

# Creval, opa & pizzoccheri

A breve si conoscerà l'esito dell'offerta pubblica di acquisto lanciata da Crédit Agricole Italia, mentre le quotazioni navigano a prezzi più alti. Ecco cosa c'è da sapere per decidere

di Massimo Brambilla

**L'**offerta pubblica di acquisto (opa) di Crédit Agricole Italia sul Credito Valtellinese (Creval) ha avuto fin da subito un effetto dirompente sul prezzo del titolo. A partire dal giorno seguente l'annuncio dell'offerta, il prezzo di mercato delle azioni della banca valtellinese è rimasto costantemente sopra il prezzo di opa. Fin qui, niente di nuovo: in questo tipo di operazioni è prassi che le quotazioni della società oggetto di opa possano risalire leggermente a premio rispetto al prezzo della stessa. Ma nel caso del Creval questo disallineamento è molto significativo, con delle possibili conseguenze per gli azionisti e investitori della banca. E bene quindi esaminare le varie possibilità.

**Il premio offerto da Crédit Agricole Italia.** Fino a tre mesi fa, il Creval navigava in borsa intorno ai 7 euro. Il 23 novembre 2020 Crédit Agricole Italia (Cai) ha annunciato un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni Creval. Il prezzo offerto di 10,5 euro per azione implicava un premio di circa il 54% sul prezzo medio che la banca aveva registrato negli ultimi sei mesi e un premio intorno al 50% del valore della banca pre-Covid. Per avere un paragone, il premio sul prezzo medio degli ultimi sei mesi delle società target nelle opa avvenute in Italia dal 2015 a oggi si attesta in media al 40%; se ci si limita alle banche e si estende il periodo agli ultimi 20 anni, il premio medio è stato del 25%.

**Perché in borsa è stabilmente sopra gli 11,5 euro?**

Perché allora il titolo Creval in borsa è stabilmente sopra gli 11,5 euro e, a seguito della comunicazione dei risultati 2020 della banca, ha superato i 12 euro, quindi il 15% in più del prezzo di opa? Uno dei motivi è che il mercato sembra ritenere che l'offerta non valorizzi pienamente la banca e si aspetti quindi un rilancio

consistente da parte di Cai. In questo caso, gli investitori accettano di prendere un rischio acquistando le azioni Creval a un prezzo più alto dell'attuale offerta.

In operazioni analoghe, i grandi acquirenti che sostengono il prezzo a premio sono investitori professionali specializzati nell'intervenire solo successivamente al lancio di un'opa. Dall'annuncio, è stato scambiato circa il 75% del capitale, un'enormità. Tuttavia, non ci sono stati cambiamenti nell'azionariato rilevante. Ciò significa che sul titolo Creval sono state montate molte posizioni in acquisto da parte degli arbitraggisti, con l'obiettivo di indurre Cai a un aumento del prezzo offerto. Al tempo stesso, alcuni azionisti stanno riducendo le posizioni, sfruttando il livello inatteso del prezzo di mercato; ma il permanere del

prezzo su livelli così elevati evidenzia che la spinta ad acquistare è maggiore di quella a vendere.

**I report degli analisti.** Quali sono le valutazioni delle case di investimento sul Creval? Dopo l'annuncio dell'offerta, sono usciti alcuni report in cui le valutazioni sono state notevolmente riviste al rialzo in ottica stand alone (ipotizzando che l'opa non abbia successo e che la banca resti indipendente), ma non aggiungendo particolari motivazioni specifiche basate sui fondamentali economici; insomma, il premio di maggioranza o di M&A (merger & acquisition, come si dice in gergo) evidenzia un altissimo grado di variabilità (vedere tabella in pagina).

Le divisioni di investment banking di Mediobanca e Intermonte sono advisor finanziari di Creval nell'ambito dell'opa. Prima dell'annuncio, Mediobanca prevedeva un target price stand alone di 6,4 euro per azione, il più basso tra tutti gli analisti; post annuncio, è coerentemente rimasto stabile, mentre il premio aggiuntivo per l'M&A è stato stimato in 6,6 euro, di gran lunga il più alto tra tutti gli analisti e ad-

stand alone. Intermonte, invece, ha aumentato di ben il 35% il valore stand alone (da 7,7 a 10,4 euro) prevedendo un premio aggiuntivo M&A di 4,5 euro, inferiore soltanto a quello di Mediobanca.

