

**Credito
Artigiano**



**DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO
AD OPERAZIONI DI MAGGIORE
RILEVANZA CON PARTI CORRELATE**

ai sensi dell'art. 5 del Regolamento Consob n. 17221 del 12
marzo 2010 e successivamente modificato con delibera n.
17389 del 23 giugno 2010

**Cessione della partecipazione del 24,44% del
capitale sociale di Bancaperta S.p.A. e del 20,81%
del capitale sociale di Banca dell'Artigianato e
dell'Industria S.p.A. alla Capogruppo Credito
Valtellinese s.c.**

INDICE

PREMESSA.....	3
1. AVVERTENZE.....	3
2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE.....	3

ALLEGATI

1. *DOCUMENTO DI VALUTAZIONE* DELL'ESPERTO INDIPENDENTE SUL VALORE DELLA PARTECIPAZIONE IN BANCAPERTA
2. *DOCUMENTO DI VALUTAZIONE* DELL'ESPERTO INDIPENDENTE SUL VALORE DELLA PARTECIPAZIONE IN BANCA DELL'ARTIGIANATO E DELL'INDUSTRIA
3. PARERE DEL COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE SULLA CESSIONE DELLA PARTECIPAZIONE IN BANCAPERTA AI SENSI DEL REGOLAMENTO CONSOB N. 17221 DEL 12.03.2010 E DELLE PROCEDURE CA OPC.
4. PARERE DEL COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE SULLA CESSIONE DELLA PARTECIPAZIONE IN BANCA DELL'ARTIGIANATO E DELL'INDUSTRIA AI SENSI DEL REGOLAMENTO CONSOB N. 17221 DEL 12.03.2010 E DELLE PROCEDURE CA OPC.

Premessa

Il presente documento informativo (il “**Documento**”) è stato predisposto dal Credito Artigiano S.p.A. (“**Credito Artigiano**” o la “**Banca**”) ai sensi dell’art. 5 del Regolamento approvato con delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (il “**Regolamento Consob OPC**”) nonché dell’art. 14 delle procedure relative alle operazioni con parti correlate di Credito Artigiano S.p.A. approvate dal Consiglio di Amministrazione in data 24 novembre 2010 (le “**Procedure CA OPC**”).

In particolare, il Documento è stato predisposto con riferimento al progetto di cessione da parte di Credito Artigiano alla Capogruppo Credito Valtellinese s.c. della partecipazione del 24,44% detenuta in Bancaperta S.p.A., pari a nr. 1.029.600 azioni ordinarie nonché della partecipazione del 20,81% detenuta in Banca dell’Artigianato e dell’Industria S.p.A., pari a nr. 4.007.055 azioni ordinarie (l’“**Operazione**”).

1 Avvertenze

1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall’Operazione con parte correlata

L’Operazione non espone la Banca a particolari rischi in considerazione delle sue caratteristiche, come illustrate nel presente Documento.

2 Informazioni relative all’operazione

2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell’Operazione.

Il corrispettivo di cessione delle partecipazioni Bancaperta S.p.A. è stato individuato in euro 35,60 per azione, per un corrispettivo totale pari a euro 36.653.760,00.

Il corrispettivo di cessione della partecipazione in Banca dell’Artigianato e dell’Industria S.p.A. è stato determinato in euro 8,68 per azione, per un corrispettivo totale pari a Euro 34.781.237,40.

L’operazione verrà eseguita entro e non oltre il 15 maggio 2011.

Le condizioni applicate all’operazione rientrano nel range dei valori determinati da un esperto indipendente incaricato dal Consiglio di Amministrazione, che ha presentato al Consiglio medesimo apposita documentazione a supporto (cfr. paragrafo 2.4).

2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l’Operazione sarà posta in essere, della natura della correlazione

L’Operazione è posta in essere con la controllante quotata Credito Valtellinese s.c.

2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la società dell’Operazione

L’Operazione si colloca all’interno del piano industriale 2011-2014 (il “**Piano**”) approvato in data 22 febbraio 2011 dal Consiglio di Amministrazione della capogruppo Credito Valtellinese s.c. e comunicato al mercato in pari data.

Il piano prevede, in particolare, la realizzazione una serie di operazioni straordinarie finalizzate ad una semplificazione della struttura del Gruppo Credito Valtellinese.

Il citato progetto si pone anche l'obiettivo di conseguire significativi benefici nell'ottica del contenimento dei costi e, appunto, delle semplificazioni strutturali di Gruppo.

In tale contesto è stata pertanto prevista la fusione per incorporazione di Bancaperta S.p.A. e di Banca dell'Artigianato e dell'Industria S.p.A. nella capogruppo Credito Valtellinese s.c. e, quale operazione preliminare alla stessa, la cessione delle partecipazioni detenute dalle controllate del Credito Valtellinese s.c. nelle società che saranno incorporate.

2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari

Il corrispettivo dell'Operazione è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione del Credito Artigiano anche sulla base di appositi documenti di valutazione, prodotti per ciascuna delle Società che saranno incorporate (allegati al presente Documento), richiesti all'advisor indipendente Equita SIM S.p.A. (l' "**Esperto Indipendente**").

Alla data del conferimento dell'incarico nel contesto della cessione da parte di Credito Artigiano alla Capogruppo Credito Valtellinese s.c. della quota detenuta in Bancaperta S.p.A. ed in Banca dell'Artigianato e dell'Industria S.p.A., non sussistono relazioni economiche, tali da determinare conflitti di interesse, tra l'Esperto Indipendente e:

- Credito Artigiano,
- Credito Valtellinese s.c. e le società del Gruppo Credito Valtellinese,
- gli amministratori delle società sopra richiamate.

2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione

La cessione al Credito Valtellinese delle partecipazioni detenute dal Credito Artigiano in Bancaperta e nella Banca dell'Artigianato e dell'Industria determina da un punto di vista patrimoniale lo smobilizzo del valore di carico delle partecipazioni rilevato nella voce "100 - Partecipazioni" del bilancio individuale della banca per un ammontare pari a 59,1 milioni di euro e della riserva negativa da valutazione, connessa alla partecipazione detenuta in Bancaperta, rilevata nella voce "130 - Riserve da valutazione" del bilancio individuale della banca per un importo pari a 5,7 milioni di euro (dati riferiti alla situazione al 31.12.2010). L'effetto economico netto complessivo delle sopraccitate operazioni, con riferimento all'esercizio 2011, risulta positivo per circa 6,7 milioni di euro.

2.6 Incidenza sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questo controllate in conseguenza dell'operazione

L'Operazione non comporterà alcuna modifica ai compensi degli Amministratori del Credito Artigiano. Il Credito Artigiano, ad oggi, non detiene partecipazioni di controllo in alcuna società.

2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti dell'emittente coinvolti nell'Operazione

L'Operazione non coinvolge, e non coinvolgerà, in qualità di parti correlate, Amministratori, Sindaci e, in generale, altri Dirigenti con Responsabilità Strategiche di Credito Artigiano (come definiti al punto 2.2 delle Procedure CA OPC).

2.8 Approvazione dell'Operazione

L'Operazione è stata approvata all'unanimità dai componenti del Consiglio di Amministrazione con il preventivo parere favorevole del Comitato OPC (allegato al presente Documento), composto da tre amministratori indipendenti.

Milano, 21 aprile 2011.



Documento di valutazione di Bancaperta

Aprile 2011

Premesse

Con riferimento al progetto di riorganizzazione del gruppo Credito Valtellinese dettagliato nel piano industriale 2011-2014 presentato da Credito Valtellinese S.c. ("Creval" o "Capogruppo"), al mercato in data 22 febbraio 2011, la Capogruppo ha deliberato di perseguire gli obiettivi di razionalizzazione dell'assetto societario attraverso alcune operazioni tra le quali la cessione della partecipazione in Bancaperta S.p.A. ("Bancaperta" o "Società") da Credito Artigiano S.p.A. ("CA") a Creval ("Cessione Bancaperta")

Con riferimento a quanto appena descritto, il Consiglio di Amministrazione di CA ha conferito ad Equita SIM S.p.A. ("Equita") l'incarico di financial advisor ("Incarico"), al fine di fornire analisi ed elementi utili a supporto delle decisioni dello stesso Consiglio di Amministrazione e, ove necessario, del Comitato Operazioni Parti Correlate ("Comitato OPC") di CA

Come previsto nell'Incarico, Equita ha predisposto il presente documento di valutazione ("Documento") in merito alla Cessione Bancaperta, che viene rilasciato esclusivamente a beneficio del Consiglio di Amministrazione e del Comitato OPC di CA ed il suo testo non potrà essere pubblicato o divulgato, in tutto o in parte, a terzi o utilizzato per scopi diversi da quelli previsti nell'ambito dell'Incarico

