



UNICREDIT - COMMERZBANK TAKEOVER ANALYSIS

OTT - DIC 2024



PRESENTATO DA

Starting Finance Club Bocconi
Area Finanza - Divisione M&A

MEET THE TEAM



AREA FINANZA - DIVISIONE M&A



FEDERICO BERTARELLI

Head of M&A
BIEM - III Anno



ENRICO COLOMBO

M&A Associate
AFC - I Anno



LUCA DE PAOLA

M&A Associate
CLEF - II Anno



CRISTIAN FEDERICO

M&A Associate
AFC - II Anno



STEFANO LANDINI

M&A Associate
BIEF - II Anno



FRANCESO LAURIA

M&A Associate
AFC - I Anno



CAMILLA MIO

M&A Associate
AFC - I Anno



FILIPPO Torsa

M&A Associate
IM - I Anno



L'OPERAZIONE

A settembre 2024, UniCredit ha acquisito una partecipazione del 9% in Commerzbank, metà della quale dal governo tedesco, diventando uno dei principali azionisti della banca. Questa operazione è stata considerata un passo preliminare verso un possibile takeover del 100% del capitale sociale. Tramite l'utilizzo di strumenti derivati come i total return swaps, UniCredit ha poi aumentato la sua partecipazione al 21% senza superare immediatamente il limite del 10% di proprietà diretta, soggetto all'approvazione della Banca Centrale Europea. Successivamente, a dicembre, il Gruppo italiano ha sottoscritto nuovi strumenti finanziari arrivando al 28% (9,5% di partecipazione diretta e 18,5% di derivati) presentando richiesta alla BCE. Il primo obiettivo è infatti quello di raggiungere il 30%.

Il tentativo di Orcel, CEO di UniCredit, ha incontrato resistenze significative da parte del governo tedesco, preoccupato per le implicazioni di una potenziale acquisizione straniera di una delle sue principali istituzioni finanziarie. Anche il management del lender si è dichiarato contrario all'operazione, trasformandola quasi in un'acquisizione ostile. Bettina Orlopp, CFO poi nominata anche CEO, ha infatti dichiarato di voler proteggere la banca attuando molteplici strategie. In particolare, Commerzbank sta valutando l'acquisto di istituti come Hamburg Commercial Bank o Oldenburgische Landesbank. Questa mossa mira a rafforzare la propria posizione e rendere più complessa un'eventuale acquisizione da parte di piazza Gae Aulenti.

COMPANIES OVERVIEW



UniCredit

UniCredit è uno dei principali gruppi bancari europei, con sede a Milano, e una presenza internazionale in 13 paesi, supportata da una rete di circa 3.400 filiali. La banca è diventata un attore di rilievo nell'offerta di servizi finanziari completi, che includono retail e investment banking, gestione patrimoniale e assicurazioni. Il Gruppo è particolarmente forte nei mercati dell'Europa centrale e orientale, che rappresentano aree strategiche per la crescita.



CEO

Andrea Orcel



CFO

Stefano Porro



COO

Gianfranco Bisagni

Financials

	2023	2022	2021
Revenues (€m)	14.494	9.915	17.954
Operating Profit (€m)	9.121	3.692	6.524
Net Income (€m)	11.264	3.107	1.540
EPS (€)	6,88	1,90	0,94
Total Assets (€m)	382.110	436.198	916.671
Equity (€m)	60.303	57.392	61.628
ROA (%)	2,75	0,46	0,17
ROE (%)	19,14	5,22	2,54

Commerzbank

Commerzbank, con sede a Francoforte sul Meno, è una delle banche più antiche e importanti della Germania. La banca è un punto di riferimento per il finanziamento delle PMI, settore chiave dell'economia tedesca, e offre anche servizi di banca retail, corporate e di investment banking. Con una base clienti di oltre 11 milioni di individui e 70.000 imprese, Commerzbank ha una forte presenza in Germania, ma opera anche a livello internazionale attraverso una rete consolidata di filiali e partner.



CEO e CFO

Bettina Orlopp



COO

Christiane Vorspel

Financials

	2023	2022	2021
Revenues (€m)	8.368	6.459	4.849
Operating Profit (€m)	3.421	2.099	1.183
Net Income (€m)	2.030	1.245	291
EPS (€)	1,63	0,99	0,23
Total Assets (€m)	517.166	477.428	473.044
Equity (€m)	33.009	30.934	29.827
ROA (%)	0,41	0,26	0,06
ROE (%)	7,70	4,90	1,00

MARKET ANALYSIS



5 FORZE DI PORTER

Nel contesto bancario globale, il settore europeo evidenzia ritardi strutturali significativi rispetto a quello statunitense, tanto in termini di digitalizzazione quanto di redditività. Le banche americane hanno strategicamente sfruttato le opportunità offerte dalle Fintech, innovando rapidamente e superando la staticità delle istituzioni europee, che soffrono della propria frammentazione normativa e operativa.

Questo gap competitivo si riflette chiaramente nelle performance finanziarie: le big bank americane mostrano una redditività nettamente superiore, con un ROE doppio rispetto alle controparti europee. Nel 2022, i profitti netti delle cinque maggiori banche statunitensi hanno raggiunto 96 miliardi di euro, un risultato che supera ampiamente l'aggregato delle 20 principali banche europee.

Le differenze, inoltre, non risiedono solo nella capacità di digitalizzazione, ma emergono anche dai modelli di business adottati. Le banche americane, infatti, hanno implementato una strategia di diversificazione dei ricavi, integrando servizi di investment banking e asset management, mentre le banche europee tendono a concentrarsi su attività tradizionali come depositi e crediti.

In aggiunta, la frammentazione del sistema bancario europeo rappresenta un ulteriore ostacolo, limitando i processi di consolidamento necessari per sfruttare economie di scala. In questo contesto, operazioni come l'acquisizione di Commerzbank potrebbero configurarsi come primi passi verso il rafforzamento della competitività europea, con l'obiettivo di creare player con dimensioni e capitalizzazione più allineate agli standard competitivi internazionali.

CONCORRENTI ATTUALI

Il settore bancario in Europa è caratterizzato da un rilevante livello di concentrazione, configurandolo come un oligopolio. Infatti, le prime cinque banche per attivo rappresentano il 42% delle prime sedici.

Inoltre, vi sono dinamiche di interdipendenza strategica tra i vari attori, per le quali le decisioni di un'impresa influenzano direttamente i concorrenti. Nel nostro caso specifico, possiamo leggere questa peculiarità, analizzando le prospettive di risposta degli altri player europei circa l'acquisizione di Commerzbank da parte di UniCredit e come, ad esempio, Deutsche Bank si sia mostrata attenta a mantenere la propria posizione di mercato e a valutare contromosse, nonché ad intraprendere un possibile consolidamento e a rivalutare le proprie strategie di crescita.

In aggiunta, l'elevata concentrazione del settore è data anche dalla presenza di forti barriere all'entrata, sia regolamentari che dimensionali. In particolare, con i cambiamenti apportati da Basilea III, si favorisce una maggiore stabilità finanziaria per le banche con lo scopo di ridurre i rischi di esposizioni eccessive, le quali potrebbero causare default bancari.

