



Fusione per incorporazione di Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. in Credito Artigiano S.p.A.

Fano, 9 agosto 2011

Indice

Finalità e oggetto dell'incarico	4
Limiti, assunzioni e difficoltà di valutazione	7
Documentazione utilizzata	11
Società coinvolte	14
Confronto proiezioni 2011-2015 delle Società	20
Valutazione	22
Rapporto di Concambio	33
Conclusioni	35

Finalità e oggetto dell'incarico

Finalità e oggetto dell'incarico

- In data 22 febbraio 2011 il Consiglio di Amministrazione di Credito Valtellinese S.c. (Credito Valtellinese o Creval) ha approvato e presentato al mercato il Piano Industriale 2011-2014 del Gruppo Creval (Gruppo) che prevede tra l'altro un progetto di riorganizzazione della struttura societaria attraverso:
 - la fusione per incorporazione nella capogruppo Credito Valtellinese delle controllate Bancaperta S.p.A., Credito Piemontese S.p.A. e Banca dell'Artigianato e dell'Industria S.p.A., approvata dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 7 giugno 2011;
 - la fusione per incorporazione (Fusione CA I) nella controllata quotata Credito Artigiano S.p.A. (Credito Artigiano) di Banca Cattolica S.p.A. (Banca Cattolica), Credito del Lazio S.p.A. (Credito del Lazio), approvata dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 14 aprile 2011;
 - la fusione per incorporazione (Fusione CA II) in Credito Artigiano di Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. (Carifano e, insieme al Credito Artigiano, Società) e il successivo conferimento del ramo di azienda composto dalla rete di sportelli presente nelle regioni Marche e Umbria in una società di nuova costituzione non quotata, allo stato totalmente controllata dal Credito Artigiano, denominata "Nuova Cassa di Risparmio di Fano S.p.A.".
- Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. (Deloitte) ha ricevuto da Carifano, nell'ambito della Fusione CA II, la richiesta di esprimere un parere sulla congruità dal punto di vista economico finanziario del rapporto di concambio finalizzato ad identificare il numero di azioni del Credito Artigiano spettanti agli azionisti terzi di Carifano in proporzione al numero di azioni di Carifano dagli stessi possedute (Rapporto di Concambio).

Finalità e oggetto dell'incarico - *segue*

- Destinatario del presente documento (Report) è il Consiglio di Amministrazione di Carifano.
- Il Report è stato redatto in accordo con la nostra proposta datata 16 giugno 2011 (Proposta).
- Il Report quindi non potrà essere divulgato, in tutto o in parte, a terze parti, fatta eccezione per la capogruppo Credito Valtellinese, o utilizzato per finalità diverse da quelle indicate nella Proposta e nel Report stesso. Qualsiasi altro uso del Report, o di parte di esso, dovrà essere preventivamente concordato e autorizzato per iscritto da Deloitte.

**Limiti, assunzioni e difficoltà di
valutazione**

Limiti, assunzioni e difficoltà di valutazione

- Nel corso della nostra analisi e nella predisposizione del Report, abbiamo fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura, che ci sono state fornite o che sono state discusse con noi o pubblicamente disponibili e non abbiamo proceduto ad alcuna revisione o attività di due diligence delle informazioni ricevute. Abbiamo anche assunto che le stesse informazioni siano state predisposte in buona fede e su basi che riflettono al meglio le convinzioni e le previsioni della Direzione Generale di Credito Valtellinese, con il supporto della Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas Soc.Cons.P.A. (Deltas) e dei vertici di detta società.
- Nelle nostre analisi e nella predisposizione del Report, abbiamo assunto che non si siano verificati cambiamenti o eventi significativi in relazione ai dati, informazioni e rappresentazioni a noi forniti che non siano stati resi noti per iscritto e che potrebbero ragionevolmente modificare le conclusioni raggiunte nel nostro Report. Pertanto il Report si basa su una nostra elaborazione delle informazioni rese disponibili dalla Direzione Generale di Credito Valtellinese, con il supporto della Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas e dei vertici di detta società.
- Il Report è basato su dati economici, patrimoniali, di mercato e su altre informazioni, scritte o verbali, rese a noi disponibili fino alla data del 5 agosto 2011. È inteso che eventuali sviluppi successivi potrebbero influire sulle conclusioni riportate nel Report. Deloitte non ha l'obbligo di aggiornare, rivedere o riconfermare le conclusioni contenute nel Report.
- Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né nessuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni contenute nel Report o ricevute dalla Direzione Generale di Credito Valtellinese, con il supporto della Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas e dei vertici di detta società viene resa da parte di Deloitte e nulla di quanto contenuto nel Report è o potrà essere ritenuto una promessa o un'indicazione sui risultati futuri o sulla consistenza patrimoniale di Credito Artigiano e di Carifano.

