(728)	(805)	(587)	(629)	7,1%
altre spese amministrative	(685)	(738)	(537)	(548)	2,1%
Costi operativi	(1.413)	(1.542)	(1.124)	(1.177)	4,7%
Riprese / (Rettifiche) di valore su impieghi a clientela	(270)	(252)	(196)	(186)	(4,9%)
Riprese / (Rettifiche) di valore su altre attività finanziarie	(7)	14	15	20	28,3%
Altri utili / (perdite)	(186)	(90)	(26)	(25)	(6,1%)
Utile (perdita) dell'operatività corrente al lordo delle imposte	1.427	1.736	1.298	1.400	7,9%
Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente	(394)	(437)	(331)	(348)	4,9%
Utile (perdita) di esercizio di pertinenza di terzi	(7)	(26)	(20)	(59)	n.m.
Utile (perdita) di esercizio di pertinenza della Capogruppo	1.026	1.273	946	993	5,0%

Fonte: Bilanci e relazioni finanziarie di Mediobanca.

1 Quote riferite alla totalità delle azioni relative al dichiarante ovvero soggetto posto al vertice della catena partecipativa.

**Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.**

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

Tabella 2. Conto economico divisionale del Gruppo Mediobanca al 31 marzo 2025

Conto economico per Business Unit	CF	WM	CIB	INS	Holding Functions	Gruppo ¹
9 mesi 31/03/2025 (€ milioni)						
Margine d'interesse	845	305	238	(5)	61	1.476
Proventi di tesoreria	-	9	99	19	13	137
Commissioni nette e altri proventi	110	413	341	(1)	4	819
Valorizzazione equity method	(0,4)	-	-	337	(1)	335
Margine di intermediazione	954	727	677	349	77	2.768
spese per il personale	(94)	(251)	(174)	(3)	(107)	(629)
altre spese amministrative	(197)	(223)	(123)	(1)	(21)	(548)
Costi operativi	(291)	(474)	(297)	(4)	(128)	(1.177)
Riprese / (Rettifiche) di valore su impieghi a clientela	(202)	1	12	-	3	(186)
Riprese / (Rettifiche) di valore su altre attività finanziarie	-	0,3	-	18	2	20
Altri utili / (perdite)	-	(5)	(3)	-	(2)	(25)
Utile (perdita) dell'operatività corrente al lordo delle imposte	461	249	389	363	(48)	1.400
Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente	(153)	(78)	(109)	(13)	(1)	(348)
Utile (perdita) di esercizio di pertinenza di terzi	-	(2)	(56)	-	(1)	(59)
Utile (perdita) di esercizio di pertinenza della Capogruppo	308	169	225	350	(50)	993
RWA	13.956	6.334	14.058	8.016	3.980	46.344

Fonte: Relazione finanziaria al 31 marzo 2025 di Mediobanca.

- I ricavi relativi ai nove mesi consolidati sono cresciuti del 5,3%, passando da Euro 2.628 milioni a Euro 2.768 milioni con un contributo dell'ultimo trimestre pari a Euro 920 milioni.
- Il margine di interesse si attesta ad Euro 1.476 milioni rispetto a Euro 1.492 milioni al 31 marzo 2024 (-1,1%), tuttavia il contributo trimestrale pari ad Euro 497 milioni risulta in lieve crescita grazie alla ripresa dei volumi ed alla tenuta dei rendimenti degli attivi.
- Nel dettaglio il risultato consolidato è stato sostenuto dall'espansione del segmento CF, che ha registrato un aumento dell'8,6% su base annua. Il comparto CIB è rimasto stabile a circa Euro 238 milioni. Il WM è in lieve calo a circa Euro 305 milioni per effetto di stock stabili e rendimenti in flessione.
- Le commissioni nette hanno registrato una crescita del 24,1% su base annua, raggiungendo Euro 819 milioni. Le commissioni del WM sono aumentate del 13,7% su base annua, attestandosi a Euro 413 milioni, mentre quelle della divisione CIB sono salite a Euro 341 milioni, in crescita del 51,6% rispetto all'anno precedente.
- Il contributo di Assicurazioni Generali all'*equity method* scende lievemente da Euro 338 milioni a Euro 329 milioni. Il contributo degli altri investimenti IAS28 concorrono per Euro 6 milioni rispetto a Euro 4 milioni dello scorso anno.

1 La somma dei dati per area di business differisce dal totale del Gruppo per le rettifiche/differenze di consolidamento nette tra le aree di business (Euro 9 milioni).



**Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.**

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

- I costi di struttura sono incrementati del 4,7% su base annua, attestandosi a Euro 1.177 milioni. Nonostante tale l'incremento, il rapporto costi/ricavi è rimasto contenuto al 42,5%. L'aumento dei costi ha riguardato tutte le principali componenti:
 - Il costo del lavoro è cresciuto del 7,1%, passando da Euro 587 milioni a Euro 629 milioni. L'incremento è stato determinato dall'aumento del numero di dipendenti (FTE +2,2%, da 5.387 a 5.508).
 - Le spese amministrative sono aumentate del 2,1%, raggiungendo Euro 548 milioni. L'incremento è stato guidato principalmente dalle spese tecnologiche (+2,0%), dai costi di *back office* e *operation* (+4%) e dalle spese per il recupero crediti (+2% attestandosi ad Euro 31 milioni).