Gli analisti di Equita, la cui divisione investment banking è advisor di Crédit Agricole Italia, prevedevano un prezzo obiettivo stand alone di 8,3 euro pre-annuncio opa, più alto di quelli di Mediobanca ed Intermonte e più elevato della media dell'intero panel degli analisti. Post annuncio, il target price stand alone è rimasto pressoché invariato, con un premio aggiuntivo per l'M&A pari a 2,1 euro, inferiore quindi alla media.

E le case non coinvolte nell'operazione? KBW ha incrementato del 22% la valorizzazione stand alone di Creval post annuncio dell'opa, anche se non si sono registrati contestuali cambiamenti di rilievo nei dati economici e finanziari della banca; le casa ha poi alzato in maniera marginale il target price stand alone a seguito dell'annuncio dei risultati 2020 di Creval, particolarmente positivi. Kepler Cheuvreux, invece, post

annuncio ha lasciato sostanzialmente invariato il target stand alone, per poi aumentarlo a seguito dei risultati 2020 a un valore superiore a quello offerto da Crédit Agricole Italia; da sottolineare, tuttavia, che la valorizzazione di Creval formulata da Kepler pre lancio dell'opa era superiore di circa il 25% rispetto alla media degli altri analisti.

Banca Akros ha aumentato il target price stand alone a seguito dell'annuncio dell'opa, ma prima della pubblicazione dei risultati 2020 di Creval; il premio M&A è invece di 4,0 euro, significativamente più alto

dirittura superiore al valore

del dato medio degli analisti non coinvolti nell'operazione. Infine, UBS: post annuncio ha rivisto al rialzo di quasi il 50% il valore stand alone di Creval, prevedendo un premio M&A di circa 2 euro. Dopo la pubblicazione dei risultati 2020 della banca, ha aumentato il valore stand alone di un altro 20% con il premio M&A che è lievitato a circa 6 euro: risultato, il prezzo obiettivo complessivo del Creval per gli analisti UBS, è aumentato di più del 200% in soli tre mesi.

È difficile dire quali di queste valutazioni ed analisi siano le più veritiere e corrette,

certo è che i cambi repentini di giudizio o le valutazioni estreme (siano esse al rialzo o conservative) rischiano di essere fuorvianti per i risparmiatori, gli investitori non professionali, ma anche per quelli istituzionali che stanno investendo solamente in ottica speculativa, senza approfondire gli aspetti tecnici relativi a Creval e all'operazione.

**Come sta andando la banca?** I risultati finanziari 2020 di Creval hanno superato le aspettative: 113 milioni di utile netto, un livello che non raggiungeva dal 2015. La banca ha una solida posizione patrimoniale, forse la migliore del sistema, e ha completato un processo molto importante di riduzione dei costi e di efficientamento della macchina operativa. Analizzando i dati di bilancio emerge però che Creval, nonostante i pesanti effetti economici del Covid in tutto il Paese, ha deciso di non svalutare i propri crediti nella stessa misura operata da molti altri istituti. Infatti, il cosiddetto costo del rischio

post Covid (misurato in centesimi di punto percentuale, bps) per il Creval è stato pari a 16 bps (dei 71 bps di costo del rischio totale) a fronte di una media di 40 bps delle altre banche quotate.

**Crédit Agricole Italia rilancerà?** Il livello corrente del prezzo Creval è giustificato principalmente da un'aspettativa di rialzo dell'offerta da parte di Crédit Agricole Italia. Quante chance ha? Cai ha recentemente rimarcato il fatto che la revisione del prezzo non sia in discussione. Inoltre, qualora l'opa non dovesse raggiungere il 67% del capitale del Creval, la banca italo-francese

potrebbe rinunciare all'offerta. C'è la possibilità di un'opa concorrente? Sembra ormai venuta meno, considerando le tempistiche necessarie per ricevere le autorizzazioni da parte delle Autorità di vigilanza.

Inoltre, vale la pena ricordare che buona parte del cosiddetto premio di maggioranza è legato proprio alla possibilità di ottenere una quota superiore

al 67% in Creval e di procedere quindi alla fusione in Cai. Pertanto, nel caso in cui la fusione non si potesse perfezionare in breve tempo a seguito dell'opa, il valore aggiunto per Cai derivante dall'operazione si ridurrebbe drasticamente, al punto da mettere in discussione l'economicità della stessa.