Limiti, assunzioni e difficoltà di valutazione - segue

- In data 14 aprile 2011, il Consiglio di Amministrazione del Credito Artigiano ha deliberato di sottoporre all'Assemblea dei Soci convocata per il 6 settembre 2011 un aumento del capitale sociale in forma gratuita, per un ammontare pari a Euro 28.479.136, mediante incremento del valore nominale delle azioni in circolazione dagli attuali Euro 1,00 ad Euro 1,10 (Aumento di Capitale Gratuito) da attuarsi prima della data di efficacia della Fusione CA II con parziale imputazione a capitale delle riserve da rivalutazione.

Sempre in data 14 aprile 2011, il Consiglio di Amministrazione del Credito Artigiano ha approvato il progetto di fusione relativo alla Fusione CA I, che avrà efficacia prima della data della Fusione CA II, il 24 ottobre 2011. Nell'ambito di tale operazione l'Assemblea dei Soci del Credito Artigiano sarà chiamata a deliberare un aumento del capitale sociale mediante emissione di massime complessive 30.483.320 nuove azioni ordinarie del valore nominale unitario di Euro 1,10 (post Aumento di Capitale Gratuito) da riservare in concambio agli azionisti di Banca Cattolica e di Credito del Lazio.

Le nostre analisi e conclusioni relative al Rapporto di Concambio si basano sul presupposto che l'Aumento di Capitale Gratuito e la Fusione CA I vengano poste in essere prima della data di efficacia della Fusione CA II.

- I metodi di valutazione impiegati hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali trasmessi dalla Direzione Generale di Credito Valtellinese, con il supporto della Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas e dei vertici di detta società, per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macro-economiche e a fenomeni esogeni all'azienda, nonché basati, nella fattispecie, su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e ad azioni degli organi amministrativi, che non necessariamente si verificheranno. Nella fattispecie la situazione d'incertezza sui tempi e la forza della ripresa delle economie mondiali sta generando impatti significativi sullo scenario macro-economico.

Limiti, assunzioni e difficoltà di valutazione - segue

Considerato che le analisi sviluppate ai fini del nostro lavoro si sono fondate sull'utilizzo di dati prospettici e su parametri di mercato, non si può escludere che il perdurare di tale situazione e la sua evoluzione ad oggi non prevedibile, possano avere un impatto, anche significativo, sui risultati esposti nel Report.

- Nell'applicazione dei metodi di valutazione sono stati utilizzati anche dati relativi a quotazioni di borsa e previsioni di analisti finanziari che sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa delle turbolenze dei mercati.
- Le tabelle incluse nel Report possono contenere arrotondamenti di importi; eventuali incongruenze o difformità tra i dati riportati nelle diverse tabelle sono conseguenze di tali arrotondamenti.

Documentazione utilizzata

Documentazione utilizzata

- Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo utilizzato documenti ottenuti dalla Direzione Generale di Credito Valtellinese, con il supporto della Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas e dei vertici di detta società, e/o informazioni pubblicamente disponibili:
 - Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2010 di Carifano.
 - Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2010 del Credito Artigiano.
 - Dati di preconsuntivo al 30 giugno 2011 di Carifano.
 - Bozza della relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2011 di Carifano e di Credito Artigiano.
 - Conto Economico, Stato Patrimoniale, e Requisiti di Vigilanza al 30 giugno 2011 del Credito Artigiano pro-formati per tenere conto degli effetti della Fusione CA I e dell'Aumento di Capitale Gratuito.
 - Proiezioni economico-finanziarie 2011-2015 di Carifano predisposte dalla Direzione Generale di Credito Valtellinese, con il supporto della Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas e dei vertici di detta società (Proiezioni 2011-2015 di Carifano).
 - Proiezioni economico-finanziarie 2011-2015 del Credito Artigiano post Fusione CA I predisposte dalla Direzione Generale di Credito Valtellinese, con il supporto della Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas e dei vertici di detta società (Proiezioni 2011-2015 di CA I).
 - Gruppo Creval, Piano Industriale 2011-2014, "Crescita del valore, incremento dell'efficienza e sostegno al territorio", 22 febbraio 2011 (Piano Industriale 2011-2014).
 - Informazioni relative all'andamento dei corsi di borsa ottenuti attraverso banche dati specializzate.