Tabella 3. Conto economico divisionale del Gruppo Mediobanca al 31 marzo 2024

Conto economico per Business Unit	CF	WM	CIB	INS	Holding Functions	Gruppo ¹
9 mesi 31/03/2024 (€ milioni)						
Margine d'interesse	778	320	233	(5)	139	1.492
Proventi di tesoreria	0	7	78	12	33	134
Commissioni nette e altri proventi	110	363	225	-	8	660
Valorizzazione equity method	(0)	-	-	342	-	342
Margine di intermediazione	888	690	536	349	180	2.628
spese per il personale	(89)	(244)	(147)	(3)	(104)	(587)
altre spese amministrative	(183)	(213)	(119)	(1)	(35)	(537)
Costi operativi	(271)	(457)	(267)	(4)	(139)	(1.124)
Riprese / (Rettifiche) di valore su impieghi a clientela	(184)	(9)	3	-	6	(196)
Riprese / (Rettifiche) di valore su altre attività finanziarie	-	1	3	20	(3)	15
Altri utili / (perdite)	0	(3)	1	-	(24)	(26)
Utile (perdita) dell'operatività corrente al lordo delle imposte	433	223	270	365	8	1.298
Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente	(141)	(69)	(84)	(12)	(24)	(331)
Utile (perdita) di esercizio di pertinenza di terzi	-	(1)	(17)	-	(2)	(20)
Utile (perdita) di esercizio di pertinenza della Capogruppo	292	153	169	353	(18)	946
RWA	14.748	5.765	16.277	8.068	3.916	48.774

Fonte: Relazione finanziaria al 31 marzo 2024 di Mediobanca.

¹ La somma dei dati per area di business differisce dal totale del Gruppo per le rettifiche/differenze di consolidamento nette tra le aree di business (Euro 2,8 milioni).

**Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.**

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

Tabella 4. Stato Patrimoniale del Gruppo Mediobanca al 31 dicembre 2024 e al 31 marzo 2025

Stato Patrimoniale Gruppo Mediobanca	31/12/2024	31/03/2025	%
€ milioni			
Attività finanziarie detenute per la negoziazione	15.172	16.561	9,2%
Impieghi di tesoreria e cassa	10.386	9.487	(8,7%)
Titoli d'investimento	4.992	5.112	2,4%
Partecipazioni	4.092	-	n.a.
Altre partecipazioni	900	-	n.a.
Titoli di debito del banking book	12.063	11.895	(1,4%)
Impieghi verso clientela	53.859	54.022	0,3%
Corporate	17.170	17.347	1,0%
Specialty finance	2.707	2.377	(12,2%)
Credito al consumo	15.564	15.821	1,6%
Mutui residenziali	12.615	12.675	0,5%
Private banking	4.474	4.506	0,7%
Leasing e Gestione NPL	1.329	1.297	(2,4%)
Attività materiali e immateriali	1.639	1.697	3,5%
Altre attività	1.801	1.997	10,9%
Totale attivo	99.912	100.770	0,9%
Raccolta	64.211	66.131	3,0%
Obbligazioni MB	28.728	30.003	4,4%
Depositi retail	17.904	17.922	0,1%
Debiti private	10.292	10.929	6,2%
BCE	-	-	
Interbancario e altro	7.287	7.276	(0,2%)
Raccolta di tesoreria	11.841	9.861	(16,7%)
Passività finanziarie di negoziazione	9.095	9.539	4,9%
Altre passività	3.295	3.636	10,3%
Fondi del passivo	149	140	(6,3%)
Patrimonio netto	11.321	11.464	1,3%
Patrimonio di terzi	86	14	(83,6%)
Risultato di esercizio	660	993	50,6%
Totale passivo e patrimonio netto	99.912	100.770	0,9%
TFA nette	106.824	108.272	1,4%
Premier	44.826	46.201	3,1%
Private/HNWI	47.167	46.942	(0,5%)
Asset Management	31.686	32.220	1,7%
Intercompany	(16.854)	(17.090)	1,4%
Capitale regolamentare			
Patrimonio di base	7.248	7.210	(0,5%)
Patrimonio di vigilanza	8.381	8.582	2,4%
Attività a rischio ponderate	47.561	46.344	(2,6%)

Fonte: Bilanci e relazioni finanziarie di Mediobanca.





Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

- L'attivo patrimoniale al 31 marzo 2025 mostra un lieve aumento, passando da Euro 99,9 miliardi al 31 dicembre 2024 a Euro 100,8 miliardi.
- Gli impieghi a clientela mantengono un trend stabile, passando da Euro 53,9 miliardi al 31 dicembre 2024 a Euro 54,0 miliardi al 31 marzo 2025.
- I titoli di debito del *banking book* sono in lieve riduzione del 1,4%, da Euro 12,1 miliardi a Euro 11,9 miliardi al 31 marzo 2025.
- La raccolta totale cresce da Euro 64,2 miliardi a Euro 66,1 miliardi, con una componente cartolare in crescita dopo nuove emissioni per Euro 2,2 miliardi nell'ultimo trimestre. Le obbligazioni di Mediobanca contribuiscono alla crescita della raccolta totale per 4,4%, passando da Euro 28,7 miliardi a Euro 30,0 miliardi. I depositi WM aumentano da Euro 28,2 miliardi a Euro 28,9 miliardi, con un costo esterno dell'1,7%, in riduzione di 10 bps rispetto al 31 dicembre 2024.
- I Total Financial Assets (TFA) salgono a Euro 108,3 miliardi (+1,4% rispetto al 31 dicembre 2024), con una raccolta netta di Euro 2,3 miliardi. Gli *asset under management* aumentano a Euro 49,4 miliardi, in crescita del 2,5%, con una raccolta netta di risparmio gestito pari a Euro 1,8 miliardi. Gli *asset under administration* restano sostanzialmente stabili a Euro 30 miliardi, mentre i depositi crescono a Euro 28,9 miliardi rispetto a Euro 28,2 miliardi al 31 dicembre 2024.

