

# Mediolanum, un balzo del 35% nell'utile 2003

**Raccolta netta attesa al di sopra dei 2 miliardi grazie al gestito**

**M**ediolanum consolida il trend innescato nel secondo trimestre e si prepara a chiudere il 2003 con masse in crescita del 15% a oltre 24 miliardi e un utile netto che dovrebbe collocarsi al di sopra dei 110 milioni, pari a un balzo maggiore del 35 per cento. Il tutto in uno degli esercizi fra i più difficili per il comparto del risparmio gestito a memoria di Ennio Doris, patron della società.

Un anno in cui sono esplose le problematiche delle reti, sulle quali si sono riflesse le difficoltà venutesi a creare dopo tre anni di «Borsa terribile». Mediolanum, puntualizzano a Milano 3, «si è però mossa in controtendenza e dal secondo trimestre ha iniziato il recupero».

Un trend che si è consolidato nei mesi successivi e tuttora in corso. Dinamica sostenuta dalla fedeltà dei clienti (oltre il 95%), ma spinta dalla ripresa dei mercati (l'indice Msci world è migliorato dell'8% nel 2003). Un trend i

cui riflessi sono evidenti sulla redditività, che potrà beneficiare di commissioni di performance raddoppiate oltreché dell'utile atteso dall'attività bancaria.

E la direttrice della crescita reddituale passa anche dallo sviluppo delle masse amministrative; target iscritto fra le priorità strategiche e considerato congruo, merito la forza della rete. Una "macchina da guerra" che ha ricominciato a crescere dopo la pausa di riflessione emersa nella seconda parte del 2002, quando il numero dei consulenti globali italiani è sceso a 5mila (-10%). Flessione ascrivibile alla marcata contrazione dei produttori senza licenza (da 1.743 a 901), mentre i promotori hanno varcato quota 4mi-

la senza l'estero.

Da rilevare al riguardo che Doris conferma la strategia del network europeo, da completare entro il 2015. E ciò avverrà esportando un modello il cui successo è stato dimostrato anche in Spagna, ove è già stato raggiunto l'utile.

Più articolata l'evoluzione attesa nell'area tedesca, ove il pareggio è in calendario entro il 2005 quando entrerà a regime il richiamato modello multicanale: dai promotori al telefono, da Internet alla Tv, che oltretutto diventerà in Italia una vera area di business a partire dal 2004, dopo il successo dei test realizzati nei mesi scorsi.

Mediolanum resta di conse-

guenza positiva sul prossimo futuro e rilancia l'ipotesi di crescita a due cifre, «complice un mercato che si presenta più roseo del previsto», come sottolinea Doris, che puntualizza: «sono convinto che sia iniziato un periodo di sviluppo che sarà fortissimo e durerà molto in quanto la rivoluzione tecnologica è proseguita con determinazione in tutte le aziende e ciò ha fornito un'accelerazione al processo di globalizzazione, che trasformerà intere popolazioni da semplici produttori delocalizzati in veri consumatori». E se ciò avverrà, conclude, «assisteremo a sviluppi mai visti».