Documentazione utilizzata - segue

- Elementi contabili e statistici nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini del presente documento.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione che, per quanto a conoscenza di Creval, in qualità di capogruppo, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti o circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni delle proiezioni, ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

Società coinvolte

Carifano

- Cassa di Risparmio di Fano nasce nel 1843 come struttura destinata al risparmio e all'investimento con la finalità di soddisfare le esigenze della popolazione per il sostegno all'economia sociale ed individuale. Nel 1992 la Cassa di Risparmio, trasformata in società per azioni, scorpora l'azienda bancaria conferendola in una società di nuova costituzione denominata Cassa di Risparmio di Fano S.p.A., della quale l'ente originario, divenuto Fondazione Cassa di Risparmio di Fano, detiene inizialmente l'intero pacchetto azionario.
- Nel 2008 Carifano entra a far parte del Gruppo Credito Valtellinese quale istituto di credito regionale al servizio del territorio marchigiano.
- Carifano svolge la propria attività con l'obiettivo di promuovere lo sviluppo economico e sociale delle zone in cui opera, secondo i principi che sin dalla fondazione ne connotano lo sviluppo nel territorio, la finalità di assistenza alle famiglie e alle imprese.
- In data 25 marzo 2011 i Consigli di Amministrazione di Banca Cattolica e Carifano hanno approvato, ciascuno per quanto di propria competenza, il trasferimento da Banca Cattolica a Carifano del ramo d'azienda costituito dal complesso di beni organizzato per l'esercizio dell'attività bancaria nella succursale di Orvieto, via Angelo Costanzi n. 92.
- Ad oggi Carifano è presente nelle Marche, in Umbria e in Emilia Romagna con una rete che può contare su 46 sportelli.
- A fine esercizio 2010 Carifano ha evidenziato una raccolta totale pari a circa Euro 2.311 milioni, di cui Euro 1.689 milioni di raccolta diretta ed Euro 622 milioni di raccolta indiretta, e impieghi per circa Euro 1.720, conseguendo un utile pari a circa Euro 3 milioni.
- I dati di preconsuntivo di Carifano al 30 giugno 2011 evidenziano una raccolta totale pari a circa Euro 2.395 milioni, di cui Euro 1.734 milioni di raccolta diretta ed Euro 662 milioni di raccolta indiretta, e impieghi per circa Euro 1.832 milioni, conseguendo un utile di periodo pari a circa Euro 2,5 milioni.

Carifano - Proiezioni 2011 - 2015

<i>(Euro milioni, valori arrotondati)</i>	30/06/11PC	2011B	2014P	2015P	CAGR '11-'14	CAGR '11-'15
Margine di interesse	20	41	70	90	19%	21%
Margine di intermediazione	28	58	95	120	18%	20%
Costi operativi	(20)	(38)	(42)	(43)	3%	3%
Utile netto	2,5	6	26	45	68%	68%
Impieghi vs clienti	1.832	1.803	2.316	2.432	9%	8%
Patrimonio netto	124	127	153	175	6%	8%
Raccolta diretta	1.734	1.836	2.391	2.477	9%	8%
Raccolta indiretta	662	734	1.017	1.072	11%	10%
Cost/Income (*)	70%	66%	45%	36%		
Cost of credit risk (**)	0,39%	0,45%	0,43%	0,30%		
Attività ponderate per il rischio	1.594 ^(***)	1.741	2.151	2.269	7%	7%

Fonte: dati di preconsuntivo al 30 giugno 2011 e Proiezioni 2011-2015 di Carifano.

(*) Cost/Income: Costi operativi / Margine di intermediazione.

(**) Cost of credit risk: Rettifiche su crediti / Impieghi vs clienti.

(***) Dato stimato dalla capogruppo al 30 giugno 2011.