La maturità raggiunta dal settore, inoltre, ha fatto sì che la competizione si fondi sull'acquisizione di quote di mercato a spesa dei concorrenti, più che su innovazioni radicali.

La guerra per aggiudicarsi la posizione di leadership, dunque, sembra basarsi sulla buona riuscita di processi di acquisizione e fusione, nonché sulla competitività dei prezzi e commissioni.

Infatti, la standardizzazione dei prodotti offerti dalle varie banche, porta la competizione a mirare al consolidamento, più che ad un cambiamento dell'offerta. Dal punto di vista delle barriere all'uscita, anche esse sono elevate, per via degli asset difficilmente riconvertibili, della regolamentazione, degli obblighi verso clienti e dipendenti, e delle implicazioni sistemiche.

MARKET ANALYSIS



5 FORZE DI PORTER

POTENZIALI NUOVI ENTRANTI

Dal punto di vista dei potenziali entranti, il settore bancario, per le sue caratteristiche intrinseche, rende difficile l'entrata di nuovi attori. Ciò è dovuto alle sue forti barriere all'ingresso, quale in primis la stringente regolamentazione, che impone sia un capitale minimo elevato, che requisiti di informativa, trasparenza e compliance. Inoltre, per raggiungere le economie di scala necessarie per essere competitivi e remunerativi, servono ingenti capitali, sia in termini monetari, che di dati, e dunque di clienti e mercati serviti.

Attualmente, i nuovi competitor potenziali sono rappresentati soprattutto dalle Fintech e dalle neobank che offrono servizi finanziari di più facile accessibilità e personalizzati, a costi più bassi. In particolare, troviamo banche digitali quali Revolut e N26, nonché servizi di gestione degli investimenti automatizzati, come Nutmeg, e piattaforme come Funding Circle e LendingClub che permettono ai privati e alle aziende di ottenere finanziamenti direttamente da altri individui o istituzioni, bypassando le banche (cosiddetti prestiti peer-to-peer).

Questi competitor però non rappresentano una minaccia in termini di sostituzione delle banche, quanto semmai in termini di necessità di rinnovamento.

Infatti, le Fintech erodono i margini di redditività delle banche, ma non riescono a rimpiazzarle, perché hanno bisogno di dimensione per essere sostenibili, e questo porta di solito a far sì che siano le stesse banche alla fine ad assorbirle. Una banca di grandi dimensioni dunque, con un elevato numero di clienti e dati, diventa il porto di approdo ideale per chi sviluppa soluzioni tecnologiche.

MINACCIA DEI PRODOTTI SOSTITUTIVI

Per i prodotti bancari retail, il rischio di sostituzione è di livello medio. Negli ultimi anni si sono sviluppate alternative alle banche tradizionali, come PayPal, Revolut e Trade Republic, che si stanno diffondendo rapidamente, in particolare tra le nuove generazioni. Queste piattaforme bancarie offrono vantaggi come l'assenza di costi di gestione, la rapidità e semplicità di attivazione, e la possibilità di trasferire piccole somme di denaro senza commissioni. Inoltre, alcuni di questi servizi permettono ai clienti di ottenere rendimenti sulla liquidità depositata e di effettuare investimenti, creando un rapporto prezzo/prestazioni potenzialmente competitivo con le banche tradizionali. Tuttavia, è improbabile che tali strumenti possano sostituire completamente le banche, specialmente per la gestione straordinaria legata all'erogazione del credito ai privati, per cui le regolamentazioni creano delle importanti barriere all'ingresso difficilmente penetrabili. Ciononostante, per Unicredit e Commerzbank, sviluppare prodotti digitali potrebbe rappresentare una strategia valida per attrarre il segmento giovanile del mercato e non perdere attrattività nei confronti delle soluzioni innovative che il mercato sta progressivamente proponendo.

Per quanto riguarda i prodotti corporate, il rischio di sostituti è decisamente più moderato. Nei mercati italiano e tedesco, le aziende storicamente si affidano al credito bancario per il finanziamento e il sostenimento della crescita, contrariamente al modello anglosassone che fa un affidamento più consistente sull'equity. Sebbene siano emerse alternative di finanziamento come il private debt e il private equity, soprattutto per le PMI, il ruolo delle banche europee rimane centrale. I capitali privati sono inevitabilmente più costosi per le aziende che continuano a preferire il credito bancario.

MARKET ANALYSIS



5 FORZE DI PORTER

Un eventuale progressivo decentramento del ruolo delle banche potrebbe essere dettato dalle crescenti regolamentazioni richieste alle banche in seguito agli accordi di Basilea, che rendono l'erogazione del credito alle PMI, ritenuto mediamente più rischioso, sempre più costoso. In quest'ottica le banche potrebbero progressivamente lasciare spazio a fonti alternative di finanziamento per le PMI, come il private debt, continuando invece a finanziare le grandi aziende. L'acquisizione di Commerzabank da parte di Unicredit potrebbe creare un player con valori di capitalizzazione simili a quelli delle più strutturate banche americane e britanniche, consentendo a Unicredit di rafforzare la sua posizione strategica all'interno delle strutture di capitale delle grandi aziende.

POTERE CONTRATTUALE DEI CLIENTI

Il potere contrattuale dei clienti risulta contenuto a causa della configurazione quasi oligopolistica del settore bancario. Questa struttura permette alle banche di mantenere un certo allineamento nei costi dei servizi, riducendo così la variabilità dei prezzi e limitando il potere di negoziazione dei clienti. La frammentazione della clientela, specialmente nel segmento retail, impedisce ai singoli clienti di esercitare un'influenza significativa sui risultati economici di Unicredit, mentre le grandi aziende, pur avendo maggiore potere rispetto ai privati, non possono ignorare l'importanza di includere Unicredit e altre banche di rilievo nei loro pool di finanziamento, pena una riduzione della loro capacità di accesso al credito.

Un potenziale pericolo è rappresentato dai bassi costi di switching per i clienti retail e le PMI. Cambiare banca, specialmente per la gestione ordinaria dei conti correnti, è piuttosto semplice e i costi connessi sono bassi o trascurabili. Questo fattore, considerato parallelamente ai nuovi servizi di banking che stanno nascendo che catturano la fetta più giovane del mercato, potrebbe rappresentare una minaccia se non correttamente gestito, in ottica sia di mantenimento degli attuali clienti sia di attrattività nei confronti della nuova generazione di imprenditori e clienti retail.