Il patrimonio netto consolidato di Mediobanca al 31 marzo 2025 risulta pari a Euro 11.463,8 milioni, comprensivo del patrimonio netto di pertinenza dei terzi pari ad Euro 14,1 milioni. Il patrimonio netto di pertinenza della capogruppo ammonta, dunque, complessivamente a Euro 11.449,7 milioni ed è principalmente costituito da:

- Capitale sociale per Euro 444,7 milioni;
- Altre riserve per Euro 10.185,2 milioni;
- Riserva da valutazione negativa per Euro 173,4 milioni;
- Utile netto di periodo pari a Euro 993,2 milioni.

Infine, al 31 marzo 2025, il CET1 Ratio di Mediobanca si attesta al 15,6%, con l'applicazione del Danish Compromise, con l'inclusione di circa 75 punti base circa dei risultati dei primi nove mesi, al netto del dividendo (pay-out al 70%). Il CET1 ratio Corep, senza l'autofinanziamento dei nove mesi, è pari al 14,8%. Alla stessa data il CET1 Ratio fully loaded è pari al 15,3%, includendo gli impatti a regime della CRR3 e senza l'impatto relativo al *Fundamental Review of the Trading Book* (FRTB).

3.3 Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026 di Mediobanca

I Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026 di Mediobanca, illustrati nel prosieguo, sono stati divulgati alla comunità finanziaria in data 24 maggio 2023 e confermati in data 1 agosto 2024, in occasione della comunicazione dei risultati annuali al 30 giugno 2024. In data 11 febbraio 2025, nell'ambito della presentazione dei risultati semestrali al 31 dicembre 2024, Mediobanca ha aggiornato, rivedendo al rialzo, i target previsti per alcuni indicatori di performance riferiti al *fiscal year* 2026.

Mediobanca ha delineato un piano strategico per il periodo FY23-26 con obiettivi definiti per singola linea di business, come nel seguito rappresentato:

- **Consumer Finance**, Mediobanca intende ampliare la propria rete rafforzando la sua presenza in mercati emergenti ed esplorando nuovi segmenti di clientela tramite i propri canali digitali. L'obiettivo è quello di consolidare gli *stream* di ricavi del *Consumer Finance* all'interno del gruppo Mediobanca.

**Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.**

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

- **Wealth Management**, Mediobanca punta a colmare il divario dimensionale con i principali competitors italiani, sfruttando il potenziale della clientela HNWI/UHNWI (clientela con patrimoni netto superiore rispettivamente a Euro 5 milioni e Euro 20 milioni) e riposizionando il segmento Premier. L'obiettivo è di ottenere un aumento a doppia cifra di TFAs, ricavi e utili.
- **Corporate & Investment Banking**, Mediobanca mira a creare una piattaforma europea *capital light*, investendo principalmente in attività a basso assorbimento di capitale e sfruttando le potenziali sinergie con il *Wealth Management*, con l'obiettivo in arco piano di ridurre considerevolmente gli RWA e consolidare le linee di ricavo.
- **Insurance**, l'obiettivo è quello di rendere questa area di business una fonte di ricavi di rilievo all'interno del Gruppo, limitando al contempo l'assorbimento di capitale dei propri attivi.

Di seguito le principali grandezze economico-patrimoniali attese per l'anno fiscale 2023 e per l'ultimo anno di proiezione (i.e., 2026), confrontati con le medesime grandezze derivanti dai dati consuntivi al 30 giugno 2023 e al 30 giugno 2024. Si riportano inoltre i dati *revised*, riferiti a taluni target per l'anno 2026, come comunicati, in data 11 febbraio 2025, nell'ambito della presentazione alla comunità finanziaria dei dati semestrali al 31 dicembre 2024.

Tabella 5. Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026 e target 2026 revised

Gruppo Mediobanca	30/06/2023 E	30/06/2026 E	30/06/2023 A	30/06/2024 A	30/06/2026 Revised
€ miliardi / %					
Dati economici					
Ricavi	3,2	3,8	3,3	3,6	~4
Cost/income	~44%	~44%	42,8%	42,8%	n.a.
Utile netto	~1,1	~1,4	1,0	1,3	> 1,4
KPIs					
RoRWA	~2,1%	~2,7%	2,1%	2,7%	n.a.
di cui WM	~2,9%	~4,0%	3,1%	3,6%	n.a.
di cui CF	~2,7%	~2,9%	2,9%	2,7%	n.a.
di cui CIB	~1,0%	~1,6%	1,2%	1,5%	n.a.
ROTE	~12%	~15%	12,7%	14,0%	n.a.
EPS	1,15	1,80	1,21	1,53	n.a.
Dati patrimoniali / Capitale					
TFA	> 85	~115	88,0	99,4	n.a.
Raccolta diretta	~30%	~25%	32%	28%	n.a.
Raccolta indiretta	~70%	~75%	68%	72%	n.a.
RWA	~52	~51	51,4	47,6	n.a.
RWA Density	~57%	~52%	56,1%	48,0%	n.a.
CET1 Ratio	15,4%	14,5%	15,9%	15,2%	n.a.
FTE (#k)	5,3	5,8	5,4	5,4	n.a.