Credito Artigiano

- Piccolo Credito Artigiano nasce nel 1946 a Milano con l'intento di contribuire alla ricostruzione del Paese, sostenendo in particolare l'attività degli artigiani e della piccola media impresa.
- Dopo aver assunto la nuova denominazione di Credito Artigiano, nel 1995 entra a far parte del Gruppo Credito Valtellinese, del quale condivide principi ed indirizzi strategici in una concezione di mercato orientata alla creazione di valore sostenibile nel medio periodo e attenta allo sviluppo socio-economico dei territori di insediamento.
- L'appartenenza al Gruppo contribuisce in misura significativa al progressivo sviluppo del Credito Artigiano grazie alla condivisione di un disegno imprenditoriale unitario che ne valorizza le caratteristiche di "banca del territorio", al servizio di una clientela prevalentemente costituita da famiglie, professionisti, piccole-medie imprese, artigiani e istituzioni no profit.
- Dal luglio 1999 il titolo del Credito Artigiano è quotato sul mercato principale della Borsa Italiana.
- Come già ricordato in data 14 aprile 2011 il Consiglio di Amministrazione del Credito Artigiano ha deliberato di sottoporre all'Assemblea dei Soci convocata per il 6 settembre 2011 l'Aumento di Capitale Gratuito che sarà attuato prima della data di efficacia della Fusione CA II con parziale imputazione a capitale delle riserve da rivalutazione.
- Sempre in data 14 aprile 2011, il Consiglio di Amministrazione del Credito Artigiano ha approvato il progetto di fusione relativo alla Fusione CA I che avrà efficacia prima della data della Fusione CA II (24 ottobre 2011).
- Il Credito Artigiano a seguito della Fusione CA I potrà contare su una rete costituita da 167 sportelli dislocati in Lombardia, Emilia Romagna, Toscana e Lazio.

Credito Artigiano - segue

- I dati di Credito Artigiano di preconsuntivo al 30 giugno 2011, pro-formati per tener conto della Fusione CA I e dell'Aumento di Capitale Gratuito, evidenziano una raccolta totale pari a circa Euro 14.016 milioni, di cui Euro 8.400 milioni di raccolta diretta ed Euro 5.617 milioni di raccolta indiretta, e impieghi per circa Euro 7.367 milioni, conseguendo un utile di periodo pari a circa Euro 25 milioni.

Credito Artigiano - Proiezioni 2011 - 2015

<i>(Euro milioni, valori arrotondati)</i>	30/06/11PC Pro-Forma	2011B	2014P	2015P	CAGR '11-'14	CAGR 11-'15
Margine di interesse	84	176	259	280	14%	12%
Margine di intermediazione	133	272	389	419	13%	11%
Costi operativi	(88)	(175)	(195)	(196)	4%	3%
Utile netto	25	38	80	113	28%	31%
Impieghi vs clienti	7.367	7.178	9.414	9.836	9%	8%
Patrimonio netto	882	895	959	1.001	2%	3%
Raccolta diretta	8.400	8.404	11.151	11.627	10%	8%
Raccolta indiretta	5.617	5.807	7.780	8.216	10%	9%
Cost/Income (*)	66%	64%	50%	47%		
Cost of credit risk (**)	0,91%	0,88%	0,87%	0,68%		
Attività ponderate per il rischio	7.339 ^(***)	7.151	9.106	9.565	8%	8%

Fonte: dati pro-formati sulla base dei dati di preconsuntivo al 30 giugno 2011 e Proiezioni 2011-2015 di CA I.

(*) Cost/Income: Costi operativi / Margine di intermediazione.

(**) Cost of credit risk: Rettifiche su crediti / Impieghi vs clienti.

(***) Stima della capogruppo al 30 giugno 2011.

**Confronto proiezioni 2011-2015 delle
Società**

Confronto proiezioni 2011-2015 delle Società

	Carifano		Credito Artigiano post Fusione CA I	
	CAGR '11-'14	CAGR '11-'15	CAGR '11-'14	CAGR '11-'15
Impieghi vs clienti	9%	8%	9%	8%
Raccolta diretta	9%	8%	10%	8%
Raccolta indiretta	11%	10%	10%	9%
Margine di intermediazione	18%	20%	13%	11%
Utile netto	68%	68%	28%	31%

	Carifano			Credito Artigiano post Fusione CA I		
	2011B	2014P	2015P	2011B	2014P	2015P
Cost/Income (*)	66%	45%	36%	64%	50%	47%
Cost of credit risk (**)	0,45%	0,43%	0,30%	0,88%	0,87%	0,68%
ROE (***)	4,4%	17,3%	25,7%	4,3%	8,4%	11,3%

(*) Cost/Income: Costi operativi / Margine di intermediazione.