POTERE CONTRATTUALE DEI FORNITORI

Il potere contrattuale dei fornitori nel settore bancario europeo, e in particolare per Commerzbank, è generalmente basso, ma con alcune eccezioni significative. I principali fornitori delle banche includono fornitori di tecnologia (IT, software bancario, cybersecurity) e finanziatori istituzionali. Per i fornitori tecnologici, il potere contrattuale è più elevato poiché le banche dipendono da sistemi complessi e difficili da sostituire, con costi di switching elevati e un mercato concentrato in pochi player globali. Tuttavia, nei mercati del capitale e della liquidità, dove le banche stesse sono acquirenti di fondi, il potere contrattuale dei fornitori istituzionali è limitato grazie alla concorrenza tra finanziatori e alle politiche monetarie favorevoli. Inoltre, l'abbondanza di liquidità, favorita dalla BCE, riduce ulteriormente questo potere. In generale, le banche come Commerzbank riescono a negoziare condizioni vantaggiose con fornitori non strategici, ma restano esposte a pressioni da parte di partner tecnologici e regolatori.

MARKET ANALYSIS



SWOT

S - STRENGTHS, Punti di forza

Sinergie di costo e miglioramenti operativi

La fusione tra UniCredit e Commerzbank potrebbe generare significative sinergie economiche, che si tradurrebbero in efficientamenti operativi, maggiori economie di scala ed eliminazione di sovrapposizioni. Secondo un'analisi di Goldman Sachs, il deal ha la potenzialità di ridurre del 15% i costi operativi di Commerzbank, traducendosi in un risparmio complessivo di circa 800 milioni di euro. Tale ottimizzazione dei costi, combinata con i profitti esistenti di Commerzbank, potrebbe incrementare notevolmente la redditività del gruppo risultante.

Capacità di finanziamento e posizione competitiva

La nuova entità bancaria disporrebbe di maggiori risorse per finanziare progetti di ampia scala e per accedere a fonti di finanziamento più convenienti, rafforzando così la sua posizione competitiva. Inoltre, l'operazione conferirebbe alle due banche una maggiore capacità di rispettare i requisiti di sostenibilità imposti dall'UE, attraendo nuovi investitori con portafogli più green e sostenibili.

Digitalizzazione

L'integrazione dei rispettivi investimenti in tecnologia migliorerebbe le competenze digitali e le piattaforme per clienti, aumentando l'efficienza e la soddisfazione dell'utenza.

W - WEAKNESSES, Punti di debolezza

Costi di ristrutturazione e creazione di sovrapposizioni

Il deal comporterebbe inevitabilmente ingenti costi di ristrutturazione, ad esempio per l'integrazione dei sistemi IT. Inoltre, le inefficienze causate dalle sovrapposizioni potrebbero ostacolare la realizzazione delle sinergie attese ed aumentare il rischio di non conformità e violazioni con conseguenti sanzioni.

Rischio di maggiore vulnerabilità della Germania

UniCredit detiene una quota consistente di titoli di debito pubblico italiano. Pertanto una potenziale crisi di solvibilità dello Stato Italiano, manderebbe contemporaneamente in sofferenza il suo sistema bancario nazionale e, nel caso di fusione tra le due banche, tale crisi potrebbe "estendersi" fino a minacciare anche la stabilità della Germania.

Rischi regolamentari e di compliance

Operare in mercati regolatori diversi aumenterebbe la complessità di conformità e il rischio di sanzioni. Sanzioni e problemi di compliance hanno un impatto negativo sulla fiducia degli stakeholders e possono portare a un peggioramento in termini di reputazione e di stabilità del gruppo. La governance post-fusione richiederebbe, inoltre, un notevole adattamento per rispettare normative stringenti quali GDPR e ESG.

MARKET ANALYSIS



SWOT

O - OPPORTUNITIES, Opportunità

Consolidamento nel mercato europeo

L'acquisizione di Commerzbank consentirebbe a UniCredit di rafforzare significativamente la sua presenza nel mercato tedesco, il più grande dell'UE, grazie anche all'esperienza maturata attraverso la sua sussidiaria HypoVereinsbank (HVB). Questo permetterebbe a UniCredit di servire una clientela corporate molto più ampia, in particolare le PMI del settore Mittelstand, pilastro dell'economia tedesca. La fusione creerebbe un colosso bancario con una maggiore capacità di competere con rivali europei quali Deutsche Bank e BNP Paribas, ma anche, e soprattutto, su scala globale in un'era in cui le banche europee cercano di contrastare la dominanza delle controparti statunitensi e cinesi.

Sostegno regolatorio

La BCE sostiene le M&A bancarie all'interno dell'UE come mezzo per favorire l'integrazione e la stabilità finanziaria in un settore bancario frammentato come quello europeo. UniCredit potrebbe dunque beneficiare di una supervisione meno rigida durante la fusione con Commerzbank, favorendo la creazione di un operatore "paneuropeo" meglio capace di resistere alle crisi economiche e finanziarie grazie alla diversificazione degli asset e alla riduzione del rischio di insolvenza, e di rappresentare altresì l'esempio compiuto del superamento del protezionismo nazionale, avvicinando l'UE e le sue Istituzioni ad un concreto Mercato Unico europeo dei Capitali.

T - THREATS, Minacce

Resistenza in Germania

La fusione potrebbe incontrare forte opposizione da parte del governo tedesco e di altri enti locali, che temono una perdita di controllo su Commerzbank. Il ministro delle Finanze tedesco, Christian Lindner, ha espresso preoccupazione per l'approccio "aggressivo" di UniCredit, sottolineando l'importanza della stabilità per un settore così cruciale dell'economia tedesca quale è quello bancario. Le preoccupazioni arrivano anche dal management dell'istituto tedesco, il quale sostiene che una fusione con UniCredit potrebbe danneggiare l'economia reale tedesca ostacolando i prestiti concessi alle PMI del Paese e che un potenziale approccio "Italy first" da parte di UniCredit, in tempi di stress finanziario, potrebbe mettere i clienti tedeschi in una posizione di svantaggio. Inoltre, la CEO di Commerzbank Bettina Orlopp, ha posto l'attenzione sull'abbassamento del rating e sulle conseguenti perdite di clienti a cui Commerzbank rischierebbe di andare in contro in caso di fusione con UniCredit. La banca italiana, infatti, ha un rating BBB secondo Standard and Poor, mentre la controparte tedesca può vantare un A-.

Rischi di integrazione culturale e gestionale

La fusione tra due grandi banche di paesi diversi comporta sfide di integrazione non da sottovalutare. Le differenze nella cultura aziendale, nei processi decisionali e nelle operazioni quotidiane possono rallentare il processo di integrazione post-merger, oltre che generare attriti interni, ad esempio tra dipendenti e dirigenti. Il risultato complessivo è che l'efficacia delle sinergie attese potrebbe venire minata, richiedendo più tempo e costi per armonizzare i processi e raggiungere gli obiettivi di efficienza operativa desiderati.