Equita ha svolto il proprio incarico utilizzando la seguente documentazione fornita CA:

- ♦ Bilanci di esercizio e consolidati di Bancaperta al 31 dicembre 2008 – 2009 e bozza del bilancio di esercizio di Bancaperta al 31 dicembre 2010
- ♦ Dati economici e patrimoniali prospettici di Bancaperta per gli anni 2011 – 2015

Equita ha inoltre utilizzato dati e informazioni pubblicamente disponibili e, in particolare, dati e informazioni raccolti attraverso Borsa Italiana, Bloomberg, Mergermarket e Factset. Equita, infine, ha sviluppato delle stime su determinate grandezze economiche di Bancaperta, come meglio specificato nel prosieguo

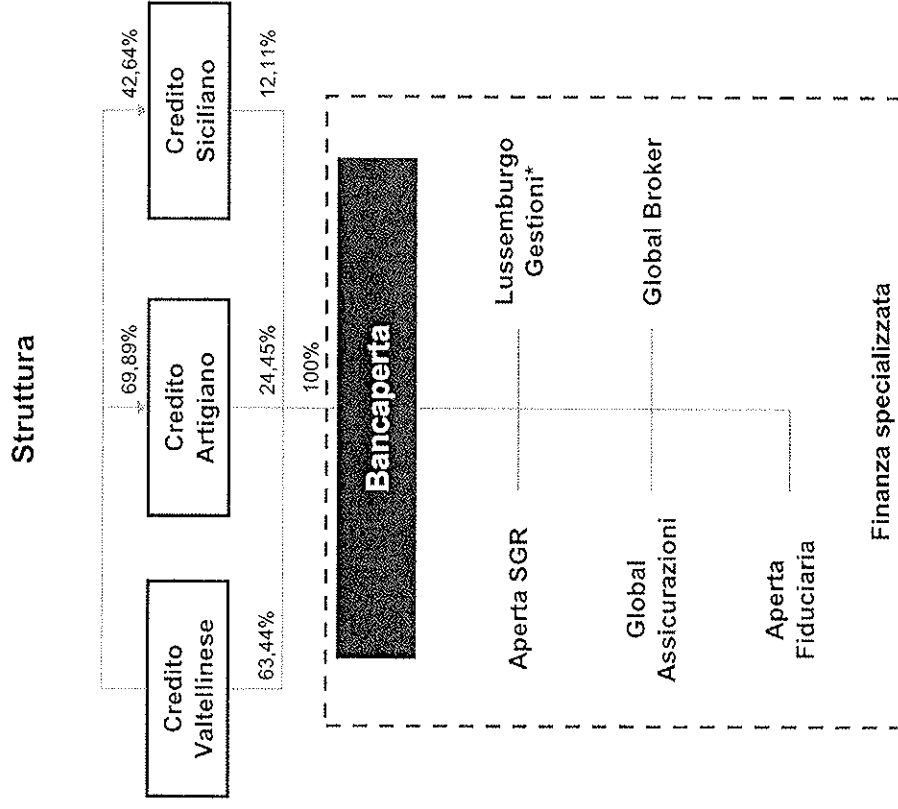
Limiti e restrizioni del presente Documento di Valutazione

- Equita ha assunto che tutte le informazioni fornite CA con riferimento alla Società e/o pubblicamente disponibili siano accurate, veritiere e complete e non ha proceduto in alcun modo alla verifica dell'attendibilità di tali informazioni. Equita pertanto non assume alcuna responsabilità in merito alla veridicità, completezza, accuratezza dei dati e delle informazioni poste a base delle valutazioni contenute nel presente Documento.
- Inoltre, i dati previsionali presentano per loro natura elementi di incertezza e soggettività dipendenti dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni. Equita non assume alcuna responsabilità in relazione a tali stime e proiezioni, né in relazione alle fonti di provenienza delle medesime.
- Le considerazioni contenute nel presente Documento sono riferite alle condizioni di mercato, regolamentari ed economiche esistenti e valutabili sino alla data di redazione dello stesso. Ogni evoluzione successiva che dovesse verificarsi in merito alle suddette condizioni, ancorché possa impattare significativamente sulle stime valutative, non comporterà a carico di Equita alcun obbligo di aggiornare, rivedere o riaffermare il Documento.
- Fermo quanto precede, Equita non è a conoscenza e, pertanto, non ha valutato, l'impatto di fatti verificatisi o gli effetti conseguenti ad eventi che si potrebbero verificare, ivi compresi quelli di natura normativa e regolamentare, anche riguardanti lo specifico settore in cui opera la Società o situazioni specifiche della Società, che comportino modifiche nelle informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali poste alla base del presente Documento. Pertanto, qualora si verificassero i fatti sopra menzionati che comportino modifiche di rilievo delle informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali e/o degli aspetti e delle modalità di realizzazione della Cessione Bancaperta, verrebbero meno alcuni presupposti del giudizio espresso da Equita e, pertanto, anche le conclusioni raggiunte nel presente Documento.
- Né Equita, né alcuno dei suoi amministratori, dirigenti, funzionari, impiegati o consulenti potrà essere ritenuto responsabile per danni diretti e/o indiretti che possano essere sofferti da terzi che si sono basati sulle dichiarazioni fatte od omesse nel presente Documento. Ogni responsabilità derivante direttamente o indirettamente dall'uso del presente Documento è espressamente esclusa. Né la ricezione di questo Documento, né alcuna informazione qui contenuta o successivamente comunicata con riferimento all'incarico può essere intesa come consulenza d'investimento da parte di Equita.

Bancaperta – overview

Attività

- Bancaperta S.p.A. ("Bancaperta"), società facente capo al Gruppo Credito Valtellinese ("Creval" o "Capogruppo") si configura come banca specializzata nei servizi finanziari di gestione del risparmio, private banking e finanza proprietaria
- La società coordina le attività del polo finanziario formato dalle proprie controllate: Aperta SGR S.p.A., Global Assicurazioni S.p.A., Aperta Fiduciaria S.r.l., Lussemburgo Gestioni S.A. e Global Broker S.p.A.
- La società inoltre gestisce e sviluppa le funzioni di finanza accentrata, tesoreria, estero e bancassicurazione delle banche del Gruppo Credito Valtellinese
- A fine esercizio 2010 Bancaperta ha evidenziato una raccolta totale pari a €1,9 mld circa (di cui €1,1 mld di raccolta diretta e €0,8 mld di raccolta indiretta) e attività e passività finanziarie pari a circa €1,0 mld, conseguendo un utile pari a €11 m



(*)partecipazione complessiva del 70% così suddivisa: 20% in capo al Credito Valtellinese e il 10% detenuto in modo paritario da Credito Artigiano, Credito Siciliano, Banca dell'Artigianato e dell'Industria, Credito Piemontese e Bancaperta

Principali dati economici 2009-2015 di Bancaperta

I dati economici storici e prospettici utilizzati sono stati forniti da CA

Bancaperta SpA - Conto economico (dati in €m)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	CAGR 10-13	CAGR 10-15
Margine di interesse	(1,4)	4,9	4,0	9,8	11,7	14,5	19,1	33,4%	31,1%
<i>Interessi attivi e proventi assimilati</i>	104,4	60,4	72,2	103,1	152,9	196,0	237,7	36,3%	31,5%
<i>Interessi passivi e oneri assimilati</i>	(105,8)	(55,5)	(68,2)	(93,3)	(141,3)	(181,5)	(218,6)	36,6%	31,6%
Commissioni	18,1	19,8	20,1	20,2	20,9	21,6	22,5	1,8%	2,6%
<i>Commissioni attive</i>	19,6	21,6	22,4	24,2	25,7	27,2	28,7	5,9%	5,8%
<i>Commissioni passive</i>	(1,6)	(1,8)	(2,3)	(4,0)	(4,7)	(5,6)	(6,2)	38,0%	27,9%
Dividendi e proventi assimilati	3,1	4,4	5,2	4,4	4,4	4,4	4,4	0,0%	0,0%
Risultato netto attività di negoz.	14,0	(2,3)	--	--	--	--	--	--	--
Utile (perdita) da cessione o riacquisto di:	6,3	--	--	--	--	--	--	--	--
a) crediti	0,1	--	--	--	--	--	--	--	--
b) attività finanz. disponibili per la vendita	6,2	--	--	--	--	--	--	--	--
d) passività finanziarie	(0,0)	--	--	--	--	--	--	--	--
Margine di intermediazione	40,0	26,9	29,4	34,4	37,0	40,5	45,9	11,2%	11,3%
Rettifiche/riprese di valore nette per deterioramento di:	0,5	0,0	--	--	--	--	--	--	--
a) crediti	0,5	0,0	--	--	--	--	--	--	--
Risultato netto della gestione finanz.	40,5	26,9	29,4	34,4	37,0	40,5	45,9	11,2%	11,3%
Spese amministrative	(17,4)	(14,2)	(14,3)	(16,2)	(17,6)	(18,9)	(20,1)	7,4%	7,2%
<i>di cui personale</i>	(6,0)	(5,3)	(5,0)	(5,5)	(5,6)	(5,7)	(5,9)	2,1%	2,1%
<i>di cui altre spese</i>	(11,4)	(8,9)	(9,3)	(10,7)	(11,9)	(13,1)	(14,2)	10,3%	9,8%
Accant. netti ai fondi per rischi oneri	--	(0,1)	--	--	--	--	--	--	--
Rettifiche/riprese di valore nette su att. mat.	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	12,5%	7,3%
Altri oneri/proventi di gestione	5,8	2,0	1,7	2,1	2,1	2,1	2,2	1,0%	1,4%
Costi operativi	(11,9)	(12,5)	(12,9)	(14,5)	(15,8)	(17,0)	(18,2)	8,2%	7,9%
Utili (perdite) delle partecipazioni	--	0,2	--	--	--	--	--	--	--
Utile (perdita) da cessioni di investimenti	(0,1)	--	--	--	--	--	--	--	--
Utile ante imposte	28,5	14,6	16,5	19,9	21,2	23,4	27,7	13,1%	13,6%
Imposte	(8,4)	(3,6)	(5,9)	(6,4)	(7,4)	(8,6)	(10,0)	26,8%	22,7%
Utile (Perdita) d'esercizio	20,1	11,0	10,6	13,5	13,8	14,9	17,7	7,8%	9,9%