(**) Cost of credit risk: Rettifiche su crediti / Impieghi vs clienti.

(***) ROE: Utile netto / Patrimonio netto.

- In considerazione della finalità della valutazione, che nell'ambito di un'operazione di fusione è quella di esprimere una stima comparativa dei valori delle società che vi partecipano, e delle diverse crescite previste in particolare nelle proiezioni economiche delle Società, nell'ambito delle valutazioni delle singole società sono stati considerati anche degli scenari alternativi differenziali, come di seguito meglio specificato, in termini di tasso di attualizzazione e utile netto a regime, anche in considerazione degli obiettivi del Gruppo Creval, in modo da riflettere nei valori tali differenze.

Valutazione

Considerazioni metodologiche

- Il Rapporto di Concambio è stato stimato individuando delle metodologie di valutazione di natura analitica e di mercato, con consolidate basi dottrinali e applicative, omogenee al fine di identificare valori comparabili (relativi), in considerazione delle caratteristiche distintive delle Società.
- Secondo la normale prassi valutativa, infatti, il presupposto fondamentale per l'ottenimento di valori significativi e comparabili ai fini della fusione è l'omogeneità e la confrontabilità dei metodi applicati, compatibilmente con le caratteristiche delle società e/o dei gruppi oggetto di valutazione. Pertanto, le valutazioni sono state effettuate con l'ottica di esprimere una stima comparativa dei valori delle Società, dando preminenza all'omogeneità e comparabilità dei metodi adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle Società stesse considerate singolarmente; tali valutazioni quindi vanno unicamente intese in termini relativi e con esclusivo riferimento all'operazione in oggetto ed in nessun caso sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore assoluto, attuale o prospettico, né essere prese a riferimento in un contesto diverso da quello in esame.
- Il Rapporto di Concambio è stato stimato considerando le seguenti metodologie:
 - Dividend Discount Model nella versione Excess Capital (DDM) quale metodologia principale;
 - metodo dei multipli di borsa quale metodologia di controllo.
- La scelta del Dividend Discount Model quale metodologia principale è stata motivata dal fatto che tale metodologia permette di apprezzare il valore di una società sulla base del suo piano di sviluppo e delle sue caratteristiche intrinseche.