MARKET ANALYSIS



PESTEL

FATTORI POLITICI

Il settore bancario è fortemente influenzato dalle politiche monetarie: le banche sono il mezzo tramite il quale le manovre delle banche centrali influenzano l'economia di un paese. Negli ultimi anni, ad esempio, l'aumento del costo del denaro da parte della BCE conseguente alla pressione inflazionistica post-Covid, ha portato ad una contrazione del credito, facendo rallentare l'economia dei paesi dell'eurozona. Dal punto di vista della politica monetaria, la BCE e la FED adottano approcci diversi. La prima deve far fronte all'eterogeneità delle economie che supporta e tende a far variare di meno i tassi, mantenendoli bassi a lungo termine. Diversamente, la FED è "meno indipendente" dal governo degli Stati Uniti e dunque agisce più rapidamente con aumenti e riduzioni dei tassi. Le politiche fiscali nazionali sono un altro fattore che influenza il settore creditizio. L'Italia, ad esempio, ha una politica generalmente più restrittiva di quella tedesca a causa del maggior debito pubblico (140% del PIL contro 65% del PIL). Infatti, la pressione fiscale (rapporto tra entrate fiscali e contributive e PIL) in Italia è tra le più alte in Europa (43%). Complessivamente, i paesi europei, rispetto agli USA, hanno una politica fiscale più restrittiva a causa della maggiore pressione fiscale, anche se con maggiore redistribuzione del reddito.

Dal punto di vista della tassazione, in Italia, nel 2023 è stata inserita un'imposta su extra-profitti che ha inserito un'aliquota sul maggior margine di interesse delle banche e che ha conseguentemente ridotto leggermente l'erogazione di credito. Nel piano di bilancio 2024, si è pensato ad una soluzione alternativa: un contributo di solidarietà una tantum dell'1-2% degli utili. Le stesse iniziative, all'opposto, non sono state portate avanti dal ministero della finanza tedesco.

Infine, tensioni geopolitiche ed eventi che portano ad incertezza nei mercati, come guerre e calamità naturali, influenzano non solo il clima di fiducia dei consumatori verso il sistema bancario, ma incrementano significativamente il rischio di credito a cui sono esposte le banche.

FATTORI ECONOMICI

Le principali variabili economiche condizionano profondamente la vita della banca:

- Costo del capitale: tassi di interesse estremamente bassi o negativi riducono il margine di interesse netto, la principale fonte di reddito delle banche. Viceversa, tassi alti riducono la liquidità che circola nel sistema e flussi di cassa di un istituto di credito.
- Inflazione: se elevata, aumenta i costi operativi delle banche e in caso di aumento di tassi vi è una crescita del margine di interesse, soprattutto se la forbice tra tassi attivi e passivi si allarga.
- Fase del ciclo economico e livello di produzione: durante le fasi di crescita economica, aumenta la domanda di credito da parte delle imprese e dei consumatori, favorendo la crescita di ricavi per le banche. Invece, durante periodi di recessione, si registra una riduzione della domanda di prestiti e un aumento delle sofferenze bancarie, poiché i debitori incontrano maggiori difficoltà a rimborsare i propri debiti.
- Differenza tra i tassi a breve e lungo termine nella curva dei rendimenti: una ridotta differenza rende difficile per le banche ottenere profitti dalle operazioni di prestito e deposito. Negli USA, generalmente, la curva dei rendimenti è più ripida rispetto a quella che si trova nei mercati finanziari nell'UE.

MARKET ANALYSIS



PESTEL

FATTORI SOCIALI

La Germania e l'Italia stanno affrontando sfide simili sul fronte dell'invecchiamento della popolazione e, dunque, una crescente richiesta di prodotti finanziari di pensionamento e investimenti a lungo termine. Dall'altro lato della medaglia, la diminuzione della popolazione giovane in età lavorativa rappresenta una sfida sia per la disponibilità di forza lavoro sia per l'offerta di prodotti finanziari innovativi destinati a clienti più giovani.

In Germania il tasso di crescita della popolazione è relativamente stabile e più veloce rispetto all'Italia, la quale è, inoltre, afflitta da una forte emigrazione di giovani, soprattutto per ragioni lavorative. Nel momento in cui si affaccia al mercato tedesco, la stabilità demografica può essere vista come un vantaggio a lungo termine per una banca consolidata come UniCredit, la quale potrebbe trovare più facilmente e stabilmente target di clienti a cui offrire i propri prodotti e servizi bancari. La Germania, inoltre, ha redditi medi e tassi di occupazione più elevati rispetto all'Italia, dove i clienti hanno meno risorse da investire. Per UniCredit, avere maggiore accesso a una base clienti più ricca e stabile come quella tedesca rappresenta un vantaggio notevole in tema di diversificazione dei ricavi. Tra i due paesi sono inoltre differenti le convenzioni culturali: in Germania i clienti spesso prediligono servizi finanziari trasparenti e lineari, mentre in Italia tendono a dare maggiore importanza alle relazioni personali. UniCredit, quindi, dovrebbe assicurarsi da un lato di mantenere alti standard di trasparenza e di fiducia per integrarsi con successo nel mercato tedesco e dall'altro di adattare l'approccio di Commerzbank per creare connessioni più personali con la clientela italiana.

Il livello di istruzione ed educazione finanziaria generalmente più elevato che la Germania può vantare rispetto all'Italia può facilitare l'accoglimento da parte della clientela di prodotti bancari avanzati e innovativi, consentendo a UniCredit di accelerare la sua strategia di digitalizzazione.

Dal punto di vista dei fattori sociali, i clienti bancari statunitensi, presentano generalmente un livello di educazione finanziaria più elevato e una maggiore fiducia nell'uso dei servizi digitali rispetto alla clientela europea e, nonostante anche negli USA il problema dell'invecchiamento della popolazione sia presente, le banche stanno reagendo aumentando l'offerta di prodotti innovativi per la popolazione giovane digitalmente attiva.

FATTORI TECNOLOGICI

Se da un lato la Germania investe molto in R&D (in particolare nel settore finanziario e tecnologico) e fornisce incentivi significativi per le aziende innovative, in Italia la penetrazione delle tecnologie avanzate è più lenta, gli investimenti su tale fronte sono meno consistenti e tali incentivi sono erogati in misura minore. Commerzbank ha già sviluppato una solida infrastruttura digitale ed esperienza nel fintech. UniCredit potrebbe beneficiare di tale know-how, migliorando la propria offerta digitale e accelerando il suo processo di innovazione, potendo avere accesso a incentivi più consistenti per lo sviluppo tecnologico.

Inoltre, la regolamentazione tedesca impone standard di sicurezza elevati per le tecnologie finanziarie. Anche l'Italia segue regole europee piuttosto rigide in tema di sicurezza informatica, ma con un enforcement meno rigoroso rispetto alla Germania. UniCredit potrebbe dover adattare i suoi standard di sicurezza per soddisfare i requisiti tedeschi, rendendo l'acquisizione più costosa. Tuttavia, questa regolamentazione complessa combinata alle risorse tecnologiche delle due banche potrebbe rappresentare un vantaggio, portando a un rafforzamento condiviso delle infrastrutture tecnologiche e migliorando così la sicurezza delle operazioni in tutta Europa, anche in virtù del fatto che le banche americane investono in media di più in sicurezza informatica.