Principali dati patrimoniali 2009-2015 di Bancaperta

I dati patrimoniali storici e prospettici utilizzati sono stati forniti da CA

Bancaperta SpA - Stato Patrimoniale (dati in €m)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	CAGR 10-13	CAGR 10-15
Cassa e liquidità	0,0	2,0							
Attività finanz. valutate per la negoz.	277,5	240,0	250,9	250,9	250,9	250,9	250,9	1,5%	0,9%
Attività finanz. disponibili per la vendita	326,8	729,0	828,0	1.179,0	1.699,0	2.049,0	2.099,0	32,6%	23,6%
Attività finanz. detenute fino alla scadenza	--	67,1	67,1	65,2	65,2	65,2	65,2	(1,0%)	(0,6%)
Crediti verso banche	4.375,1	3.736,8	3.208,3	3.571,1	3.556,6	3.583,2	3.634,7	(1,6%)	(0,6%)
Crediti verso clientela	2,6	80,0	9,3	2,8	3,0	3,1	3,3	(66,6%)	(47,1%)
Partecipazioni	49,2	47,2	47,2	48,2	48,2	48,2	48,2	0,7%	0,4%
Attività materiali e immateriali	7,8	7,6	7,6	6,9	6,6	6,3	6,0	(4,5%)	(4,7%)
Altre voci dell'attivo	34,4	33,0	24,1	30,5	40,0	46,4	59,2	6,6%	12,4%
Totale attivo	5.073,4	4.942,7	4.442,5	5.154,6	5.669,5	6.052,3	6.166,5	4,7%	4,5%
Debiti verso banche	2.915,2	3.712,4	3.197,9	3.863,5	4.358,7	4.724,2	4.807,9	5,5%	5,3%
Debiti verso clientela	132,5	128,5	139,4	139,7	146,1	152,8	159,8	4,4%	4,5%
Titoli in circolazione	1.851,7	973,1	965,4	973,1	973,1	973,1	973,1	0,0%	0,0%
Passività finanziarie di negoziazione	5,7	4,3	4,4	5,8	5,8	5,8	5,8	10,4%	6,1%
Altre passività	34,5	20,2	9,3	42,1	53,1	60,7	79,1	38,0%	31,4%
Patrimonio Netto	133,9	104,2	126,2	130,4	132,7	135,7	140,9	8,4%	6,2%
Totale passivo e patrimonio netto	5.073,4	4.942,7	4.442,5	5.154,6	5.669,5	6.052,3	6.166,5	4,7%	4,5%

Le metodologie di valutazione utilizzate

Alla luce delle caratteristiche della Società e delle finalità della valutazione, Equita ha ritenuto di utilizzare l'approccio basato sull'attualizzazione dei flussi finanziari prospettici quale principale riferimento metodologico, nel quadro di una più generale analisi delle diverse metodologie di valutazione

Metodo	Tipologia	Descrizione	Applicabile	Razionale
Dividend Discount Model	<ul style="list-style-type: none"> • Criterio finanziario 	<ul style="list-style-type: none"> • Determina il valore di una banca in funzione del flusso di dividendi che si stima sarà in grado di generare in un determinato arco temporale futuro sulla base di una patrimonializzazione target 	SI	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Consentono di cogliere appieno le potenzialità di sviluppo della società nel medio periodo e non sono condizionati da elementi di breve periodo
Multipli di borsa	<ul style="list-style-type: none"> • Criterio di mercato 	<ul style="list-style-type: none"> • Determina il valore di una banca mediante l'applicazione - ad alcuni valori di bilancio - di multipli che il mercato borsistico esprime per società quotate comparabili 	SI (come strumento di controllo)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Risentono di condizioni di breve periodo. Utilizzabili solo se i dati operativi della società lo permettono
Transazioni precedenti confrontabili	<ul style="list-style-type: none"> • Criterio di mercato 	<ul style="list-style-type: none"> • Determina il valore di una banca mediante l'applicazione - ad alcuni valori di bilancio - di multipli applicati in transazioni precedenti confrontabili 	NO	<ul style="list-style-type: none"> x Le vicende che hanno interessato le società operanti nel settore bancario e più in generale i recenti eventi di natura macroeconomica hanno reso estremamente volatili i prezzi delle operazioni di M&A ed in particolare delle operazioni di acquisto di quote di minoranza, limitando di conseguenza l'utilizzo della metodologia valutativa

Il Dividend Discount Model

Descrizione DDM Excess Capital

- Il 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 del settore bancario è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:
 - valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di previsione e distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione ottimale, coerente con le istruzioni dettate in materia dalle autorità di vigilanza e compatibile con l'evoluzione attesa delle attività (Di);
 - valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di previsione esplicita, coerente con un pay-out ratio (rapporto dividendo / utile netto) che rifletta una redditività a regime sostenibile ("Terminale Value" o "TV").
- Il metodo descritto prescinde dalle effettive politiche di distribuzione degli utili adottate nell'ambito dell'arco temporale preso a riferimento.

La formula del DDM Excess Capital

- La formula su cui si basa la metodologia DDM nella versione "Excess Capital" è la seguente:

$$W = \left[\sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+Ke)^t} + \frac{TV}{(1+Ke)^n} \right]$$

dove:

- W = valore del capitale economico
 - Ke = costo del capitale proprio
 - Di = flusso di cassa potenzialmente distribuibile nel periodo i-esimo di previsione esplicita
 - n = periodo esplicito di previsione (numero di anni)
 - TV = valore residuo pari al valore attuale della rendita perpetua del dividendo sostenibile dopo il periodo di previsione esplicita
- Il costo del capitale proprio è calcolato in base alla seguente formula:

$$Ke = (r_f + \beta \times M_r)$$

dove:

- r_f = Tasso delle attività finanziarie prive di rischio
- Beta = Coefficiente Beta secondo la definizione del "Capital Asset Pricing Model"
- M_r = Premio medio al rischio azionario

- Il Valore residuo è calcolato utilizzando la formula della "Rendita Perpetua" capitalizzando la stima di flusso distribuibile dell'ultimo anno di previsione esplicita ad un tasso di attualizzazione (Ke), corretto per un coefficiente di crescita di lungo periodo (tasso g):

$$TV = \frac{D_{t+1} \times (1+g)}{(Ke - g)}$$

Il Dividend Discount Model – Le principali ipotesi

- Il Tier 1 ratio minimo richiesto è stato stimato nella misura del 7% delle attività di rischio ponderate, così come oggi richiesto dalla best practice di mercato

Calcolo del capitale ottimale e del capitale distribuibile

- Il capitale ottimale è stato stimato per ogni periodo pari al prodotto tra il tier 1 ratio target e le attività di rischio ponderate della banca
- L'Excess capital distribuibile dell'anno t è stato ipotizzato essere pari alla differenza tra il capitale disponibile alla fine dell'anno t meno il capitale ottimale alla fine dello stesso anno. Per gli anni oggetto di stima, è stato ipotizzato che il capitale disponibile alla fine dell'anno t sia pari alla somma algebrica del capitale disponibile alla fine dell'anno $t-1$ meno l'excess capital distribuito alla fine dell'anno $t-1$, più l'utile realizzato nell'anno t