Considerazioni metodologiche - segue

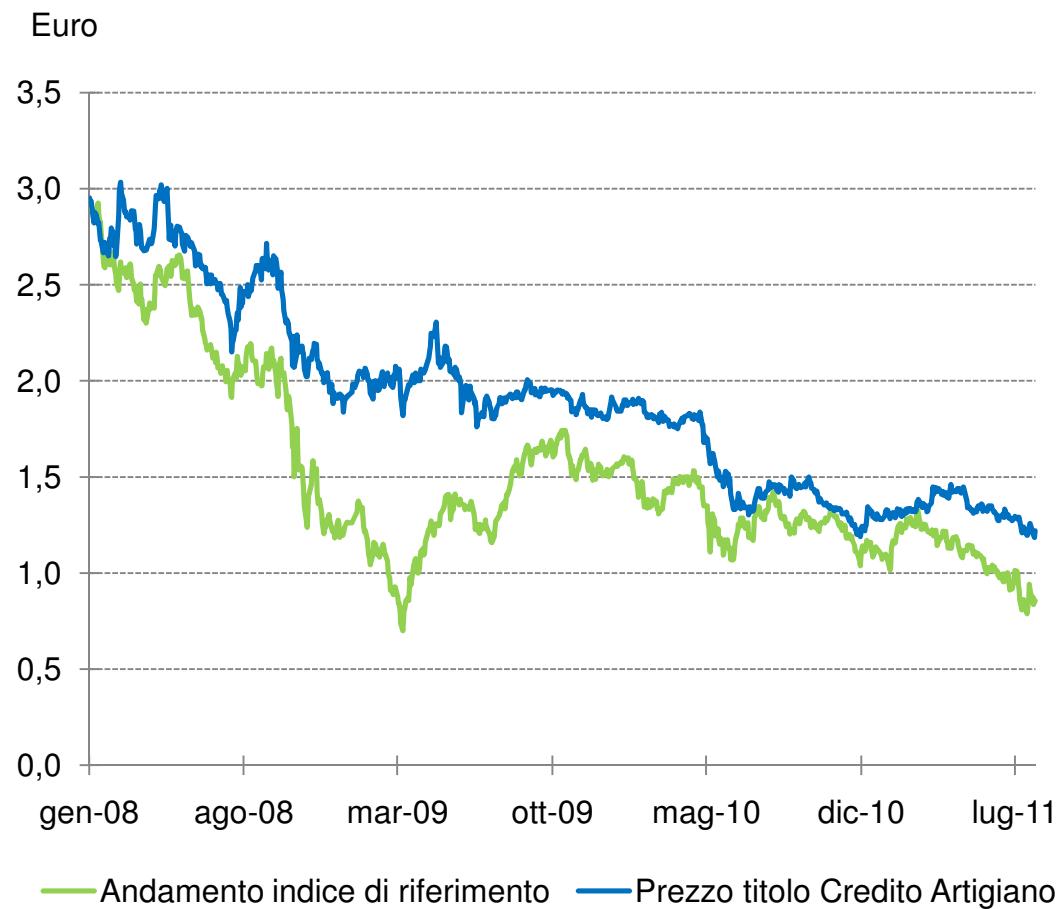
- Inoltre, la scelta di utilizzare il Dividend Discount Model nell'accezione dell'Excess Capital è una prassi condivisa nel settore finanziario, nel quale la misura dei flussi di cassa di pertinenza degli azionisti è influenzata dal livello di patrimonializzazione previsto dalle Autorità di Vigilanza.
- Occorre rilevare, peraltro, che le ipotesi alla base delle proiezioni economico-finanziarie assumono un'importanza rilevante nello sviluppo del Dividend Discount Model; di conseguenza, le valutazioni svolte con tale metodo sono condizionate dal verificarsi delle assunzioni e dal raggiungimento degli obiettivi sui quali si fondano le proiezioni economico-finanziarie, aleatori per natura.
- Il metodo dei multipli di borsa è stato utilizzato come metodologia di controllo, al fine di verificare i risultati ottenuti attraverso l'applicazione del metodo principale.
- Tale metodologia è stata utilizzata ai fini esclusivi di controllo in quanto meno adatta, rispetto al Dividend Discount Model, a comparare il valore delle società oggetto di valutazione.
- Peraltro, nel caso di specie, in considerazione del fatto che una sola delle società coinvolte nell'operazione di fusione è quotata, tenuto conto del principio dell'omogeneità dei metodi valutativi che guida tale tipologia di valutazione, si è ritenuto di non considerare nella stima del Rapporto di Concambio i riferimenti forniti per il prezzo del titolo dalle quotazioni di borsa. Si riporta ai soli fini indicativi l'analisi dell'evoluzione del prezzo del titolo Credito Artigiano.
- La stima del Rapporto di Concambio è stata effettuata in ottica stand alone senza peraltro considerare gli effetti legati alla Fusione CA II, che risultano conseguibili solo ad esito del perfezionamento di tale operazione.
- La data di riferimento delle valutazioni delle Società è il 30 giugno 2011.

Considerazioni metodologiche - segue

- Ai fini della stima del Rapporto di Concambio per il Credito Artigiano si è fatto riferimento ad una situazione patrimoniale ed economica al 30 giugno 2011 pro-formata in modo da tenere conto degli effetti della Fusione CA I e dell'Aumento di Capitale Gratuito aventi efficacia antecedente all'operazione di Fusione CA II.

Considerazioni metodologiche - segue

Evoluzione del prezzo di borsa del titolo Credito Artigiano



(Euro)

Prezzo al 29 luglio 2011	1,22
Prezzo medio ultimo mese (*)	1,24
Prezzo medio ultimi 3 mesi (*)	1,29
Prezzo medio ultimi 6 mesi (*)	1,34
Prezzo medio ultimi 9 mesi (*)	1,32
Prezzo medio ultimi 12 mesi (*)	1,35

(*) Calcolato prendendo come riferimento la data del 29 luglio 2011.