Fonte: Documento "Mediobanca One Brand – One Culture, Strategic Guidelines FY 2023-26", bilanci al 30 giugno 2023 e al 30 giugno 2024 di Mediobanca, Relazione semestrale e presentazione dei risultati al 31 dicembre 2024.

I Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026 di Mediobanca e i target revised rappresentano, alla data della presente Relazione, le informazioni prospettiche più recenti pubblicamente disponibili, comunicate dall'Emittente alla comunità finanziaria.





Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

4 La stima del valore delle Azioni Mediobanca

4.1 Premessa

L'oggetto della presente Relazione è la valutazione delle n. 833.279.689 azioni ordinarie Mediobanca (inclusive delle azioni proprie), oggetto dell'Offerta e costituenti, alla data odierna, l'intero capitale sociale dell'Emittente. Ciò significa che:

- l'oggetto della valutazione è rappresentato dal numero totale di azioni che, complessivamente considerate, costituiscono l'intero capitale sociale di Mediobanca;
- la prospettiva da adottare nella valutazione coincide con quella di un soggetto che acquisisca il totale delle azioni ordinarie di Mediobanca. Tale prospettiva deve considerare la società oggetto di valutazione in un'ottica di continuità di funzionamento e *stand alone*, prescindendo, pertanto da specifiche sinergie e altri effetti economico-finanziari derivanti da una possibile integrazione.

In base all'Incarico ricevuto, la finalità della presente Relazione consiste nell'espressione di un parere autonomo ed indipendente, avuto riguardo alle disposizioni dell'art. 2343-ter del codice civile e, quindi, volto a verificare che il valore equo del bene oggetto del Conferimento non sia inferiore a quello ad esso attribuito ai fini dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta, comprensivo di sovrapprezzo.

Le metodologie di stima e le modalità applicative adottate per la valutazione sono orientate al generale criterio della prudenza e tengono in considerazione la finalità che il disposto di legge intende perseguire, ovvero quella di evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti in natura, il patrimonio della conferitaria risulti artificiosamente alterato.

Si evidenzia che, date le tempistiche dell'operazione, la nostra Relazione ha ad oggetto il valore equo attribuibile alle Azioni Mediobanca oggetto del Conferimento, stimato alla data di emissione della presente Relazione, quale valore soglia riferito al valore da attribuirsi ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta. Il valore dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta sarà infatti determinabile solo in prossimità della sua esecuzione, sulla base del prezzo di emissione delle azioni BMPS e del numero effettivo di azioni di nuova emissione.

4.2 Scelta delle metodiche della valutazione

I metodi di valutazione delle Azioni Mediobanca sono stati identificati tra quelli di generale accettazione e tenendo conto, oltre che delle informazioni disponibili, delle condizioni dell'Offerta, del settore di riferimento in cui opera l'Emittente, delle caratteristiche distintive del Gruppo Mediobanca e della contribuzione delle singole linee di business alla redditività complessiva dello stesso, nonché della prassi valutativa in linea con gli standard nazionali e internazionali.

La Data di Riferimento delle nostre valutazioni è il 31 marzo 2025. Le valutazioni sono infatti basate sui dati economico-patrimoniali e sui requisiti patrimoniali e ratio di vigilanza a tale data del Gruppo Mediobanca. Le rilevazioni delle quotazioni del titolo dell'Emittente si riferiscono a dati antecedenti alla data di annuncio dell'Offerta (24 gennaio 2025), mentre i parametri di mercato, nonché i Target Price, sono stati rilevati in prossimità della data di emissione della presente Relazione.

Le analisi sono state sviluppate esclusivamente sulla base di informativa di natura pubblica. Sono stati tenuti in considerazione i risultati raggiunti storicamente a livello economico e patrimoniale da parte di Mediobanca, i Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026, i Dati Prospettici degli Analisti e i Target Price dagli analisti finanziari sulla futura performance di Mediobanca, nonché le quotazioni di Borsa.





Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

*Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Giugno 2025*

Sulla base di tali informazioni, abbiamo sviluppato un giudizio di valutazione tramite una pluralità di metodi. In particolare, sono stati considerati:

- il metodo *Sum of the Parts*, al fine di valorizzare separatamente: (i) le linee di business relative ai segmenti CF, WM e CIB di Mediobanca, attraverso l'utilizzo del metodo di Gordon, del metodo dei multipli di borsa e del metodo dell'analisi di regressione; (ii) la partecipazione detenuta da Mediobanca in Generali, attraverso il metodo delle quotazioni di Borsa della partecipata assicurativa; (iii) le altre partecipazioni diverse da Generali, valutate al valore di carico;
- il metodo delle quotazioni di Borsa;
- il metodo dei *Target Price*;
- il metodo del *Dividend Discount Model* nella variante dell'*Excess Capital*.

L'individuazione del valore equo delle Azioni dell'Emittente è stata effettuata in ottica "*ex dividend*", ovvero escludendo il valore di Euro 455 milioni dell'Acconto Dividendo Mediobanca (Euro 0,560 per azione), pagato dall'Emittente in data 9 maggio 2025.