MARKET ANALYSIS



PESTEL

FATTORI AMBIENTALI

Le due banche hanno piani di sostenibilità orientati verso l'adozione strategica di criteri ESG. UniCredit ha aderito di recente ad iniziative di decarbonizzazione e riduzione dell'impatto ambientale del proprio portfolio di investimenti, come disinvestimenti in settori inquinanti, investimenti sostenibili finanziando anche progetti green. Commerzbank, invece, come grande obiettivo, si impegna a disinvestire dal carbone nel lungo periodo (entro il 2030). La fusione delle due banche porterebbe ad un aumento di capacità del nuovo gruppo di finanziare progetti green, attraendo investitori attenti alle performance ambientali, posizionandosi con un vantaggio competitivo notevole, soprattutto data la crescente domanda di obbligazioni verdi e finanziamenti sostenibili.

La BCE e le autorità europee, con una regolamentazione ESG molto più stringente di quella statunitense, mirano ad incentivare il settore a rafforzare le misure di sostenibilità, inserendo anche la valutazione dei rischi climatici nei bilanci.

L'operazione potrebbe facilitare il rispetto delle linee guida della Banca Centrale, richiedendo però investimenti per sviluppare sistemi di gestione ambientale integrati e trasparenti.

Una fusione porterebbe ad un'espansione del portafoglio di entrambe le banche in settori e regioni geografiche diverse, così aumentando l'esposizione a rischi ambientali specifici. UniCredit, presente in vari Paesi europei, potrebbe dover adottare politiche più stringenti di gestione del rischio climatico per allinearsi agli standard richiesti in Germania e in altri mercati.

FATTORI LEGALI

Le banche europee devono far fronte a maggiori costi di conformità rispetto alle statunitensi, essendo chiamate a rispettare una serie di norme molto rigide, come le direttive Basilea III e MiFID II. Le prime stabiliscono dei requisiti minimi di capitale e di gestione del rischio, per far sì che venga tutelata la solidità bancaria in caso di shock (gli USA, a differenza dell'UE, adottano Basilea III principalmente per le grandi banche e hanno più flessibilità nella revisione normativa).

Le normative MiFID e MiFIR, invece, hanno come obiettivo garantire trasparenza nelle operazioni ed evitare conflitti di interesse.

In ottica di acquisizione, l'unione delle due strutture bancarie comporterà sicuramente a delle revisioni organizzative, assicurandosi che entrambe rispettino i requisiti.

Un accordo di questa portata, inoltre, necessita di autorizzazioni da parte di autorità come la BCE e l'Autorità Antitrust Europea. Le autorità sono chiamate ad esaminare attentamente la fusione, evitando il rischio di concentrazione eccessiva di mercato, sia di tipo geografico con conseguente riduzione della concorrenza bancaria nell'area euro, ma anche di tipo settoriale, in quanto entrambe le nazioni sono fortemente presenti in settori specifici (industria e manifatturiero per la tedesca, mentre per la banca italiana si parla di settore agricolo e turistico) e quindi uno shock settoriale porterebbe ad un impatto diretto sui ricavi e sulla qualità dei crediti. Oltreoceano le autorità statunitensi tendono ad approvare più facilmente le fusioni bancarie, purché non riducano significativamente la concorrenza in una determinata area geografica.

Infine, UniCredit e Commerzbank avranno bisogno di armonizzare i loro modelli di compliance e governance per rispettare le normative locali e internazionali. Questo richiederà probabilmente modifiche nei controlli interni, nelle politiche aziendali e nella struttura di reportistica; non sarà facile decretare tutte le cariche del Consiglio di amministrazione, ma anche decidere se mantenere il sistema monistico di UniCredit, oppure adottare il sistema dualistico della banca tedesca, che vede presenti sia il consiglio di gestione che il consiglio di sorveglianza.

VALUATION



EXCESS CAPITAL APPROACH

L'Excess Capital Approach per la valutazione di una banca si concentra sull'identificazione e la valorizzazione del capitale che eccede i requisiti regolamentari o le necessità operative.

RISK-WEIGHTED ASSETS

La stima della crescita dei Risk-Weighted Assets (RWA) è stata effettuata considerando le tre principali categorie di rischio regolamentare, seguendo gli standard di Basilea III.

Stima dei RWA derivanti dal credit risk

Il rischio di credito è il rischio che un debitore non sia in grado di adempiere ai propri obblighi finanziari e si applica a esposizioni come mutui, prestiti commerciali, obbligazioni e crediti al consumo. All'ultimo bilancio annuale (2023), rappresenta circa l'82% dei RWA totali. Per la stima, il portafoglio di attività esposte al rischio di credito è stato classificato e ponderato in base al livello di rischio associato a ciascun tipo di esposizione (investment grade e non-investment grade), utilizzando le ponderazioni di rischio previste dai regolamenti. Infine, le ponderazioni sono state aggiustate in base ai dati storici degli anni precedenti, data la semplificazione derivante dall'aggregazione in due sole classi di rischio.

Stima dei RWA derivanti dal market risk

Il rischio di mercato si riferisce al rischio di perdite derivanti da variazioni nei prezzi di mercato ed è particolarmente rilevante per le attività di trading e per gli strumenti finanziari detenuti per la negoziazione. Nel 2023 ha rappresentato il 4,6% dei RWA totali nel 2023, e per gli anni successivi è stato stimato considerando la crescita media dei RWA derivanti dal rischio di mercato dal 2020 al 2024.

Stima dei RWA derivanti dall'operational risk

Il rischio operativo riguarda le perdite derivanti da processi interni inadeguati o fallimentari, errori umani, malfunzionamenti tecnologici o eventi esterni ed è generalmente proporzionale alle dimensioni della banca. All'ultimo bilancio annuale (2023), rappresenta circa il 13% dei RWA totali. Anche in questo caso la stima dei RWA derivanti dal rischio operativo per il periodo di previsione parte dal tasso di crescita che hanno avuto dal 2020 al 2024.

TOTAL LOANS e INVESTMENT GRADE LOANS

La stima della crescita dei Total Loans è stata effettuata in base al Compound Annual Growth Rate (CAGR) del Net Income. Questa scelta si basa sul presupposto che i prestiti rappresentano la principale fonte di ricavi di Commerzbank e che, di conseguenza, la loro crescita debba essere proporzionale alla crescita del Net Income della banca. Il lender tedesco ha infatti dichiarato di voler raggiungere € 3,4 miliardi di utile nel 2027.

Il valore totale dei prestiti ottenuto è stato successivamente scorporato e attribuito annualmente alle due macro categorie degli "Investment Grade Loans" e dei "Non-Investment Grade Loans". Commerzbank ha dichiarato nell'annual report del 2023 di voler mantenere costante o incrementare la percentuale di "Investment Grade Loans" rispetto ai Total Loans e, di conseguenza, si è proceduto a stimare il valore degli "Investment Grade Loans" con una crescita percentuale dello 0,25% annuo rispetto al valore del 2023. La percentuale di "Investment Grade Loans" rispetto al totale dei Loans è quindi cresciuta passando dal 88% nel 2023 (dato storico) al 89,25% del 2028 (stima).