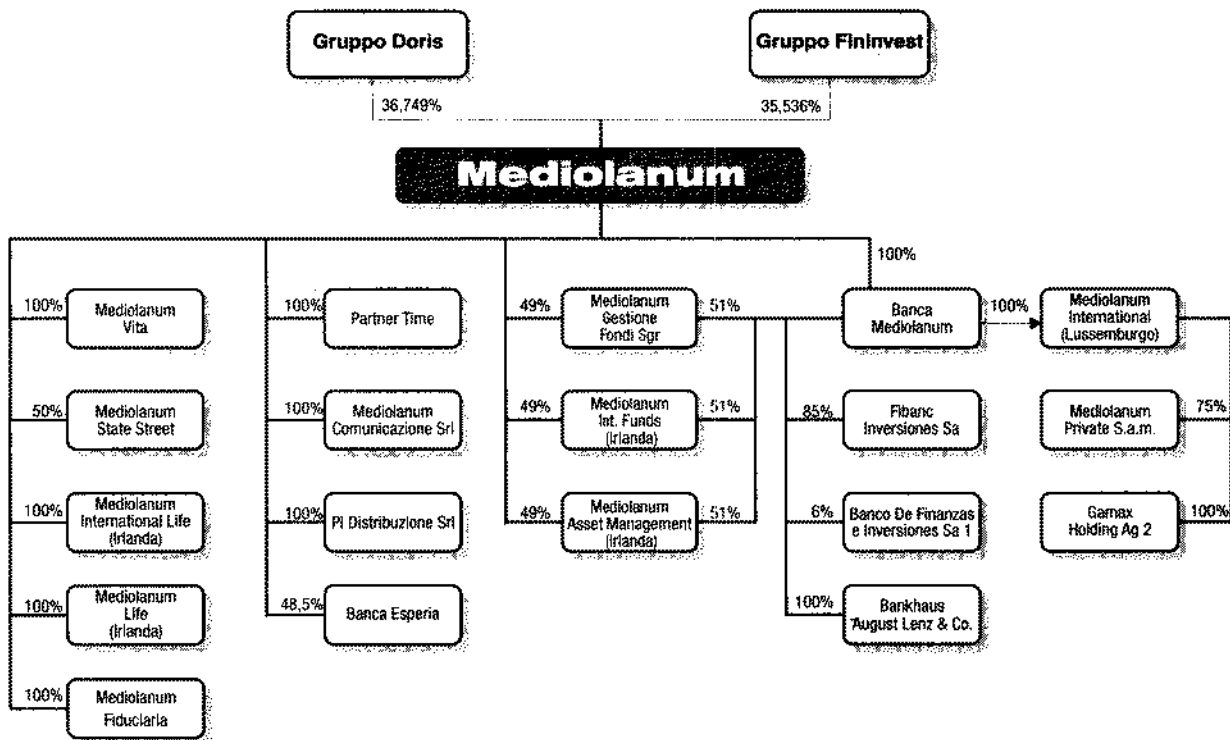
Iniziative i cui effetti sono solo marginalmente presenti nei conti in esame, che riflettono uno degli esercizi più difficili per il comparto, anche se Mediolanum presenta valori decisamente migliori dei competitor. La raccolta netta diminuisce sensibilmente in presenza del crollo della componente amministrata, ma resta al di sopra dei due miliardi in quanto il gestito dovrebbe mantenersi sostanzialmente stabile e collocarsi vicino ai due miliardi del 2002.

L'esercizio in corso dovrebbe così presentare una crescita del 15% nelle masse, attese al di sopra dei 24 miliardi, di cui circa quattro (+30%) attinenti alle nuove iniziative; un aggregato al cui interno compare Spagna, Germania ed Esperia, che dovrebbe presen-

tare una crescita delle masse da 1,1 a 1,5 miliardi quale quota di competenza. Sempre in Italia, le masse del business tradizionale dovrebbero aumentare di circa il 13%, sostenute dall'aumento del 20% atteso nei fondi e dall'analoga dinamica delle riserve Vita.

Sostanzialmente stabile (+3%) l'attività bancaria, che però dovrebbe conquistare l'utile anche perché il margine d'interesse dovrebbe migliorare di oltre 30 milioni, complice anche l'affievolirsi della concorrenza. La redditività beneficerà inoltre del mix più favorevole (l'azionario pesa quasi il 70% del gestito), anche se un contributo significativo arriverà dal balzo delle commissioni e più in particolare quelle di performance, che potranno beneficiare della positiva dinamica vissuta dai mercati finanziari. Le commissioni dovrebbero infatti crescere di quasi il 20% grazie al balzo della componente relativa alle performance, che dovrebbero raddoppiare a oltre 80 milioni e nonostante la sostanziale stabilità di quelle di gestione, che dovrebbero flettere leggermente rispetto ai 170 milioni del 2002.

C'è poi il capitolo imposte in quanto le attività con sede in Irlanda hanno una tassazione del 14% circa considerando quelle sui dividendi, mentre gli analoghi profitti realizzati in Italia sono sottoposti a un tax rate vicino al 40 per cento.



1 Banco de Finanzas e Inversiones Sa controlla il 100% di Fibanc Sa, Fibanc Fait Sa, Fibanc Pensiones Sa S.G.F.P., GesFibanc S.G.I.L.C. Sa, Valora Sa, e il 94% di Fibanc Argentina Sa.

2 Gamax Holding Ag controlla il 100% di Gamax Broker Pool Ag, Gamax Austria GmbH, Gamax Schweiz GmbH, Gamax Management Ag, Gamax Fund of Funds Management Ag.

Le percentuali si riferiscono alle quote di partecipazione complessive (dirette più indirette) sull'intero capitale sociale.

Accordi parasociali: Tra gruppo Fininvest e gruppo Doris esiste un patto di sindacato che riunisce il 51,1% del capitale.