Fonte: Bloomberg, 29 luglio 2011.

Metodi di valutazione - Metodo principale - DDM

- Il Dividend Discount Model nella versione dell'Excess Capital (DDM), determina il valore di un'azienda sulla base dei flussi finanziari futuri che la stessa sarà in grado di distribuire ai suoi azionisti senza intaccare gli asset necessari a sostenere lo sviluppo atteso e nel rispetto delle regolamentazioni sul capitale previste dall'Autorità di Vigilanza, scontati a un tasso che esprime lo specifico rischio del capitale e sulla base della seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t} + VT_a$$

dove:

F_t = flussi finanziari potenzialmente distribuibili agli azionisti nell'orizzonte temporale prescelto sulla base delle proiezioni economico-finanziarie elaborate, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;

i = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio (k_e);

VT_a = valore attuale del valore terminale (Terminal Value) calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso finanziario distribuibile normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo termine (g).

- Di seguito sono illustrate le principali assunzioni e i parametri adottati per lo sviluppo della formula di valutazione.

Metodi di valutazione - Metodo principale - DDM - segue

a) *Flussi finanziari distribuibili (F_t)*

Per la stima dei flussi finanziari distribuibili agli azionisti si è fatto riferimento alle Proiezioni 2011-2015 delle Società, predisposte dalla Direzione Generale di Credito Valtellinese, con il supporto della Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas e dei vertici di detta società, ad un ratio di vigilanza obiettivo pari al 7,0% in termini di Core Tier 1 Ratio e all'8,0% in termini di Total Capital Ratio.

Come già ricordato le Proiezioni 2011-2015 di CA I tengono conto degli effetti derivanti dalla Fusione CA I e dell'Aumento di Capitale Gratuito precedentemente descritti.

b) *Tasso di attualizzazione (i)*

Il tasso di attualizzazione utilizzato corrisponde al costo del capitale di rischio, pari al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio. Tale tasso è stato stimato in un intervallo compreso tra il 9,0% e il 9,6% sulla base del Capital Asset Pricing Model (CAPM) secondo la seguente formula:

$$k_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = tasso di rendimento di investimenti privi di rischio, stimato in un intervallo compreso tra il 4,5% e il 5,0% (pari alla media dei rendimenti dei Buoni del Tesoro Poliennali decennali emessi dallo Stato Italiano, registrati rispettivamente nei 12 mesi e nei 2 mesi antecedenti la data del 21 luglio 2011);

Metodi di valutazione - Metodo principale - DDM - segue

Beta = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato di riferimento, stimato pari a 0,91 (valore medio dei beta di un campione di banche quotate italiane);

$R_m - R_f$ = premio per il rischio richiesto dal mercato, stimato, in linea con la prassi valutativa, pari al 5,0%.

È stato considerato nella stima del Rapporto di Concambio uno scenario alternativo considerando per Carifano un incremento dei tassi di attualizzazione di 100 bps in modo da riflettere, in termini comparativi, la maggior rischiosità degli obiettivi di piano della società rispetto a quelli del Credito Artigiano e del Gruppo (Scenario Tasso di attualizzazione).

c) *Terminal Value (VT)*

Il Terminal Value è stato determinato sulla base della seguente formula:

$$VT = \text{Flusso finanziario distribuibile normalizzato} * (1 + g) / (k_e - g)$$

dove:

g = tasso di crescita di lungo periodo, stimato in un intervallo compreso tra l'1,0% e il 2,0%;

k_e = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio sopra determinato.

Metodi di valutazione - Metodo principale - DDM - *segue*

In particolare il flusso finanziario distribuibile normalizzato è stato stimato sulla base di due scenari alternativi:

- considerando per ciascuna Società i valori obiettivo 2015 previsti nelle rispettive proiezioni economico-finanziarie;
- allineando, in termini comparativi, i valori obiettivo 2015 di entrambe le Società con riferimento al Cost/Income e al Cost of credit risk agli obiettivi del Gruppo Credito Valtellinese (Scenario Terminal Value),

sulla base di un ratio di vigilanza obiettivo pari al 7,0% in termini di Core Tier 1 Ratio e pari al 10,5% in termini di Total Capital Ratio, coerente con i requisiti previsti a regime dalla nuova normativa di vigilanza Basilea 3.