VALUATION



EXCESS CAPITAL APPROACH

Assumptions	ACTUAL					EXPECTED				
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
LOANS (€ mn)										
Total Loans	263.262	262.286	268.227	270.724	272.462	289.501	307.605	326.841	347.281	368.999
% growth		-0,37%	2,27%	0,93%	0,64%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%
Investment Grade Loans										
% weight over Total Loans	84,0%	85,0%	85,0%	87,0%	88,0%	88,25%	88,50%	88,75%	89,00%	89,25%
Total Investment Grade Loans	221.140	222.943	227.993	235.530	239.767	255.484	272.230	290.072	309.080	329.331
% growth		0,82%	2,27%	3,31%	1,80%	6,56%	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%
Non-Investment Grade Loans										
% weight over Total Loans	16%	15%	15%	13%	12%	12%	12%	11%	11%	11%
Total Non-Investment Grade Loans	42.122	39.343	40.234	35.194	32.695	34.016	35.375	36.770	38.201	39.667
% growth		-6,60%	2,27%	-12,53%	-7,10%	4,04%	3,99%	3,94%	3,89%	3,84%

Proiezioni dei Loans e Investment Grade Loans

PESI PER I LOANS

Una volta ottenuti i valori previsionali degli Investment e Non-Investment Grade Loans si è proceduto alla stima dei coefficienti da applicare alle due classi di prestiti per il calcolo dei Risk Weighted Assets (RWA).

Non sono state trovate informazioni sufficienti per stimare dei valori precisi per ogni classe di rating all'interno delle due macrocategorie e si è quindi proceduto ad attribuire un coefficiente convenzionale agli "Investment Grade Loans" e ai "Non-Investment Grade Loans" al fine di stimare i RWA. I coefficienti convenzionali sono stati stimati sulla base degli accordi di Basilea III e del successivo Regolamento (UE) N.575/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio. All'interno del possibile range di coefficienti stabiliti dal Regolamento per gli Investment e Non-Investment Grade Loans sono stati stimati i coefficienti che minimizzano gli errori rispetto ai RWA storici di Commerzbank dal 2019 al 2023: 45% per gli Investment Grade e 100% del valore per i Non-Investment Grade.

CAPITALE REGOLAMENTARE

CET1 Ratio

Il Common Equity Tier 1 (CET1) ratio è la misura primaria di solidità patrimoniale di una banca, calcolata come rapporto tra il capitale di qualità più elevata (azioni ordinarie, riserve e utili non distribuiti) e le attività ponderate per il rischio (RWA). Nel 2023, il CET1 Ratio di Commerzbank era al 14,7%, ma il piano strategico prevede una lieve diminuzione verso il 13,5% entro il 2027, come indicato nell'Annual Report. Questo calo è attribuibile alla crescita attesa degli RWA e alla scelta strategica di utilizzare parte del capitale per sostenere investimenti e dividendi. Le proiezioni per il periodo 2024-2028 riflettono questo progressivo allineamento al target, mantenendo comunque margini adeguati per assorbire eventuali rischi.

Tier 1 Ratio

Il Tier 1 ratio include il CET1 e strumenti di capitale aggiuntivo, come le obbligazioni Additional Tier 1 (AT1), che offrono una riserva di sicurezza per la banca in caso di necessità. Nel 2023, il Tier 1 Ratio era al 16,5%, superiore ai requisiti normativi, ma le proiezioni indicano una lieve riduzione verso il 16% entro il 2028. Questa flessione è coerente con il calo del CET1 Ratio, che rappresenta la parte principale del Tier 1 Capital. Inoltre, la banca ha scelto di limitare l'emissione di nuovi strumenti AT1 per contenere i costi di capitale, rendendo il Tier 1 Ratio più direttamente influenzato dalla riduzione del CET1 Ratio. Tuttavia, il livello previsto rimane ampiamente conforme ai requisiti regolamentari e in grado di sostenere la resilienza della banca.

VALUATION



EXCESS CAPITAL APPROACH

Tier 1 Capital

Il Tier 1 Capital è il capitale complessivo che comprende il CET1 e gli strumenti AT1, utilizzato per coprire i rischi e garantire la solidità finanziaria della banca. Questo capitale viene misurato in valore assoluto e confrontato con gli RWA per calcolare i principali ratio regolamentari. Per il periodo 2024-2028, si prevede una crescita moderata del Tier 1 Capital, coerente con l'aumento atteso dei RWA. La gestione del Tier 1 Capital mira a bilanciare le necessità di investimenti strategici, la distribuzione del capitale agli azionisti e il mantenimento della conformità ai requisiti di Basilea III.

Assumptions	ACTUAL					EXPECTED				
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
RISK-WEIGHTED ASSETS (€ mn)										
Credit	151.903	147.960	145.209	140.500	144.000	148.984	157.878	167.302	177.287	187.866
% growth		-2,60%	-1,86%	-3,24%	2,49%	3,46%	5,97%	5,97%	5,97%	5,97%
Market	11.134	12.333	10.180	7.100	8.300	7.884	7.178	6.688	6.623	6.262
% growth		10,77%	-17,46%	-30,26%	16,90%	-5,01%	-8,96%	-6,83%	-0,97%	-5,44%
Operational	18.728	18.287	19.799	21.200	22.800	23.971	25.201	26.495	27.855	29.286
% growth		-2,35%	8,27%	7,08%	7,55%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%
Total RWA	181.765	178.580	175.188	168.800	175.100	180.839	190.258	200.485	211.765	223.414
% growth		-1,75%	-1,90%	-3,65%	3,73%	3,28%	5,21%	5,38%	5,63%	5,50%
REGULATORY CAPITAL										
CET 1 Ratio	13,40%	13,20%	13,60%	14,10%	14,70%	14,40%	14,10%	13,80%	13,50%	13,50%
Tier 1 Ratio	14,30%	15,00%	15,50%	16,00%	16,50%	16,06%	15,76%	15,46%	15,16%	15,16%
Tier 1 Capital	25.992	26.787	27.154	27.008	28.892	29.043	29.985	30.995	32.104	33.870
% growth		3,06%	1,37%	-0,54%	6,97%	0,52%	3,24%	3,37%	3,58%	5,50%

Proiezione degli RWA e del Capitale Regolamentare

NET INCOME

Commerzbank ha dichiarato di voler raggiungere €3,4 miliardi di utile netto nel 2027. La decisione è stata quindi quella di proiettare tale valore all'anno target, distribuendo equamente la crescita negli anni precedenti. Dato il valore già elevato, per il 2028 si è optato per una previsione conservatrice di crescita nulla.

FREE CASH FLOW OF EQUITY (FCFE)

Una valuation effettuata tramite l'excess capital approach è di tipo equity-side e non asset-side, a causa della struttura e dalle attività operative degli istituti bancari. Di conseguenza, i flussi di cassa da prendere in considerazione sono i Free Cash Flow of Equity (FCFE). Per ottenere tali valori e proiettarli nel futuro, è necessario sommare al valore del patrimonio netto a bilancio il valore dell'utile, per poi sottrarre il capitale regolamentare target (Tier 1 Capital) per ciascun anno di proiezione.