Elaborazione: Il Sole 24 Ore, Analisi Mercati Finanziari - Business Unit Finanza



Nei fotomontaggio, **Edoardo Lombardi** (in piedi al centro) è vicepresidente e Ceo della controllata Mediolanum Vita, **Ennio Doris** (a sinistra) è il fondatore del gruppo e la sua guida, mentre suo figlio **Massimo** è recentemente salito al vertice della rete Italia

**LETTERA ALL'INVESTITORE** di Alberto Nosari

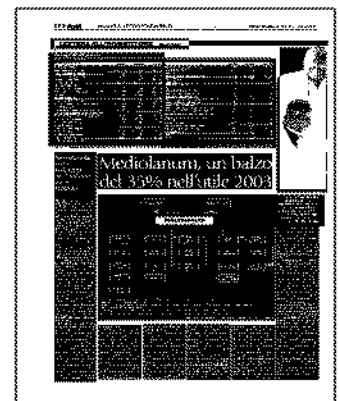
**Gruppo Mediolanum**

Dati consolidati (valori in migliaia di euro)

	30/06/03	30/06/02	31/12/02
<b>Stato patrimoniale</b>			
Investimenti e fondi liquidi	8.127.315	7.436.859	7.593.312
altri investimenti finanziari	46.896	249.855	67.038
titoli a reddito fisso e mutui	1.041.428	1.144.787	1.080.878
titoli a reddito fisso	846.234	1.024.540	1.063.319
mutui e prestiti	195.194	120.247	17.559
beni immobili netti	71.140	74.663	71.588
azioni e partecipazioni	530.593	524.406	579.839
Investimenti a beneficio degli assicurati vita	6.087.766	4.953.216	5.353.526
liquidità	278.352	415.269	368.855
Impegni tecnici netti	7.692.167	6.987.527	7.109.726
riserve tecniche nette vita	1.213.405	1.632.970	1.334.194
Riserve tecniche con rischio su ass. vita	6.087.152	4.952.873	5.353.223
debiti finanziari	291.830	286.410	300.000
debiti da operazioni di riassicurazione	115.303	174.173	133.509
saldo attività/passività della gestione tecnica	-15.523	-58.899	-11.200
Eccedenza investimenti su impegni tecnici	435.148	449.332	483.586
Altre attività e passività	52.575	12.933	21.820
Patrimonio netto di gruppo	487.723	462.265	505.406
<b>Conto economico</b>			
Premi lordi contabilizzati	866.763	1.124.427	2.145.697
Premi netti vita	863.235	1.119.437	2.135.513
Risultato dei conti tecnici	14.782	27.791	44.882
Utile da investimenti	49.597	39.931	90.173
Saldo altri proventi e oneri	-9.783	-26.452	-52.947

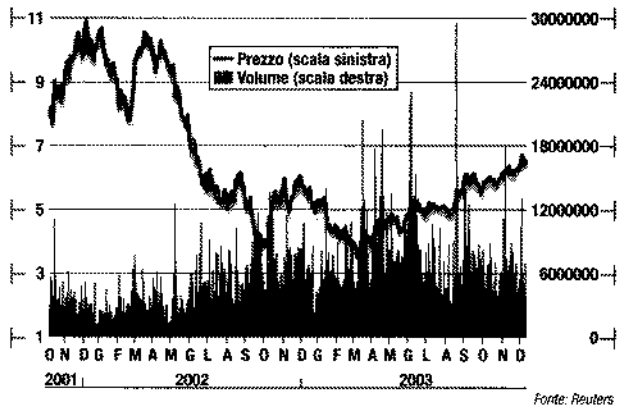
	30/06/03	30/06/02	31/12/02
Risultato della gestione ordinaria	54.596	41.270	82.108
Utile (perdita) netto	54.713	39.014	82.049
<b>Altri dati</b>			
Valore intrinseco (embedded value)	1.881.000	1.816.000	1.786.000
Dipendenti totali	1347	1363	1380
Payout (%)	0	0	88,36
<b>Indici di bilancio (%)</b>			
Roe	11,2	8,4	16,4
Risultato tecnico/premi netti	1,7	2,5	2,1
Risultato gest. ord./premi netti	6,3	3,7	3,8
Riserve tac. nette/premi netti	140,6	145,9	62,5
Quota utile da inv. rami vita/ris. tecn. nette vita	1,7	2,0	4,2
Oneri di acquisizione/premi netti	8,3	7,2	7,6
Spese generali/premi netti	0,9	0,7	0,7
Titoli a reddito fisso/investimenti totali netti	10,4	13,8	14,0
Riserve tac. nette/investimenti totali netti	89,8	88,6	88,1
<b>Dati per azione e multipli di mercato (euro)</b>			
Utile	0,075	0,054	0,113
Dividendo az. ord.	0	0	0,10
Patrimonio netto	0,672	0,638	0,697
Valore intrinseco (embedded value)	2,59	2,50	2,46
Capitalizzazione totale (mn euro)	3.604	4.341	3.598
Quotazione az. ord.	4,966	5,988	4,96
Yield (%)	0	0	2,02
P/P.N.	7,39	9,39	7,12
P/E	65,86	111,28	43,85