- Definizione di uno scenario di Perpetuity
- Per la definizione dello scenario di Perpetuity è stato ipotizzato l'utile 2015 rettificato per:
 - (i) un pay-out commissionale (rebate verso le reti del gruppo) in linea con il mercato
 - (ii) un cost income ratio in linea con quanto stimato per la media del settore bancario nel periodo 2011-2013
 - (iii) lo stesso livello di rettifiche su attività materiali del 2015
 - L'utile 2015 rettificato è stato incrementato del tasso di crescita di lungo periodo (tasso g) applicato nella valutazione (stimato pari al 2,0%)

Calcolo del tasso di attualizzazione dei flussi distribuibili

- Per il calcolo del costo del capitale K_e per l'attualizzazione degli Excess Capital distribuibili è stata utilizzata la formula del Capital Asset Pricing Model, sulla base di: $r_f = 10$ Yr Italian benchmark Government Bond, pari al 4,77% (Fonte Bloomberg al 28 marzo 2011); $ERP = \text{Equity Risk Premium}$ del 4,5%; Beta pari a 1,0, tenuto conto della rischiosità stimabile relativa alla Società
- Sulla base di tali ipotesi il costo del capitale K_e è stato stimato pari a 9,32%

Calcolo del Terminal Value

- Per la stima del Terminal Value è stata utilizzata la formula della rendita perpetua capitalizzando la stima di flusso distribuibile dal 2016 in poi ad un tasso pari al K_e (9,32%) ed un coefficiente di crescita di lungo periodo (tasso g) pari al 2,0%

Il Dividend Discount Model - Risultati

Sulla base delle ipotesi descritte, riteniamo che la stima del valore del capitale economico di Bancaperta, determinato con il metodo del Dividend Discount Model, possa essere compreso in un intervallo tra €152,1 m e €177,0 m e €177,0 m e €177,0 m (€36,11 - €42,02 per azione) ovvero al netto dei dividendi tra €141,8 m e €166,7 m (€33,68 - €39,59 per azione)

Key figures 2009-2015E

(dati in €m)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	TV
Tier 1 ratio target	7,0%							
RWA		315,9	449,2	500,0	497,9	501,6	508,9	
Capitale + sovrapprezzo			22,1	31,4	35,0	34,9	35,1	
Capitale ad inizio anno			10,6	13,5	13,8	14,9	17,7	
Utile di esercizio		76,3	32,7	44,9	48,8	49,7	52,8	
Capitale disponibile a fine anno		22,1	31,4	35,0	34,9	35,1	35,6	
Tier 1 capital target								
Funding addizionale								
Capitale disponibile per la distribuzione		54,2	1,3	9,9	13,9	14,6	17,2	
Fattore di attualizzazione		1,00	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,64
Flussi attualizzati		54,2	1,2	8,3	10,7	10,2	11,0	67,6
TV attualizzato								
Valore attuale dei dividendi (2010-2015)		95,6						
Valore attuale del terminal value		67,6						
Funding addizionale scontato								
Valutazione Bancaperta (DDM)		163,2	36,7					
Dividendo pagato (€ m)		10,3						
Valutazione Bancaperta (DDM ex-div)		152,9	36,3					

Range di valutazione e multipli impliciti

	Implied multiples (cum-div)		
	2010E	2011E	2012E
P/E (min)	13,80x	14,37x	11,27x
P/E (max)	177,0	16,06x	16,72x
P/BV (min)	152,1	1,46x	1,21x
P/BV (max)	177,0	1,70x	1,40x
P/Val. caric. (min)	152,1	1,30x	
P/Val. caric. (max)	177,0	1,51x	

	Implied multiples (ex-div)		
	2010E	2011E	2012E
P/E (min)	12,87x	13,40x	10,51x
P/E (max)	166,7	15,13x	15,75x
P/BV (min)	141,8	1,36x	1,12x
P/BV (max)	166,7	1,60x	1,32x
P/Val. caric. (min)	141,8	1,21x	
P/Val. caric. (max)	166,7	1,42x	

Sensitivity

Tier 1 ratio target	Cost of equity			Long term growth		
	6,5%	7,0%	7,5%	1,50%	2,00%	2,50%
	8,57%	9,32%	9,82%	161,0	165,6	170,9
	177,0	165,6	159,2	158,6	163,2	168,5
	174,6	163,2	156,8	156,1	160,8	166,1
	172,1	160,8	154,4	153,9	158,5	163,8
	169,9	158,5	152,1			

Multipli di mercato – società quotate comparabili

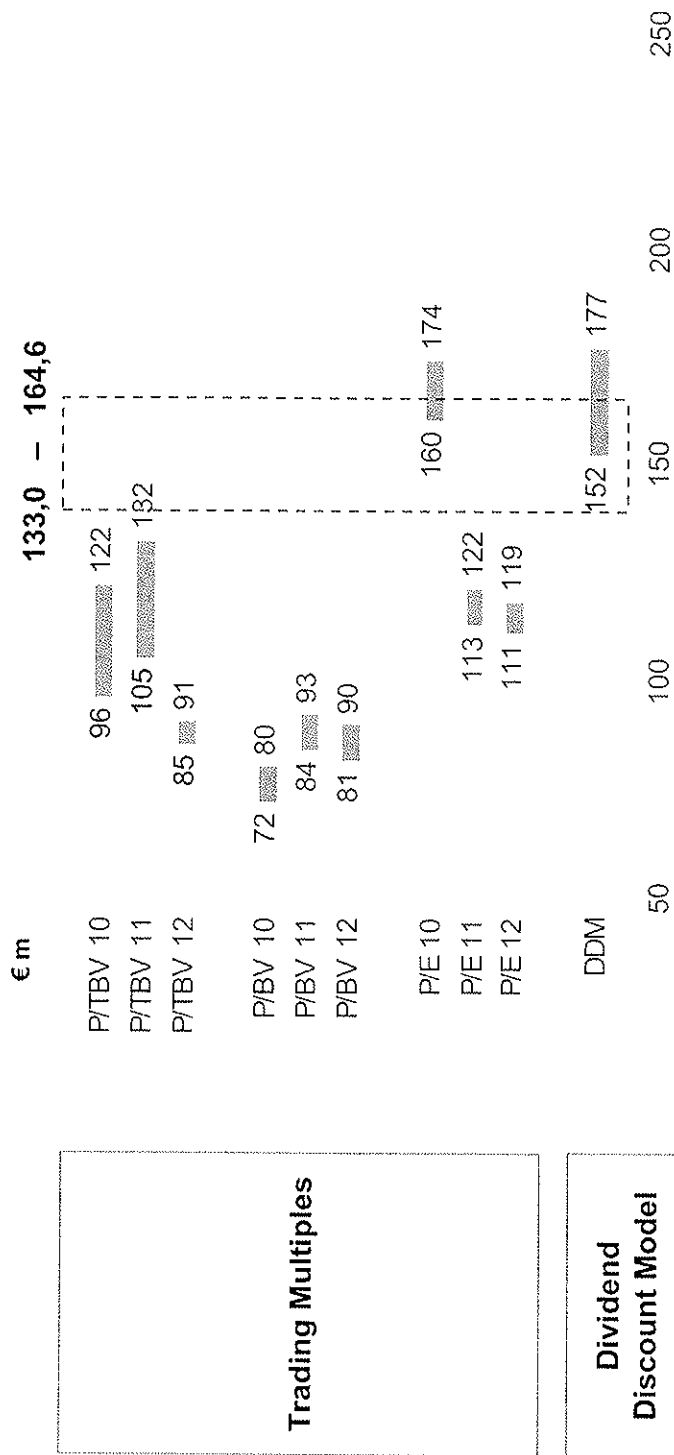
Applicando il valore medio dei multipli P/Book Value e P/E di un campione selezionato di società quotate comparabili ai fondamentali della Società, la stima del valore del capitale economico di Bancaperta risulta compresa tra un valore di €72,0 m ed un valore di €173,8 m (€17,09 - €41,25 per azione) ovvero al netto dei dividendi tra €61,7 m e €163,5 m (€14,65 - €38,81 per azione)