Nello svolgimento delle analisi valutative è stata assunta una posizione di capitale regolamentare con applicazione permanente del *Danish Compromise* alla partecipazione detenuta da Mediobanca in Generali, in linea con quanto indicato nel bilancio consolidato e individuale dell'Emittente al 30 giugno 2024, dove si riporta che "*a conclusione del processo di definizione del nuovo framework regolamentare di Basilea, lo scorso 24 aprile è stato approvato definitivamente il nuovo testo della regolamentazione europea (cd. CRR3), rendendo permanente, ai fini del calcolo dei ratios patrimoniali (in particolare il CET1), l'attuale trattamento applicato all'interessenza (cd. Danish Compromise) che viceversa sarebbe decaduto dal primo gennaio 2025*".

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

4.3 Il metodo *Sum of the Parts*

L'approccio "*Sum of the Parts*" ("**SoP**") calcola il valore economico di una società come somma dei valori di capitale economico attribuibili alle diverse linee di business presenti nell'ambito della medesima struttura societaria. Tale approccio si applica sia nel caso di holding che detengono partecipazioni in società operative in comparti di business eterogenei, sia con riferimento a società che svolgono business differenti nell'ambito della medesima struttura societaria. In questo caso, il valore economico di una società è dato dalla somma dei valori economici attribuibili a ciascuna delle linee di business che la compongono sulla base del loro profilo di rischio e del conseguente rendimento atteso nonché del capitale allocato alle medesime.

Come anticipato, il valore delle linee di business CF, WM e CIB di Mediobanca è stato stimato sulla base delle seguenti metodologie, ciascuna applicata singolarmente e omogeneamente alle tre linee di business: (i) il metodo di Gordon, (ii) il metodo dei multipli di borsa e (iii) il metodo dell'analisi di regressione.

Nell'applicazione delle tre metodologie, sono stati separatamente stimati i valori relativi a:

- la funzione di Holding, tenuto conto del multiplo implicito risultante delle valutazioni delle tre linee di business;
- la partecipazione in Generali;
- le altre partecipazioni, ai valori di carico di bilancio.





Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

4.3.1 Il metodo di Gordon

Il metodo della crescita di Gordon stima il valore economico di una società o di un ramo d'azienda sulla base del valore attuale della redditività prospettica ritenuta sostenibile nel lungo termine, capitalizzato in perpetuity, tenuto conto di un tasso di crescita atteso sostenibile dell'utile netto (*g rate*) e di un tasso di rendimento richiesto dagli investitori per investimenti con profilo di rischio simile (*Ke*).

Nella fattispecie, per la determinazione del valore equo delle singole linee di business (CF, WM e CIB), è stata utilizzata la variante equivalente sulla base della seguente formula:

$$W = \frac{RORAC - g}{k_e - g} * CA$$

dove:

- W** = Valore del capitale economico della singola linea di business.
- RORAC** = Redditività futura sostenibile nel lungo periodo, tenuto conto del capitale allocato, stimata in due diversi scenari: (i) redditività storica, (ii) redditività prospettica.
- g** = Tasso di crescita atteso a lungo termine del risultato medio atteso sostenibile, assunto pari al tasso di inflazione atteso di lungo periodo per l'Italia e pari al 2,0% (Fonte: *Fondo Monetario Internazionale*).
- ke** = Costo del capitale proprio, determinato sulla base dell'applicazione della formula del *Capital Asset Pricing Model* ("**CAPM**"), e distinto per ciascuna linea di business (CF: 11,5%, WM: 11,1%, CIB: 11,3%).
- CA** = Capitale allocato alle singole linee di business, sulla base degli RWA specifici e di un CET 1 Ratio Target del 13,5%, pari al livello di CET 1 minimo indicato dal Management di Mediobanca nei Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026.

Per la determinazione del valore equo delle Azioni Mediobanca, è stato poi considerato il valore attribuibile a: (i) la funzione di holding, (ii) la partecipazione in Generali, sulla base del prezzo medio degli ultimi tre mesi, (iii) le partecipazioni nelle altre società e (iv) l'excess capital rispetto al requisito patrimoniale target identificato.

Le valorizzazioni ottenute sono state oggetto di analisi di sensitività, ove applicabili, relative al costo del capitale proprio, al tasso di crescita atteso e alla redditività futura sostenibile di lungo periodo.

4.3.2 Il metodo dei multipli di Borsa

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

Il criterio si basa sulla determinazione dei moltiplicatori, desunti rapportando alla capitalizzazione di Borsa indicatori di natura economica, patrimoniale, finanziaria o legati all'operatività delle società stesse.



Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Giugno 2025

Una delle ipotesi fondamentali alla base del metodo dei multipli di Borsa è l'affinità tra la realtà oggetto di valutazione e le società selezionate per il campione di confronto. La significatività dei risultati è infatti strettamente dipendente dalla confrontabilità del campione. La scelta dei multipli avviene in base alle caratteristiche del settore nel quale opera la società oggetto di valutazione.

Nella fattispecie, data la natura eterogena delle tre linee di business di Mediobanca, CF, WM e CIB, sono stati selezionati tre rispettivi campioni di società comparabili quotate e operanti sul mercato italiano e internazionale.

Ai fini dello sviluppo di tale metodologia si è deciso di fare riferimento al multiplo Prezzo/Utili netti previsionali ("P/E"). Tale multiplo rappresenta un indicatore comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale sia a livello internazionale ed è in linea con la prassi professionale in sede di valutazione di operatori attivi nelle medesime linee di business di Mediobanca.