Metodi di valutazione - Metodo principale - DDM - segue

- L'applicazione del DDM e degli scenari sopra indicati ha condotto ad individuare i seguenti intervalli di valore per azione delle Società.

Carifano <i>(Euro, valori arrotondati)</i>	Valore per azione^(*)	
	Min	Max
DDM - Scenario Tasso di attualizzazione (k_e 10,0%-10,6%; g 1,0%-2,0%)	22,61	26,00
DDM - Scenario Terminal Value (k_e 9,0%; g 2,0%)	18,77	21,53

(*) Stimato sulla base di un numero di azioni pari a 14.978.619.

Credito Artigiano <i>(Euro, valori arrotondati)</i>	Valore per azione^(**)	
	Min	Max
DDM - Scenario Tasso di attualizzazione (k_e 9,0%-9,6%; g 1,0%-2,0%)	3,59	3,99
DDM - Scenario Terminal Value (k_e 9,0%; g 2,0%)	3,61	4,08

(**) Stimato sulla base di un numero di azioni pari a 315.274.680.

- Come già ricordato i valori delle Società individuati ai fini della stima del Rapporto di Concambio vanno unicamente intesi in termini relativi e con esclusivo riferimento all'operazione in oggetto ed in nessun caso sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore assoluto, attuale o prospettico, né essere prese a riferimento in un contesto diverso da quello in esame.

Metodi di valutazione - Metodo di controllo - Metodo dei multipli di borsa

- Secondo il metodo dei multipli di borsa, il valore di una società dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.
- L'individuazione dei multipli ritenuti maggiormente significativi è stata condotta sulla base delle caratteristiche proprie del settore bancario e delle società oggetto di analisi. A tal fine sono stati considerati i multipli Prezzo/Utile netto (P/E) e Prezzo/Patrimonio netto tangibile (P/TBV) di un campione di banche quotate italiane.
- Per ciascuna di tali banche sono stati considerati:
 - le previsioni di utile netto, patrimonio netto e dividendo per azione per gli anni 2011, 2012 e 2013 (Fonte: stime IBES, Bloomberg);
 - il valore dell'avviamento al 31 dicembre 2010;
 - la media dei prezzi di borsa registrati nel mese antecedente il 21 luglio 2011 (Fonte: Bloomberg).
- Sulla base di quanto precede sono stati individuati i seguenti intervalli:
 - 7,1x - 14,8x per il multiplo P/E;
 - 0,8x - 1,6x per il multiplo P/TBV.

Rapporto di Concambio

Rapporto di Concambio

(Valori arrotondati)

Rapporto di Concambio^(*)
(numero di azioni Credito Artigiano per ogni azione Carifano)

Min

Max

Metodo principale

DDM - Scenario Tasso di attualizzazione

5,67x

7,24x

DDM - Scenario Terminal Value

4,60x

5,96x

Metodo di controllo

Metodo dei multipli di borsa

P/E

5,27x

7,40x

P/TBV

4,49x

6,98x

^(*) Per l'individuazione degli intervalli del Rapporto di Concambio sono stati rapportati i valori per azione minimi di Credito Artigiano con i valori per azione massimi di Carifano e i valori per azione massimi di Credito Artigiano con i valori per azione minimi di Carifano.

Conclusioni

Conclusioni

- L'applicazione del metodo principale Dividend Discount Model, nei diversi scenari considerati, individua un intervallo di valori per il Rapporto di Concambio compreso tra 4,6x (arrotondato) e 7,2x (arrotondato).
- Ciò premesso e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro e della documentazione esaminata, a nostro avviso un Rapporto di Concambio congruo da un punto di vista economico finanziario dovrebbe attestarsi nell'intervallo di valori sopraindicato individuato attraverso il DDM.

Con l'occasione intendiamo ringraziare la Direzione di Carifano per l'assistenza fornitaci e per la collaborazione offerta nell'espletamento del nostro mandato e preghiamo i destinatari del Report di considerarci a completa disposizione per ogni ulteriore chiarimento sul contenuto del Report stesso e sulle analisi di dettaglio ad esso sottostanti.

Distinti saluti

Deloitte Financial Advisory Services S.p.A.



Antonio Solinas

Partner