	Mkt Cap	Adj P/E		P/BV		P/TBV							
		2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012				
Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.C.A.R.L.	2.293	19,52x	12,98x	10,04x	7,69x	0,75x	0,71x	0,67x	0,63x	0,90x	0,89x	0,76x	0,71x
Banca Carige S.p.A.	3.206	13,39x	19,78x	15,32x	12,15x	0,80x	0,88x	0,85x	0,78x	1,46x	2,43x	2,13x	n.a.
Banca Popolare di Milano S.C.A.R.L.	1.154	10,82x	30,89x	9,27x	6,55x	0,29x	0,35x	0,35x	0,33x	0,39x	0,47x	0,44x	0,43x
Credito Emiliano S.p.A.	1.539	17,15x	14,53x	11,29x	8,74x	0,83x	0,82x	0,79x	0,75x	1,03x	0,99x	0,93x	0,88x
Media del campione selezionato		15,22x	15,76x	11,48x	8,78x	0,67x	0,69x	0,67x	0,62x	0,95x	1,20x	1,07x	0,67x
Mediana del campione selezionato		15,27x	14,53x	10,67x	8,21x	0,77x	0,77x	0,73x	0,69x	0,96x	0,94x	0,85x	0,71x
Dati operativi (€ m)	Utili		Book value		Tangible book value								
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
Bancaperta	20,1	11,0	10,6	13,5	133,9	104,2	126,2	130,4	131,5	101,8	123,8	128,2	
Valutazione implicita (€ m)	Adj P/E		P/BV		P/TBV								
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
Bancaperta	305,9	173,8	121,6	118,5	89,5	72,0	83,9	81,2	124,4	121,7	131,9	85,3	
Media	307,0	160,2	112,9	110,8	103,5	80,0	92,5	89,7	126,9	95,6	104,8	90,6	
Mediana													

Note: Media e Mediana 2010 non includono Banca Popolare di Milano perché poco rappresentativa

Conclusioni

Sulla base delle ipotesi precedentemente descritte e delle metodologie di valutazione utilizzate, riteniamo che la stima del valore del capitale economico di Bancaperta possa essere compreso nell'intervallo tra €133,0 m e €164,6 m, pari ad un valore per azione di €31,57 – €39,07, ovvero al netto dei dividendi tra €122,7 m e €154,3 m (€29,13 - €36,63 per azione)



STRETTAMENTE RISERVATO



Documento di valutazione di Banca dell'Artigianato e dell'Industria

Aprile 2011



Premesse

Con riferimento al progetto di riorganizzazione del gruppo Credito Valtellinese dettagliato nel piano industriale 2011-2014 presentato da Credito Valtellinese S.c. ("Creval" o "Capogruppo") al mercato in data 22 febbraio 2011, la Capogruppo ha deliberato di perseguire gli obiettivi di razionalizzazione dell'assetto societario attraverso alcune operazioni tra le quali la cessione della partecipazione in Banca dell'Artigianato e dell'Industria S.p.A. ("BAI" o "Società") da Credito Artigiano S.p.A. ("CA") a Creval ("Cessione BAI")

Con riferimento alla Cessione BAI, il Consiglio di Amministrazione di CA ha conferito ad Equita SIM S.p.A. ("Equita") l'incarico di financial advisor ("Incarico"), al fine di fornire analisi ed elementi utili a supporto delle decisioni dello stesso Consiglio di Amministrazione e, ove necessario, del Comitato Operazioni Parti Correlate ("Comitato OPC") di CA

Come previsto nell'Incarico, Equita ha predisposto il presente documento di valutazione ("Documento") in merito alla Cessione BAI, che viene rilasciato esclusivamente a beneficio del Consiglio di Amministrazione e del Comitato OPC di CA ed il suo testo non potrà essere pubblicato o divulgato, in tutto o in parte, a terzi o utilizzato per scopi diversi da quelli previsti nell'Incarico

Equita ha svolto il proprio incarico utilizzando la seguente documentazione fornita da CA:

- ♦ Bilancio di esercizio di BAI al 31 dicembre 2008 e 2009 e bozza del bilancio di esercizio di BAI al 31 dicembre 2010
- ♦ Dati economici e patrimoniali prospettici di BAI per gli anni 2011 – 2015

Equita ha inoltre utilizzato dati e informazioni pubblicamente disponibili e, in particolare, dati e informazioni raccolti attraverso Borsa Italiana, Bloomberg, Mergermarket e Factset. Equita, infine, ha sviluppato delle stime su determinate grandezze economiche di BAI, come meglio specificato nel prosieguo

Limiti e restrizioni del presente Documento di Valutazione

- ♦ Equita ha assunto che tutte le informazioni fornite da CA con riferimento alla Società e/o pubblicamente disponibili siano accurate, veritiere e complete e non ha proceduto in alcun modo alla verifica dell'attendibilità di tali informazioni. Equita pertanto non assume alcuna responsabilità in merito alla veridicità, completezza, accuratezza dei dati e delle informazioni poste a base delle valutazioni contenute nel presente Documento.
- ♦ Inoltre, i dati previsionali presentano per loro natura elementi di incertezza e soggettività dipendenti dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni. Equita non assume alcuna responsabilità in relazione a tali stime e proiezioni, né in relazione alle fonti di provenienza delle medesime.
- ♦ Le considerazioni contenute nel presente Documento sono riferite alle condizioni di mercato, regolamentari ed economiche esistenti e valutabili sino alla data di redazione dello stesso. Ogni evoluzione successiva che dovesse verificarsi in merito alle suddette condizioni, ancorché possa impattare significativamente sulle stime valutative, non comporterà a carico di Equita alcun obbligo di aggiornare, rivedere o riaffermare il Documento.
- ♦ Fermo quanto precede, Equita non è a conoscenza e, pertanto, non ha valutato, l'impatto di fatti verificatisi o gli effetti conseguenti ad eventi che si potrebbero verificare, ivi compresi quelli di natura normativa e regolamentare, anche riguardanti lo specifico settore in cui opera la Società o situazioni specifiche della Società, che comportino modifiche nelle informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali poste alla base del presente Documento. Pertanto, qualora si verificassero i fatti sopra menzionati che comportino modifiche di rilievo delle informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali e/o degli aspetti e delle modalità di realizzazione della Cessione BAI, verrebbero meno alcuni presupposti del giudizio espresso da Equita e, pertanto, anche le conclusioni raggiunte nel presente Documento.
- ♦ Né Equita, né alcuno dei suoi amministratori, dirigenti, funzionari, impiegati o consulenti potrà essere ritenuto responsabile per danni diretti e/o indiretti che possano essere sofferti da terzi che si sono basati sulle dichiarazioni fatte od omesse nel presente Documento. Ogni responsabilità derivante direttamente o indirettamente dall'uso del presente Documento è espressamente esclusa. Né la ricezione di questo Documento, né alcuna informazione qui contenuta o successivamente comunicata con riferimento all'incarico può essere intesa come consulenza d'investimento da parte di Equita.

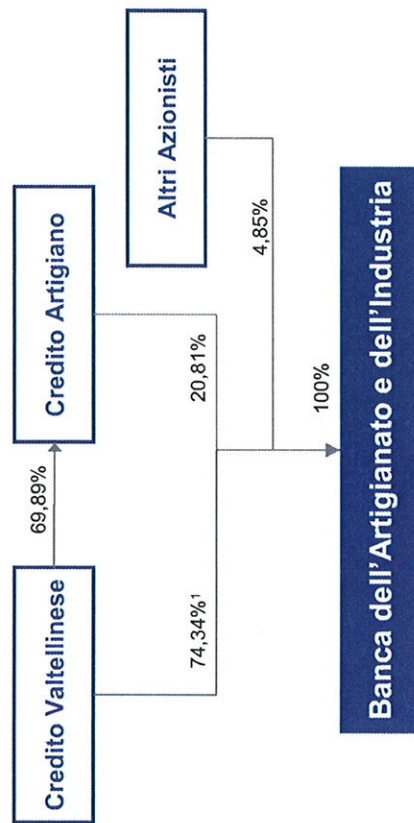
BAI – overview

Attività

- Banca dell'Artigianato e dell'Industria S.p.A. ("BAI"), società facente capo al Gruppo Credito Valtellinese ("Creval" o "Capogruppo") dal 2000, inizia ad operare a Brescia con l'obiettivo di diventare banca locale, radicata nel territorio e banca di riferimento per le famiglie, gli artigiani e le piccole medie imprese del territorio
- In data 22 marzo 2011 è stato sottoscritto tra Credito Valtellinese e Banca Popolare di Cividale un accordo secondo il quale Banca Popolare di Cividale avrebbe ceduto tutte le azioni BAI in suo possesso (c.10% del capitale sociale) a Credito Valtellinese per un controvalore di circa €16,7 m (Euro 8,68 per azione)
- BAI è oggi presente nelle province di Brescia (14), Padova (5), Verona (8) e Vicenza (10) con un totale di 37 sportelli
- A fine esercizio 2010 BAI ha evidenziato una raccolta totale pari a €1,1 mld circa (di cui €0,9 mld di raccolta diretta e €0,2 mld di raccolta indiretta) e un totale dell'attivo pari a circa €1,3mld, conseguendo una perdita pari a €0,9 m