I valori medi dei multipli P/E dei campioni identificati per le singole linee di business sono stati applicati alle rispettive stime di utile netto atteso, in due diversi scenari, misurati su un orizzonte di dodici mesi riferiti all'anno 2025, derivate da (i) i Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026 di Mediobanca e (ii) i Dati Prospettici degli Analisti.

Tali valutazioni sono state condotte anche tenuto conto dei risultati consuntivi al 31 marzo 2025.

Come per il metodo di Gordon, l'applicazione è stata condotta in una logica *Sum of the Parts*, valorizzando separatamente le funzioni di holding, la partecipazione in Generali valutata alla media dei prezzi degli ultimi tre mesi, e le altre partecipazioni.

4.3.3 Il metodo dell'analisi di regressione

Il metodo dell'analisi di regressione si basa sull'analisi delle quotazioni di Borsa di società quotate ritenute comparabili alla società o al ramo d'azienda oggetto di valutazione e comporta l'individuazione di moltiplicatori, desunti rapportando alle capitalizzazioni di Borsa grandezze di natura economica, patrimoniale, finanziaria o legate all'operatività delle società stesse.

Nella fattispecie, tale metodologia empirica determina il valore economico della società o del ramo d'azienda oggetto di valutazione sulla base della correlazione statistica, esistente tra la redditività sul patrimonio netto tangibile attesa per il 2026 (*Return on Net Asset Value*, di seguito "RONAV") ed il rapporto tra la capitalizzazione di mercato ed il valore di patrimonio netto tangibile atteso 2025 (multiplo "P/NAV") per un campione di società quotate comparabili.

Nella fattispecie, in considerazione delle specificità operative delle linee di business di Mediobanca, sono state valutate, in una logica *Sum of the Parts*, separatamente:

- (i) la divisione *banking* e altre partecipazioni, sulla base dell'applicazione del metodo dell'analisi di regressione, tenuto conto del RONAV – stimato sulla base de (i) i Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026 di Mediobanca e (ii) i Dati Prospettici degli Analisti - e del patrimonio netto tangibile atteso 2025, rettificati per il contributo e il valore di carico della partecipazione in Generali;
- (ii) la partecipazione in Generali, valorizzata sulla base della quotazione media degli ultimi tre mesi.





Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

4.4 Il metodo del *Dividend Discount Model*

Il metodo del *Dividend Discount Model* ("DDM") determina il valore di un'azienda in funzione del flusso di dividendi che si stima essa sia in grado di generare in chiave prospettica. Nella fattispecie il metodo utilizzato è il DDM nella variante *excess capital*, in base al quale il valore economico di una società è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:

- il valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di pianificazione esplicita e distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione target, coerente con le istruzioni dettate in materia dall'Autorità di Vigilanza o con i Target specifici di medio-lungo periodo della società, e comunque compatibile con la natura e l'evoluzione attesa delle attività;
- il valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita, coerente con un *pay-out ratio* (rapporto dividendo/utile netto) che rifletta una redditività a regime sostenibile. Tale valore è indicato nel seguito anche come *Terminal Value* (anche "**Valore Terminale**").

Il metodo descritto prescinde pertanto dalle effettive politiche di distribuzione degli utili adottate nell'ambito dell'esercizio di pianificazione preso a riferimento.

La formula su cui si basa la metodologia DDM è la seguente:

$$W = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + k_e)^i} + \frac{TV}{(1 + k_e)^n}$$

dove:

W = Valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione.

k_e = Costo del capitale proprio.

D_i = Dividendi attesi in un periodo di proiezioni esplicite mantenendo un livello di patrimonializzazione target.

n = Periodo esplicito di pianificazione (espresso in numero di anni).

TV = Valore Terminale o *Terminal Value* assunto come valore attuale della rendita perpetua stimata sulla base del dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita.

Ai fini della determinazione dei flussi economici futuri, si è fatto riferimento ai Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026 di Mediobanca, anche confrontati con i Dati Prospettici degli Analisti e delle recenti comunicazioni alla comunità finanziaria da parte dell'Emittente, che ha evidenziato una revisione dei target al rialzo rispetto ai Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026, presentati in data 24 maggio 2023. Tuttavia, data la natura della nostra Relazione, ispirata al principio della prudenza, questi ultimi sono stati utilizzati quale scenario base per la determinazione del valore delle Azioni Mediobanca.

Inoltre, per la stima dei flussi di cassa massimi distribuibili, è stato assunto un livello minimo di patrimonializzazione, corrispondente a un *CET 1 Ratio Target* del 13,5%, pari al livello di CET 1 minimo indicato dal *Management* di Mediobanca nei Dati Prospettici del Piano Industriale 2023-2026.





Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

Per la determinazione del Valore Terminale è stato preso in considerazione un tasso di crescita di lungo periodo pari al 2,0%, in linea con le previsioni di inflazione di lungo termine per l'Italia (Fonte: *Fondo Monetario Internazionale*).

I flussi così ottenuti sono stati attualizzati sulla base di un costo del capitale pari al 10,99%, risultante dalla media de: (i) il K_e derivante dall'applicazione del CAPM, pari al 10,97% e (ii) il K_e stimato dagli analisti che seguono il titolo Mediobanca, pari al 11,00%.

Il costo del capitale ottenuto dal CAPM è stato calcolato sulla base della seguente formula e di parametri aggiornati in prossimità della data di emissione della presente Relazione:

$$k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + SRP$$

dove:

R_f = Tasso di rendimento delle attività prive di rischio, identificato sulla base del rendimento lordo medio, rilevato nel corso dell'ultimo mese, del BTP Italia decennale, pari al 3,5%. (Fonte: *Information data provider*).