COST OF EQUITY

Il fattore di attualizzazione dei flussi di cassa, data la valuation equity-side e non asset-side, è il Cost of Equity (Ke). Tramite il Capital Asset Pricing Model, è stato possibile ottenere tutti gli elementi necessari alla sua computazione. Come raw beta la fonte di riferimento è stata Yahoo Finance, successivamente pesato per 2/3 al fine di ottenere l'adjusted levered beta. L'asset finanziario di riferimento per il Risk-free Rate (Rf) di Commerzbank è il bond tedesco a scadenza 10 anni, che offre un rendimento del 2,36% al momento della valuation. Secondo KPMG Atlas, il Market Risk Premium a ottobre 2024 è 6,75%, portando il Market Risk (Rm) a 9,11%. Usufruendo del CAPM, il Cost of Equity di Commerzbank è risultato quindi essere 9,47%.

VALUATION



EXCESS CAPITAL APPROACH

GROWTH RATE e TERMINAL VALUE

Per ottenere il Terminal Value (TV), è stato utilizzato il metodo di crescita perpetua (Gordon Growth Model). Il growth rate (g) è risultato essere il tasso di inflazione a lungo termine, fortemente minore rispetto al tasso di crescita medio dei comparables. L'FCFE del 2028 è stato poi moltiplicato per (1+g) e scontato per (Ke - g), ottenendo il Terminal Value.

COST OF EQUITY	
Raw beta (D/1Y)	1,08
Adjusted levered beta	1,05
Risk Free Rate (Rf)	2,36%
Market Risk Premium	6,75%
Market Risk (Rm)	9,11%
Levered Cost of Equity (Ke)	9,47%

Cost of Equity

PEERS	Growth Rate
Raiffeisen Bank	12,50%
Raiffeisen Bank	15,79%
Erste Group Bank	21,47%
KBC Group	6,02%
Average Industry Growth Rate	13,95%
Inflation Target Rate	2,00%

Growth Rate

EQUITY VALUE e PRICE PER SHARE

Tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa e del Terminal Value è stato ottenuto l'Equity Value. L'analisi dimostra quindi un valore di mercato di Commerzbank di € 23,2 miliardi e un prezzo per azione di € 19,22, +24% circa rispetto all'attuale valore di mercato.

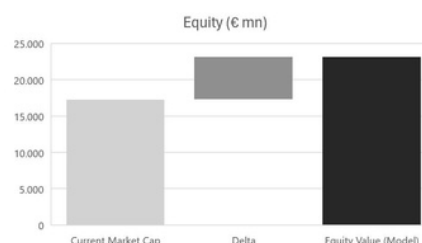
Secondo la valuation quindi, la banca è attualmente undervalued. Tale tesi è confermata dall'opinione BUY degli analisti (MarketScreener), che proiettano un prezzo obiettivo medio di € 18,49 e un prezzo obiettivo massimo di € 22,00

Year	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
DCF Equity Side - FCFE (€ mn)											
Shareholders' Equity	30.667	28.574	29.827	30.934	33.009	28.892	29.043	29.985	30.995	32.104	
% growth		-6,82%	4,39%	3,71%	6,71%	-12,47%	0,52%	3,24%	3,37%	3,58%	
Net Income	644	-2.890	354	1.393	2.214	2.511	2.807	3.104	3.400	3.400	
% growth		-548,76%	-112,25%	293,50%	58,94%	13,39%	11,81%	10,56%	9,55%	0,00%	
Tier 1 Capital	25.992	26.787	27.154	27.008	28.892	29.043	29.985	30.995	32.104	33.870	
% growth		3,06%	1,37%	-0,54%	6,97%	0,52%	3,24%	3,37%	3,58%	5,50%	
FCFE					6.332	2.359	1.865	2.093	2.291	1.634	1.667
% growth						-20,94%	12,22%	9,47%	-28,69%		
Discount factor						0,956	0,873	0,798	0,729	0,666	
Present Value of FCFE						2.255	1.628	1.669	1.669	1.087	
Terminal Value										22.311	
PV of FCFE						8.310					
PV of TV						14.849					
Equity Value (€ mn)						23.159					
Number of shares outstanding (mn)						1.205	Source: Annual Report				
Equity Value per Share (€)						19,22					

Equity Value e PPS

	Cost of Equity					
	19,22	8,47%	8,97%	9,47%	9,97%	10,47%
1,50%	20,74	19,49	18,39	17,42	16,56	
1,75%	21,28	19,95	18,79	17,77	16,87	
2,00%	21,87	20,45	19,22	18,14	17,19	
2,25%	22,50	20,99	19,68	18,54	17,54	
2,50%	23,19	21,56	20,17	18,96	17,90	

Sensitivity Analysis



Waterfall

VALUATION



MARKET TRADING MULTIPLES

I criteri adottati per la selezione dei cinque peers di riferimento sono stati principalmente la capitalizzazione di mercato, il business model e l'area geografica. Sono state individuate banche con una capitalizzazione di mercato simile a quella di Commerzbank, appartenenti esclusivamente all'Europa occidentale e quotate in borsa.

Con riferimento al business model, i peers considerati condividono un modello basato sull'approccio universale, che combina servizi bancari tradizionali per clienti al dettaglio, piccole e medie imprese, grandi aziende e istituzioni, con attività di investment banking e gestione patrimoniale. Nonostante la diversificazione dei servizi, ciascuna banca mantiene un forte legame con specifiche aree geografiche: Raiffeisen ed Erste si concentrano sull'Europa centrale e orientale, KBC opera principalmente nel Benelux ed Europa centrale, mentre DNB si distingue per il focus sui mercati nordici e settori specializzati come la finanza marittima e l'energia.

Il loro business model si basa sulla raccolta di depositi e sull'erogazione di prestiti, con il margine di interesse come principale fonte di reddito, integrato da entrate derivanti da commissioni e servizi accessori, come gestione patrimoniale e prodotti assicurativi, in particolare nel caso di KBC con il modello di bancassurance. Tutte le banche stanno investendo nella digitalizzazione per migliorare l'efficienza, ampliare l'offerta di servizi online e rispondere alle esigenze dei clienti.

Dal punto di vista quantitativo, i dati relativi alla capitalizzazione di mercato corrente fanno riferimento al 31 dicembre 2023 e sono stati estratti da Yahoo Finance. Gli altri valori contabili, quali il net income (utile netto), il book value (inteso come valore complessivo dell'equity contabile) e il tangible book value (calcolato come book value al netto degli asset intangibili), sono stati ricavati dai bilanci annuali al 31 dicembre 2023. Per quanto riguarda la DNB Bank, i dati presentati sono stati convertiti da corone norvegesi a euro utilizzando il tasso di cambio del 19 dicembre 2024 (1 NOK = 0,085 EUR). Tutti i valori sono espressi in milioni di euro.