Nota: 1. Include la quota acquistata dalla Banca Popolare di Cividale

Struttura



Principali dati economici 2009-2015 di BAI

I dati economici storici e prospettici utilizzati sono stati forniti da CA

Banca Artig. e Indus SpA - Conto Economico (dati in € m ln)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	CAGR 10-13	CAGR 10-15
Margine di interesse	22.9	23.1	26.7	30.9	35.5	40.2	44.1	15.5%	13.9%
<i>Interessi attivi e proventi assimilati</i>	47.0	38.3	44.3	54.2	70.2	88.2	102.7	22.4%	21.8%
<i>Interessi passivi e oneri assimilati</i>	(24.0)	(15.2)	(17.6)	(23.3)	(34.7)	(48.0)	(58.5)	31.6%	31.0%
Commissioni	8.0	10.0	11.1	12.6	14.5	16.6	17.9	13.1%	12.3%
<i>Commissioni attive</i>	9.0	11.0	12.2	13.9	16.1	18.5	20.0	13.5%	12.8%
<i>Commissioni passive</i>	(0.9)	(1.0)	(1.1)	(1.3)	(1.6)	(1.9)	(2.2)	17.7%	17.3%
Dividendi e proventi assimilati	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0%	0.0%
Risultato netto attività di negoz.	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0%	0.0%
Utile (perdita) da cessione o riacquisto di:	0.1	--	--	--	--	--	--	(57.2%)	(54.5%)
- passività finanziarie	0.1	--	--	--	--	--	--	--	--
Margine di intermediazione	31.2	33.3	38.0	43.6	50.1	56.9	62.1		
Rettifiche/riprese di valore nette per deterioramento di:	(5.8)	(7.5)	(7.4)	(7.6)	(8.4)	(9.3)	(6.4)	3.8%	(3.2%)
- crediti	(5.7)	(7.5)	(7.4)	(7.6)	(8.4)	(9.3)	(6.4)	3.8%	(3.2%)
- altre attività finanziarie	(0.0)	--	--	--	--	--	--		
Risultato netto della gestione finanziaria	25.5	25.8	30.6	36.1	41.7	47.6	55.7	17.3%	16.6%
Spese amministrative	(23.8)	(25.5)	(26.7)	(28.9)	(30.1)	(31.4)	(32.2)	5.7%	4.8%
<i>di cui personale</i>	(12.7)	(14.0)	(14.5)	(15.4)	(15.7)	(16.0)	(16.3)	4.1%	3.2%
<i>di cui altre spese</i>	(11.0)	(11.5)	(12.1)	(13.4)	(14.3)	(15.4)	(15.8)	7.5%	6.5%
Accantonamenti netti ai fondi per rischi oneri	--	--	--	--	--	--	--		
Rettifiche/riprese di valore nette su att. mat.	(0.8)	(0.8)	(1.0)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(1.3%)	(0.8%)
Altri oneri/proventi di gestione	0.6	0.8	0.9	1.5	1.9	2.4	2.5	36.1%	27.3%
Costi operativi	(23.9)	(25.5)	(26.8)	(28.1)	(28.9)	(29.8)	(30.4)		
Utili (perdite) delle partecipazioni	--	(0.1)	--	--	--	--	--		
Utile ante imposte	1.5	0.2	3.8	7.9	12.8	17.8	25.3	n.m.	n.m.
Imposte	(1.5)	(1.2)	(2.6)	(3.9)	(5.6)	(7.4)	(9.9)	69.9%	53.7%
Utile (Perdita) d'esercizio	0.1	(0.9)	1.1	4.0	7.2	10.3	15.5	n.m.	n.m.

Principali dati patrimoniali 2009-2015 di BAI

I dati patrimoniali storici e prospettici utilizzati sono stati forniti da CA

Banca Artig. e Indus SpA - Stato Patrimoniale (dati in €m)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	CAGR 10-13	CAGR 10-15
Cassa e liquidità	8.3	8.3	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	n.m.	n.m.
Attività finanz. valutate per la negoz.	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0%	0.0%
Attività finanz. disponibili per la vendita	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0%	0.0%
Crediti verso le banche	293.0	151.5	151.5	151.5	151.5	151.5	151.5	0.0%	0.0%
Crediti verso clientela	1,035.3	1,137.0	1,253.0	1,394.4	1,544.5	1,739.0	1,816.0	10.7%	9.8%
Partecipazioni	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0%	0.0%
Attività materiali	8.5	11.7	11.8	11.0	11.2	11.5	11.7	(1.4%)	0.0%
Attività immateriali	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0%	0.0%
Attività fiscali	5.3	5.7	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	(5.2%)	(3.2%)
Altre attività	21.7	14.8	15.0	24.5	27.1	30.5	31.9	22.4%	16.6%
Totale attivo	1,372.6	1,329.4	1,443.6	1,593.7	1,746.6	1,944.8	2,023.3	9.5%	8.8%
Debiti verso banche	314.6	294.2	269.0	219.5	189.0	166.5	167.4	(13.7%)	(10.7%)
Debiti verso clientela	455.8	491.4	595.0	724.1	840.6	985.0	1,034.3	19.6%	16.0%
Titoli in circolazione	497.0	392.0	429.8	485.0	543.5	609.7	629.0	11.5%	9.9%
Passività finanziarie di negoziazione	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	7.9%	4.7%
Passività fiscali	2.7	2.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	(15.5%)	(9.6%)
Altre passività	23.0	30.2	26.3	38.9	43.0	48.5	50.6	12.5%	10.9%
Trattamento di fine rapporto del personale	0.2	0.2	2.0	1.6	2.3	3.1	4.0	139.7%	87.8%
Fondi per rischi ed oneri	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	(3.8%)	(2.3%)
Patrimonio netto	78.9	118.4	119.6	122.6	126.1	130.0	136.2	2.1%	2.8%
Totale passivo e patrimonio netto	1,372.6	1,329.4	1,443.6	1,593.7	1,746.6	1,944.8	2,023.3	9.5%	8.8%

Le metodologie di valutazione utilizzate

Alla luce delle caratteristiche della Società e delle finalità della valutazione, Equita ha ritenuto di utilizzare l'approccio basato sull'attualizzazione dei flussi finanziari prospettici quale principale riferimento metodologico, nel quadro di una più generale analisi delle diverse metodologie di valutazione

Metodo	Tipologia	Descrizione	Applicabile	Razionale
Dividend Discount Model	<ul style="list-style-type: none"> Criterio finanziario 	<ul style="list-style-type: none"> Determina il valore di una banca in funzione del flusso di dividendi che si stima sarà in grado di generare in un determinato arco temporale futuro sulla base di una patrimonializzazione target 	SI	<ul style="list-style-type: none"> Consentono di cogliere appieno le potenzialità di sviluppo della società nel medio periodo e non sono condizionati da elementi di breve periodo
Multipli di borsa	<ul style="list-style-type: none"> Criterio di mercato 	<ul style="list-style-type: none"> Determina il valore di una banca mediante l'applicazione - ad alcuni valori di bilancio - di multipli che il mercato borsistico esprime per società quotate comparabili 	SI	<ul style="list-style-type: none"> P/E: l'applicazione del multiplo è, nel caso specifico della valutazione di BAI, non applicabile in quanto le stime economiche nei primi anni di piano risentono del forte calo di redditività della Banca P/BV - P/TBV: l'applicazione del multiplo risente di fattori contingenti che deprimono, in modo rilevante, i multipli applicabili
Transazioni precedenti confrontabili	<ul style="list-style-type: none"> Criterio di mercato 	<ul style="list-style-type: none"> Determina il valore di una banca mediante l'applicazione - ad alcuni valori di bilancio - di multipli applicati in transazioni precedenti confrontabili 	NO	<ul style="list-style-type: none"> Le vicende che hanno interessato le società operanti nel settore bancario e più in generale i recenti eventi di natura macroeconomica hanno reso estremamente volatili i prezzi delle operazioni di M&A ed in particolare delle operazioni di acquisto di quote di minoranza, limitando di conseguenza l'utilizzo della metodologia valutativa

Il Dividend Discount Model

Descrizione DDM Excess Capital

- ♦ Il 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 del settore bancario è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:
 - valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di previsione e distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione ottimale, coerente con le istruzioni dettate in materia dalle autorità di vigilanza e compatibile con l'evoluzione attesa delle attività (Di);
 - valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di previsione esplicita, coerente con un pay-out ratio (rapporto dividendo / utile netto) che rifletta una redditività a regime sostenibile ("Terminale Value" o "TV").
- ♦ Il metodo descritto prescinde dalle effettive politiche di distribuzione degli utili adottate nell'ambito dell'arco temporale preso a riferimento.