β = Coefficiente beta, che indica la rischiosità di uno specifico titolo azionario rispetto al mercato azionario nel suo complesso. Nella fattispecie è stato adottato il Beta rilevato su base settimanale negli ultimi due anni di Mediobanca e pari a 1,18 (Fonte: *Information data provider*).

$R_m - R_f$ = Premio, ovvero rendimento differenziale, richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio; tale premio è stato individuato nella fattispecie pari al 5,5%, in linea con le rilevazioni di lungo periodo riferite ad un'economia matura.

SRP = *Specific Risk Premium* ("**SRP**"), ovvero un fattore di premio al rischio aggiuntivo pari a 1,0%, legato alla natura dell'Incarico, basato su informazioni pubblicamente desunte, senza accesso al *Management* di Mediobanca.

Le valorizzazioni ottenute sono state oggetto di analisi di sensitività relative al costo del capitale proprio e al *CET 1 Ratio Target*.

4.5 Il metodo delle quotazioni di Borsa

Il metodo delle quotazioni di Borsa utilizza i prezzi di mercato e la capitalizzazione di Borsa quali informazioni rilevanti per la stima del valore equo di una società quotata, riferendosi a tal fine ai prezzi di Borsa espressi nei corsi azionari registrati in intervalli di tempo giudicati significativi e nell'assunto che vi sia una relazione caratterizzata da un elevato grado di significatività fra i prezzi espressi dal mercato per le azioni delle società oggetto di valutazione e il valore economico delle stesse.

Secondo tale metodo, i corsi di Borsa di titoli azionari liquidi di società quotate in mercati efficienti rappresentano un indicatore affidabile del valore di una società, in quanto tendono a riflettere tutte le informazioni pubbliche relative alla società stessa. Il livello delle quotazioni esprime il risultato di un sistematico processo di negoziazione degli operatori di mercato che riflette la loro visione in merito ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e crescita prospettica della società oggetto di valutazione.





Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

In tale ambito, i corsi azionari di una società si ritengono significativi quando i mercati di riferimento sono caratterizzati da un alto livello di efficienza, la liquidità dei titoli è elevata e quando l'arco temporale di riferimento è tale da neutralizzare possibili eventi di carattere eccezionale che generano fluttuazioni di breve periodo o tensioni speculative. Infatti, le quotazioni di Borsa, pur rappresentando valori espressi dal mercato, sono soggette a fluttuazioni, talvolta anche significative, a causa della volatilità dei mercati.

Nel caso specifico, si è ritenuto di applicare la metodologia suddetta facendo riferimento a:

- il prezzo ufficiale delle Azioni Mediobanca rilevato alla chiusura del 23 gennaio 2025, ovvero l'ultimo giorno di Borsa aperta, anteriore alla data del Comunicato;
- la media dei prezzi di chiusura delle Azioni Mediobanca nei tre mesi antecedenti la data del 23 gennaio 2025 (inclusa).

La scelta di tali orizzonti temporali deriva dalla volontà di incorporare nella valutazione informazioni sufficientemente aggiornate sul quadro dell'Emittente e sulle tendenze di fondo dei mercati finanziari di riferimento, ma allo stesso tempo mitigare eventuali fluttuazioni di breve periodo, facendo riferimento a un arco temporale sufficientemente ampio.

Tuttavia, al fine di includere nelle analisi valutative le più recenti condizioni di mercato, tali valori sono stati rettificati sulla base della performance (ca. +19%) registrata dall'indice bancario europeo (STOXX Europe 600 Banks) tra la data precedente l'annuncio dell'Offerta e la quotazione media dell'ultimo mese rilevata in prossimità della presente Relazione. Tale approccio ha l'obiettivo di neutralizzare eventuali impatti sull'andamento del titolo dell'Emittente legati a movimentazioni del prezzo di mercato riconducibili ad aspettative correlate all'operazione in oggetto, pur includendo un apprezzamento generale delle capitalizzazioni di borsa dei titoli bancari europei.

4.6 Il metodo dei *Target Price*

Il metodo dei prezzi *target* determina il valore di una società sulla base delle valutazioni obiettivo che gli analisti finanziari pubblicano sulla società stessa. Tali valori sono desunti da ricerche pubblicate da uffici studio di operatori specializzati.

I prezzi *target* sono indicazioni di valore che esprimono un'ipotesi sul prezzo che può raggiungere un'azione sul mercato borsistico e sono derivati da molteplici metodologie valutative usate a discrezione del singolo analista di ricerca.

Nella fattispecie sono stati considerati i prezzi *target* delle Azioni Mediobanca, come indicati dagli analisti di ricerca che seguono l'Emittente, pubblicati successivamente alla diffusione dei risultati al 30 settembre 2024 di Mediobanca (11 novembre 2024) e sino alla data prossima all'emissione della Relazione.





Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del codice civile con riferimento a massime n. 833.279.689 azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Giugno 2025

5 Conclusioni

Sulla base delle considerazioni esposte nella nostra Relazione, avuto riguardo delle limitazioni e delle difficoltà di valutazione riportate, in considerazione delle finalità dell'Incarico, alla data della presente Relazione, sulla base della situazione economico-patrimoniale alla Data di Riferimento del 31 marzo 2025 e degli elementi e dei metodi richiamati in precedenza, riteniamo che il valore equo delle Azioni Mediobanca oggetto di possibile Conferimento nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta non sia inferiore ad Euro 17,395 per azione Mediobanca, *ex dividend*, ovvero al netto dell'Acconto Dividendo Mediobanca.