P/E, P/B e P/TBV sono i multipli utilizzati per condurre la relative valuation, determinati per ogni banca comparabile selezionata utilizzando i valori a dicembre 2023.

Tutti e tre i multipli utilizzati sono equity side, ovvero si basano su rapporti che coinvolgono il patrimonio netto e altre misure di performance senza considerare l'intero valore dell'impresa (Enterprise Value), che include anche il debito. Questa scelta è particolarmente rilevante per la valutazione delle banche, poiché la loro struttura finanziaria e il modello di business rendono poco significativi i multipli asset side. Le banche, infatti, utilizzano un elevato rapporto debito/capitale per finanziare le loro attività, e il debito rappresenta non solo una fonte di finanziamento, ma anche una componente operativa, come i depositi. Di conseguenza, includere il debito nel calcolo del valore totale dell'impresa risulterebbe fuorviante. Inoltre, il modello di business delle banche, basato sulla differenza tra interessi attivi e passivi e sul rendimento degli asset finanziari, non è adeguatamente rappresentato da indicatori come l'EBITDA. Le banche, infatti, non producono beni fisici né offrono servizi che dipendono da impianti o infrastrutture materiali. Per una fabbrica industriale, ad esempio, che utilizza impianti e macchinari per produrre beni, è sensato impiegare multipli asset side come l'EV/EBITDA per valutare la capacità di generare reddito operativo. Nel caso delle banche, invece, la loro "produzione" è rappresentata dalla gestione finanziaria, che include prestiti, depositi e investimenti.

VALUATION



MARKET TRADING MULTIPLES

Le fonti principali di reddito per le banche sono il margine tra gli interessi ricevuti sui prestiti e quelli pagati sui depositi, le commissioni derivanti da servizi come la gestione patrimoniale, il trading o l'emissione di carte di credito, e i rendimenti generati dagli investimenti propri. Queste fonti di reddito sono strettamente legate agli asset finanziari e al capitale netto. Il valore di una banca dipende quindi dalla capacità del suo equity di generare utili, piuttosto che dall'efficienza operativa di asset materiali. Inoltre, l'uso di multipli equity side è giustificato dall'importanza del capitale netto nella regolamentazione bancaria, come stabilito da Basilea III.

Si è proceduto quindi al calcolo della media e della mediana di ogni multiplo, da cui è stato possibile determinare i diversi Equity Value e i relativi Price Per Share.

In particolare, è possibile notare come i P/E medio e mediano di settore portino ad un valore dell'equity sottodimensionato rispetto all'attuale capitalizzazione. I multipli del Book Value, al contrario, risultano in linea con la valutazione effettuata tramite Excess Capital, riscontrando un Price Per Share di €19 circa. Interessante notare come il prezzo ottenuto tramite il valore mediano del P/B porti ad un PPS di €14,25, in linea con il prezzo di fine novembre - inizio dicembre, periodo immediatamente antecedente all'aumento di quote effettuato da UniCredit.

PEERS	Currency	Country	Market Cap 31/12/23 (mn)	Earnings 23 (mn)	Book Value (mn)	Tangible Book Value (mn)	P/E	P/B	P/TBV
Raiffeisen Bank	EUR	Austria	6.451	2.386	19.849	18.879	2,70	0,33	0,34
ABN AMRO	EUR	Paesi Bassi	11.750	2.610	24.168	24.069	4,50	0,49	0,49
Erste Group Bank	EUR	Austria	14.820	2.990	28.502	20.334	4,96	0,52	0,73
KBC Group	EUR	Belgio	23.990	3.402	24.261	21.908	7,05	0,99	1,10
DNB Bank	EUR	Norvegia	28.455	2.649	23.175	22.275	10,74	1,23	1,28
Industry Average							5,99	0,71	0,79
Industry Median							4,96	0,52	0,73
Commerzbank	EUR	Germania		2.214	33.009	31.615			
Equity Value (€ mn) - Average							13.265	23.422	24.858
Equity Value (€ mn) - Median							10.974	17.163	23.042
Number of shares outstanding (mn)									1.205
Equity Value per Share (€) - Average							11,01	19,44	20,63
Equity Value per Share (€) - Median							9,11	14,25	19,12

Market Trading Multiples

RAZIO E SINERGIE



PERCHÈ L'ACQUISIZIONE

L'obiettivo ultimo di UniCredit è quello di espandersi a livello europeo al fine di diventare un gruppo di dimensioni tali da competere con le grandi banche statunitensi.

Questa operazione rappresenta un passo calcolato per consolidare la propria presenza nel mercato bancario tedesco, il più grande in Europa, e per sfruttare sinergie operative e di costo che potrebbero emergere da un'integrazione strategica parziale. In particolare, la Germania offre un mercato altamente frammentato dove Commerzbank rappresenta un player significativo con una forte base retail e corporate, complementare al modello di UniCredit focalizzato sull'Europa occidentale e centrale.

Tecnicamente, UniCredit sta operando al limite del 29,9%, soglia oltre la quale sarebbe obbligata a lanciare un'offerta pubblica di acquisto. La partecipazione attraverso derivati consente di mantenere flessibilità e limitare l'esborso di capitale diretto, sfruttando i mercati finanziari per ottimizzare il costo del capitale. Inoltre, questa mossa è in linea con la strategia di Orcel, che punta su operazioni mirate per migliorare il rendimento del capitale, senza dispersioni legate a rischiose espansioni generalizzate.

La dinamica si inserisce anche in un più ampio contesto competitivo che coinvolge il mercato nazionale, in particolare la potenziale acquisizione di Banco BPM. UniCredit ha rinunciato ad una mossa sull'istituto italiano per evitare tensioni con il governo dopo una prima offerta di €10 miliardi, preferendo concentrare le proprie risorse su opportunità internazionali. Tuttavia, il confronto con Banco BPM rimane un tema rilevante, considerando che un'acquisizione domestica offrirebbe sinergie più immediate ma richiederebbe affrontare complessi rischi politici e regolatori.

L'acquisizione di una quota significativa in Commerzbank si configura anche come un segnale alla concorrenza: UniCredit, oltre a consolidare la propria posizione, potrebbe dissuadere altri operatori europei dall'entrare nel mercato tedesco, rafforzando così la propria leadership come banca transfrontaliera europea.

SINERGIE

- UniCredit vedrebbe aumentare gli EPS di circa il 15% anche con un approccio conservativo sulle sinergie.
- La fusione permetterebbe a piazza Gae Aulenti di preservare l'attuale total yield del 13% che, tra dividendi e buyback, si è sinora rivelata una delle più generose politiche di remunerazione nel settore bancario.
- L'aggregazione dovrebbe generare sinergie di costo pari al 10% degli oneri di Commerzbank (600-650 milioni).
- Il nuovo gruppo potrebbe trarre vantaggio dai prodotti e dalle partnership commerciali di Unicredit, gestione patrimoniale e insurance in particolare, consentendo così di servire meglio i clienti, aumentare il cross-selling e sostenere la redditività in un futuro di tassi d'interesse in diminuzione.