La formula del DDM Excess Capital

- ♦ La formula su cui si basa la metodologia DDM nella versione "Excess Capital" è la seguente:

$$W = \left[\sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+Ke)^t} + \frac{TV}{(1+Ke)^n} \right]$$

dove:

- W = valore del capitale economico
 - Ke = costo del capitale proprio
 - Di = flusso di cassa potenzialmente distribuibile nel periodo i-esimo di previsione esplicita
 - n = periodo esplicito di previsione (numero di anni)
 - TV = valore residuo pari al valore attuale della rendita perpetua del dividendo sostenibile dopo il periodo di previsione esplicita
- ♦ Il costo del capitale proprio è calcolato in base alla seguente formula:

$$Ke = (r_f + \beta \times M_r)$$

dove:

- r_f = Tasso delle attività finanziarie prive di rischio
- Beta = Coefficiente Beta secondo la definizione del "Capital Asset Pricing Model"
- M_r = Premio medio al rischio azionario

- ♦ Il Valore residuo è calcolato utilizzando la formula della "Rendita Perpetua" capitalizzando la stima di flusso distribuibile dell'ultimo anno di previsione esplicita ad un tasso di attualizzazione (Ke), corretto per un coefficiente di crescita di lungo periodo (tasso g):

$$TV = \frac{D_{n+1} \times (1+g)}{(Ke-g)}$$

Il Dividend Discount Model – Le principali ipotesi

Tier 1 capital

- ♦ Il Tier 1 ratio minimo richiesto è stato stimato nella misura del 7% delle attività di rischio ponderate, così come oggi richiesto dalla best practice di mercato

Calcolo del capitale ottimale e del capitale distribuibile

- ♦ Il capitale ottimale è stato stimato per ogni periodo pari al prodotto tra il Tier 1 ratio target e le attività di rischio ponderate della Società
- ♦ L'Excess Capital distribuibile dell'anno t è stato ipotizzato essere pari alla differenza tra il capitale disponibile alla fine dell'anno t meno il capitale ottimale alla fine dello stesso anno. Per gli anni oggetto di stima, è stato ipotizzato che il capitale disponibile alla fine dell'anno t sia pari alla somma algebrica del capitale disponibile alla fine dell'anno t-1 meno l'Excess Capital distribuito alla fine dell'anno t-1, più l'utile realizzato nell'anno t

Definizione di uno scenario di Perpetuity

- ♦ Per la definizione dello scenario di Perpetuity è stato stimato un payout sostenibile
- ♦ L'utile 2015 rettificato è stato incrementato del tasso di crescita di lungo periodo (tasso g) applicato nella valutazione (stimato pari al 2,0%)
- ♦ Riallineamento del costo del rischio ai livelli storici (0,4%)
- ♦ Stima sul cost income ratio di lungo periodo pari al 53,5% (media 2014 – 2015)

Calcolo del tasso di attualizzazione dei flussi distribuibili

- ♦ Per il calcolo del costo del capitale K_e per l'attualizzazione degli Excess Capital distribuibili è stata utilizzata la formula del Capital Asset Pricing Model, sulla base di: $r_f = 10$ Yr Italian benchmark Government Bond, pari al 4,77% (Fonte Bloomberg al 28 marzo 2011); $ERP = \text{Equity Risk Premium}$ del 4,5%; Beta pari a 1,0, tenuto conto della rischiosità stimabile relativa alla Società
- ♦ Sulla base di tali ipotesi il costo del capitale K_e è stato stimato pari a 9,32%

Calcolo del Terminal Value

- ♦ Per la stima del Terminal Value è stata utilizzata la formula della rendita perpetua capitalizzando la stima di flusso distribuibile dal 2016 in poi ad un tasso pari al K_e (9,32%) ed un coefficiente di crescita di lungo periodo (tasso g) pari al 2,0%

II Dividend Discount Model - Risultati

Sulla base delle ipotesi descritte, riteniamo che la stima del valore del capitale economico di BAI, determinato con il metodo del Dividend Discount Model, possa essere compreso in un intervallo tra €131,6 m e €172,9 m (€6,84 - €8,98 per azione)

Key figures 2009-2015E

(dati in €m)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	TV
Tier 1 ratio target	7,0%							
RWA	975,0	1.130,2	1.255,4	1.387,1	1.552,7	1.624,3		
Capitale + sovrapprezzo	68,3	79,1	87,9	97,1	108,7	108,7		
Capitale ad inizio anno	1,1	4,0	7,2	10,3	15,5	15,5		
Utile di esercizio	118,3	69,4	83,2	95,0	107,4	124,1		
Capitale disponibile a fine anno	68,3	79,1	87,9	97,1	108,7	113,7		
Core Tier 1 capital target	--	9,7	4,7	2,1	1,3	--		
Funding addizionale	50,0	--	--	--	--	10,4		
Capitale disponibile per la distribuzione	1,00	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64		0,64
Fattore di attualizzazione	50,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		6,7
Flussi attualizzati	--	8,9	4,0	1,6	0,9	--		111,5
TV attualizzato								
Funding addizionale scontato								

Valore attuale dei dividendi (2010-2015) 56,7

Valore attuale del terminal value 111,5

Funding addizionale scontato (13,3)

Valutazione BAI (DDM) 154,9

Valore P.S. 8,05

Range di valutazione e multipli impliciti

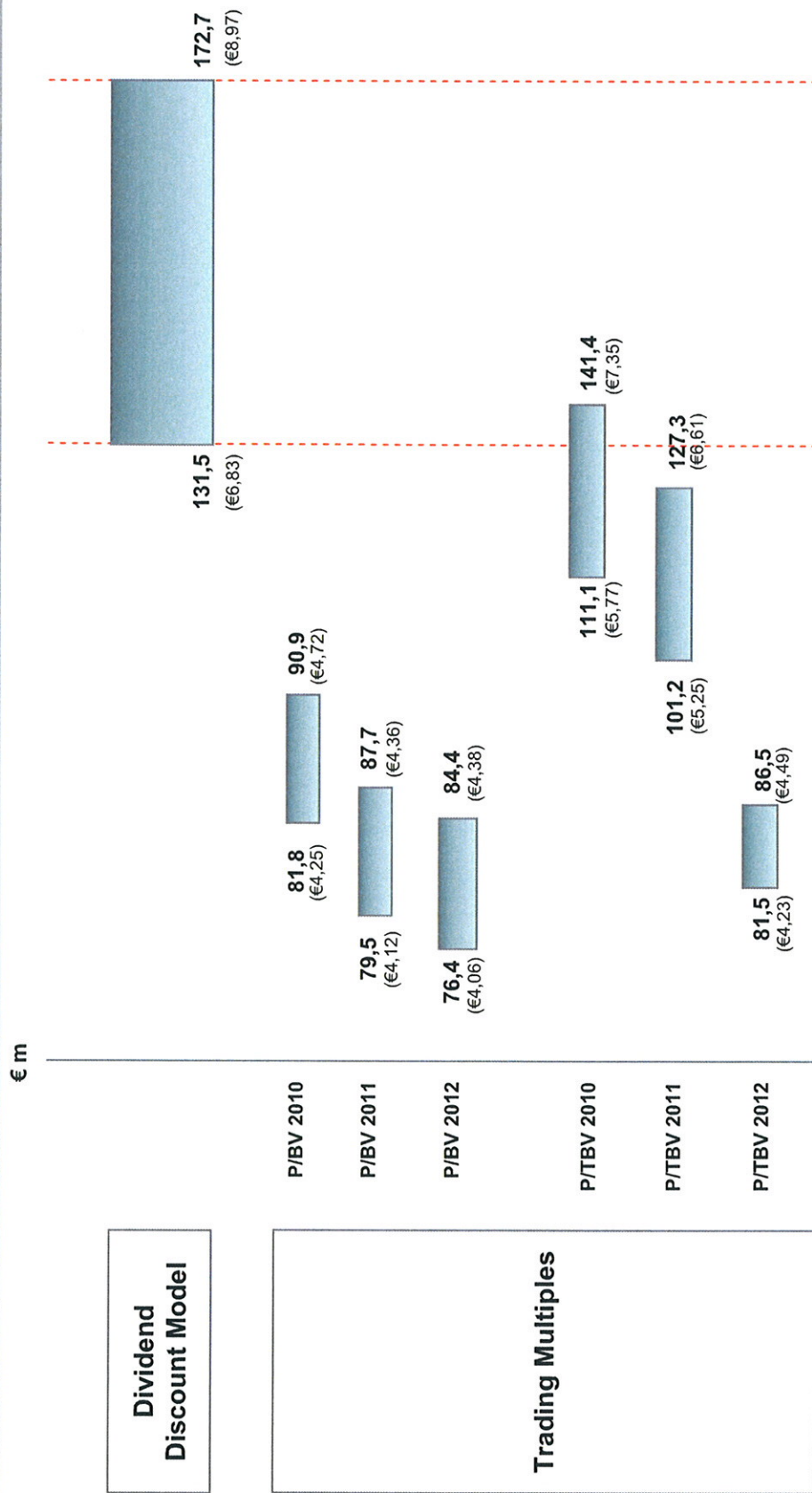
	Implied multiples	
	2010E	2012E
P/E (min)	131,6	115,95x
P/E (max)	172,9	152,30x
P/BV (min)	131,6	1,10x
P/BV (max)	172,9	1,46x
P/TVB (min)	131,6	1,10x
P/TVB (max)	172,9	1,46x
P/Val. caric. (min)	131,6	0,90x
P/Val. caric. (max)	172,9	1,18x