Milano, 26 giugno 2025

KPMG Advisory S.p.A.

KPMG Advisory S.p.A.

Dario Maria Spoto
Partner



Salvatore Giugliano
Partner



L'offerta pubblica di scambio volontaria di cui al presente documento sarà promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. sulla totalità delle azioni ordinarie di MEDIOBANCA - Banca di Credito Finanziario Società per Azioni.

Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o di vendita delle azioni di MEDIOBANCA - Banca di Credito Finanziario Società per Azioni.

Prima dell'inizio del periodo di adesione, come richiesto ai sensi della normativa applicabile, l'Offerente pubblicherà un documento di offerta e un documento di esenzione che gli azionisti di MEDIOBANCA - Banca di Credito Finanziario Società per Azioni dovranno esaminare con attenzione.

L'Offerta sarà promossa in Italia e sarà rivolta, a parità di condizioni, a tutti i detentori di azioni di MEDIOBANCA - Banca di Credito Finanziario Società per Azioni.

L'Offerta sarà promossa in Italia in quanto le azioni di MEDIOBANCA - Banca di Credito Finanziario Società per Azioni sono quotate su Euronext Milan, un mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. e, fatto salvo quanto segue, la stessa è soggetta agli obblighi e ai requisiti procedurali previsti dalla legge italiana.

L'Offerta non è promossa né diffusa in Canada, Giappone e Australia, nonché in qualsiasi altro Paese in cui tale Offerta non sia autorizzata, ovvero ad alcuna persona a cui non sia consentito dalla legge fare tale offerta o sollecitazione (i "**Paesi Esclusi**").

Copia parziale o integrale di qualsiasi documento che l'Offerente emetterà in relazione all'Offerta, non è e non dovrà essere inviata, né in qualsiasi modo trasmessa, o comunque distribuita, direttamente o indirettamente, nei Paesi Esclusi. Chiunque riceva i suddetti documenti non dovrà distribuirli, inviarli o spedirli (né a mezzo di posta, né attraverso alcun altro mezzo o strumento di comunicazione o commerciale) nei Paesi Esclusi.

Non saranno accettate eventuali adesioni all'Offerta conseguenti ad attività di sollecitazione poste in essere in violazione delle limitazioni di cui sopra.

Il presente documento, così come qualsiasi altro documento emesso dall'Offerente in relazione all'Offerta, non costituiscono né fanno parte di alcuna offerta di acquisto o scambio, né di alcuna sollecitazione di offerte per vendere o scambiare, strumenti finanziari in alcuno dei Paesi Esclusi.

L'adesione all'Offerta da parte di soggetti residenti in paesi diversi dall'Italia potrebbe essere soggetta a specifici obblighi o restrizioni previste da disposizioni di legge o regolamentari. È esclusiva responsabilità dei destinatari dell'Offerta conformarsi a tali norme e, pertanto, prima di aderire all'Offerta, verificarne l'esistenza e l'applicabilità, rivolgendosi ai propri consulenti. L'Offerente non potrà essere ritenuto responsabile della violazione da parte di qualsiasi soggetto di qualunque delle predette limitazioni.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

In riferimento alla prevista offerta pubblica di scambio volontaria, il documento di offerta richiesto sarà trasmesso alla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ("**Consob**"). **Si raccomanda vivamente agli investitori e agli azionisti di MEDIOBANCA - Banca di Credito Finanziario Società per Azioni di leggere il documento di offerta e il documento**

di esenzione, se e quando disponibili, e qualsiasi altro documento pertinente inviato a, o depositato presso, Consob, nonché qualsiasi modifica o supplemento a tali documenti, in quanto conterranno informazioni importanti. Se e quando saranno depositati, gli investitori potranno ottenere copie gratuite del documento di offerta e del documento di esenzione, sul sito *web* di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., all'indirizzo www.gruppomps.it e riceveranno informazioni al momento opportuno su come ottenere gratuitamente questi documenti relativi all'operazione dalle parti interessate o da un agente debitamente designato.

Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto, vendita o scambio né una sollecitazione di un'offerta di acquisto, vendita o scambio di titoli. Non vi sarà alcuna offerta ad acquistare, sollecitare, vendere o scambiare titoli in alcuna giurisdizione in cui tale offerta, sollecitazione, vendita o scambio sarebbero illegali prima della registrazione o della qualificazione secondo le leggi di tale giurisdizione. In alcune giurisdizioni, la distribuzione del presente documento potrebbe essere soggetta a restrizioni legali o regolamentari. Pertanto, le persone in possesso di questo documento sono tenute a informarsi e a rispettare tali restrizioni. Nella misura massima consentita dalla legge applicabile, le società coinvolte nella prevista offerta pubblica di scambio volontaria declinano ogni responsabilità per eventuali violazioni di tali restrizioni da parte di qualsiasi soggetto.

Le azioni di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. di cui al presente documento che saranno emesse nell'ambito dell'offerta pubblica di scambio volontaria ivi descritta non possono essere offerte o vendute negli Stati Uniti se non in base a una dichiarazione di registrazione efficace ai sensi del U.S. Securities Act del 1933 o in base a una valida esenzione da tale registrazione.