**Che cosa succede se l'opa non ha successo?** Qualora il livello di accettazione dell'offerta fosse inferiore al 50%, oppure compreso tra 50 e 67% ma con una cancellazione dell'offerta da parte di Crédit Agricole Italia, è ragionevole prevedere un ritracciamento del prezzo dell'azione Creval a livelli inferiori al prezzo opa, allineandosi alle attuali valorizzazioni implicite di istituti simili, che esprimono un rapporto tra valore di borsa e patrimonio netto tangibile inferiore a quello offerto da Cai per Creval. Questo è un rischio che gli arbitraggisti o i fondi più speculativi potrebbero teoricamente correre, data la loro natura: in genere, costruiscono contemporaneamente innumerevoli

di posizioni di questo tipo. Sarebbe invece pernicioso per i risparmiatori o per gli investitori istituzionali che avessero acquistato il titolo Creval post annuncio dell'opa.

Come detto, alcuni investitori hanno già cominciato a ridurre il rischio delle proprie posizioni; Cai ha recentemente comunicato di aver sottoscritto un contratto per l'acquisto in blocco di circa l'1,3% del capitale sociale di Creval al prezzo per azione di 10,5 euro, da perfezionarsi prima del periodo di offerta. È verosimile che l'investitore abbia ceduto parte della propria quota, per limitare il rischio di un esito negativo dell'opa.

Va inoltre tenuto conto che Cai ha attivato in parallelo presso la Bce due processi autorizzativi, il primo per il 20% e il secondo per salire alla maggioranza assoluta del Creval. È quindi ragionevole prevedere

che altri investitori istituzionali potranno accodarsi nelle prossime settimane, visto che il 20% non è stato ancora raggiunto. Nei piani della banca francese non sembra quindi es-

serci quello di concludere l'opa a qualsiasi costo; nel caso in cui il raggiungimento del pieno controllo non potesse avvenire a condizioni ritenute congrue, potrebbe scegliere di rimanere il primo azionista con una quota di maggioranza relativa.

Basandosi sul comportamento del passato di analoghe operazioni, è presumibile che Cai potrebbe valutare un rilancio solo se avesse la certezza di portare a casa la totalità delle azioni. Per esempio, nel caso dell'offerta di Intesa Sanpaolo su Ubi, il ritocco del prezzo è avvenuto solo nel momento in cui vi era piena visibilità di superare in sicurezza la soglia del 90% delle adesioni e quindi procedere con il delisting della società acquisita.

Entro un paio di mesi si saprà l'esito della partita sul Creval e se i trader avranno avuto la possibilità di chiudere con profitto le loro posizioni o se avranno avuto ragione gli azionisti che hanno deciso di vendere prima della conclusione dell'opa, agli attuali prezzi di mercato. (riproduzione riservata)

# Milano Finanza

## CREDITO VALTELLINESE, TARGET E GIUDIZI

Equity Research	Pre annuncio Opa		Post annuncio Opa (pre risultati 2020 Creval)					Post risultati 2020 Creval	
	Target Price «stand alone»	Raccom.	Target Price «stand alone»	Delta vs TP precedente	Premio agg. M&A	Target Price con M&A	Raccom.	Target Price «stand alone»	Premio agg. M&A
Mediobanca	6,4	HOLD	6,4	+0,0%	6,6	13,0	BUY	n.d.	n.d.
Intermonte	7,7	HOLD	10,4	+35,1%	4,5	14,9	RESTRICTED	n.d.	n.d.
Equita Sim	8,3	BUY	8,4	+1,2%	2,1	10,5	HOLD	n.d.	n.d.
Kepler Cheuvreux	9,4	BUY	9,8	+4,3%	0,2 - 3,2	10 - 13	HOLD	10,7	0,8 - 3,3
ESN (Banca Akros)	8,4	BUY	9,0	+7,1%	4,0	13,0	BUY	n.d.	n.d.
UBS	7,0	HOLD	10,4	+48,6%	1,6-2,6	12 - 13	HOLD	12,4	5,6 - 6,6
KBW (Stifel)	7,9	BUY	9,6	+21,5%	3,2	12,8	BUY	10,0	3,2