Sensitivity

Tier 1 ratio target	Cost of equity		Long term growth	
	8,82%	9,32%	1,50%	2,00%
6,5%	172,9	161,9	159,1	161,9
7,0%	165,8	154,9	152,1	154,9
7,5%	158,8	147,9	145,1	147,9
8,0%	151,8	141,0	138,1	141,0

Conclusioni

Sulla base delle ipotesi precedentemente descritte e della metodologia di valutazione utilizzate, riteniamo che la stima del valore del capitale economico di BAI, valutato con il metodo del Dividend Discount Model, possa essere compreso nell'intervallo tra €131,5 m e €172,7 m, pari ad un valore per azione di €6,83-€8,97



STRETTAMENTE RISERVATO

Allegati

Credito
Artigiano 

 EQUITA

Multipli di mercato – società quotate comparabili

(€ m)	Mkt Cap	Adj P/E			P/BV			P/TBV					
		2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.C.A.R.L.	2.293	19,52x	12,98x	10,04x	7,69x	0,75x	0,71x	0,67x	0,63x	0,90x	0,89x	0,76x	0,71x
Banca Carige S.p.A.	3.206	13,39x	19,78x	15,32x	12,15x	0,80x	0,88x	0,85x	0,78x	1,46x	2,43x	2,13x	n.a.
Banca Popolare di Milano S.C.A.R.L.	1.154	10,82x	30,89x	9,27x	6,55x	0,29x	0,35x	0,35x	0,33x	0,39x	0,47x	0,44x	0,43x
Credito Emiliano S.p.A.	1.539	17,15x	14,53x	11,29x	8,74x	0,83x	0,82x	0,79x	0,75x	1,03x	0,99x	0,93x	0,86x
Media del campione selezionato¹		15,22x	15,76x	11,48x	8,78x	0,67x	0,69x	0,67x	0,62x	0,95x	1,20x	1,07x	0,67x
Mediana del campione selezionato¹		15,27x	14,53x	10,67x	8,21x	0,77x	0,77x	0,73x	0,69x	0,96x	0,94x	0,85x	0,71x

Dati operativi (€ m)	Uffili				Book value				Tangible book value			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
BAI	0,1	(0,9)	1,1	4,0	78,9	118,4	119,6	122,6	78,8	118,3	119,5	122,5

Valutazione implicita (€ m)	Adj P/E				P/BV				P/TBV			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
BAI	1,1	n.s.	13,0	35,5	52,7	81,8	79,5	76,4	74,5	141,4	127,3	81,5
Media	1,1	n.s.	12,1	33,2	61,0	90,9	87,7	84,4	76,0	111,1	101,2	86,5

Fonte: Factset - 07.04.2011

Note: Media e Mediana 2010 non includono Banca Popolare di Milano perché poco rappresentativa

PARERE DEL COMITATO OPC DEL CREDITO ARTIGIANO

I componenti del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate:

Avv. Prof. Vito Branca (Presidente)

Prof. Mario Anolli

Dott. Prof. Alberto Giussani

con la presenza del dott. Edoardo Marchesi, Segretario

all'esito dell'odierna seduta,

ESAMINATA

la documentazione concernente la proposta di delibera da sottoporre al Consiglio di Amministrazione in data odierna e avente ad oggetto il progetto di cessione al Credito Valtellinese S.c. della quota del 24,44% detenuta in Bancaperta S.p.A. dal Credito Artigiano S.p.A., pari a n. 1.029.600 azioni ordinarie e corrispondente alla totalità della partecipazione detenuta in Bancaperta dalla Banca;

ESAMINATE

la bozza dell'atto di cessione della partecipazione e la *fairnes opinion* rilasciata dalla società Equita SIM S.p.A. (l'"Advisor"), incaricata dal Credito Artigiano di supportare il Consiglio di Amministrazione nella determinazione del prezzo di cessione della partecipazione, nonché il Comitato OPC del Credito Artigiano nello svolgimento delle proprie funzioni;

RILEVATO

che dall'analisi di detta documentazione, messa tempestivamente a disposizione del Comitato, risulta perseguito e tutelato l'interesse del Credito Artigiano e risultano, altresì, sussistenti la convenienza economica e la correttezza sostanziale delle condizioni dell'operazione;

CONSIDERATO

che:

- la predetta cessione si inserisce nel più ampio contesto del progetto di semplificazione e riorganizzazione della struttura del Gruppo Credito Valtellinese, già comunicato al mercato dalla capogruppo Credito Valtellinese in data 22 febbraio 2011;
- in particolare, la cessione della totalità della partecipazione detenuta in Bancaperta è coerente con l'obiettivo del Gruppo Credito Valtellinese di razionalizzare la propria struttura, nell'ottica di accrescere l'efficienza del Gruppo e delle proprie banche territoriali maggiori, operative nei rispettivi territori di insediamento, prevedendo successivamente la fusione per incorporazione di Bancaperta nella capogruppo;
- il citato progetto si pone anche l'obiettivo di conseguire significativi benefici nell'ottica del contenimento dei costi e, appunto, delle semplificazioni strutturali di Gruppo;
- il prezzo di cessione della partecipazione dovrà rientrare nel range dei valori individuati dall'*Advisor*,

ALL'UNANIMITA' ESPRIMONO

PARERE FAVOREVOLE AL COMPIMENTO DELL'OPERAZIONE

Milano, 13 IV 2011

Il Presidente	Il Segretario
---------------	---------------

PARERE DEL COMITATO OPC DEL CREDITO ARTIGIANO

I componenti del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate:

Avv. Prof. Vito Branca (Presidente)

Prof. Mario Anolli

Dott. Prof. Alberto Giussani

con la presenza del dott. Edoardo Marchesi, Segretario.

all'esito dell'odierna seduta,

ESAMINATA

la documentazione concernente la proposta di delibera da sottoporre al Consiglio di Amministrazione in data odierna e avente ad oggetto il progetto di cessione al Credito Valtellinese S.c. della quota del 20,81% detenuta in Banca dell'Artigianato e dell'Industria S.p.A. dal Credito Artigiano S.p.A., pari a n. 4.007.055 azioni ordinarie e corrispondente alla totalità della partecipazione detenuta in Banca dell'Artigianato e dell'Industria dalla Banca;

ESAMINATE

la bozza dell'atto di cessione della partecipazione e la *fairnes opinion* rilasciata dalla società Equita SIM S.p.A. (l'"Advisor"), incaricata dal Credito Artigiano di supportare il Consiglio di Amministrazione nella determinazione del prezzo di cessione della partecipazione, nonché il Comitato OPC del Credito Artigiano nello svolgimento delle proprie funzioni;

RILEVATO

che dall'analisi di detta documentazione, messa tempestivamente a disposizione del Comitato, risulta perseguito e tutelato l'interesse del Credito Artigiano e risultano, altresì, sussistenti la convenienza economica e la correttezza sostanziale delle condizioni dell'operazione;

CONSIDERATO

che:

- la predetta cessione si inserisce nel più ampio contesto del progetto di semplificazione e riorganizzazione della struttura del Gruppo Credito Valtellinese, già comunicato al mercato dalla capogruppo Credito Valtellinese in data 22 febbraio 2011;
- in particolare, la cessione della totalità della partecipazione detenuta in Banca dell'Artigianato e dell'Industria è coerente con l'obiettivo del Gruppo Credito Valtellinese di razionalizzare la propria struttura, nell'ottica di accrescere l'efficienza del Gruppo e delle proprie banche territoriali maggiori, operative nei rispettivi territori di insediamento, prevedendo successivamente la fusione per incorporazione di Banca dell'Artigianato e dell'Industria nella capogruppo;
- il citato progetto si pone anche l'obiettivo di conseguire significativi benefici nell'ottica del contenimento dei costi e, appunto, delle semplificazioni strutturali di Gruppo;
- il prezzo di cessione della partecipazione dovrà rientrare nel range dei valori individuati dall'*Advisor*,

**ALL'UNANIMITA' ESPRIMONO
PARERE FAVOREVOLE AL COMPIMENTO DELL'OPERAZIONE**

Milano, 13 IV 2011

Il Presidente	Il Segretario
---------------	---------------