Elaborazione: Il Sole-24 Ore-Business Unit Finanza, Analisi Mercati Finanziari



**Analisi tecnica**

Andamento di prezzi e volumi del titolo Mediolanum

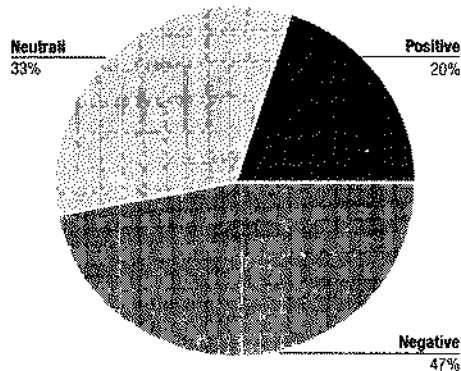


Il superamento dei massimi del dicembre '02 a 6,38 € permette di guardare con rinnovato ottimismo al futuro di Mediolanum. L'ampio doppio minimo confermato con il superamento di detti livelli sembra garantire margini di apprezzamento di tutto rispetto nel medio-lungo periodo. Target di tale configurazione sono stimabili a 8,2 e 9,3 € e raggiungibili una volta che i prezzi avranno avuto ragione delle resistenze intermedie poste sui minimi allineati di febbraio e marzo '02 a 7,6 €. Solo una perentoria inversione di tendenza che riportasse le quotazioni sotto i 6 € minaccerebbe tali prospettive, posticipando il raggiungimento di detti obiettivi e prospettando un affondo in direzione dei 5,4 €.

A cura di FTAOnline

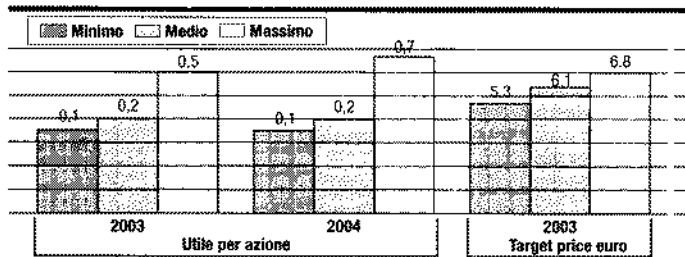
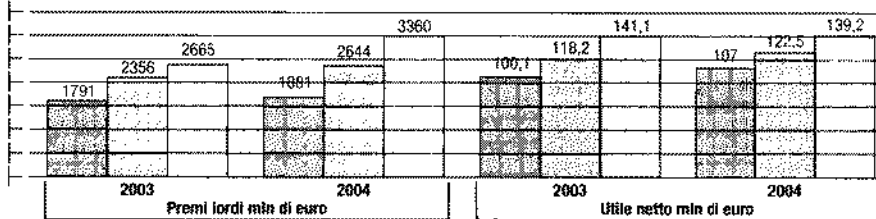
**I giudizi sul titolo**

Le aspettative degli analisti su Mediolanum



**Le prospettive**

Le stime di consenso degli analisti sul Gruppo Mediolanum



# «Condannati a crescere»

**M**ediolanum consolida il trend crescente innestatosi in primavera e supera quota 6,5 euro, portando in prossimità del 90% la performance cumulata rispetto alle quotazioni di marzo, quando il titolo era crollato sino ai 3,45 euro di martedì 11 e cioè quasi il 70% in meno sui massimi di inizio 2002.

Un crollo su cui ha giocato un ruolo di primo piano l'avversa congiuntura e il permanere delle difficoltà sui mercati finanziari. Questo anche perché Mediolanum, come sottolineano in coro gli operatori, «è sovraesposta e quindi amplifica l'evoluzione dei mercati». Ma è proprio per tutto ciò che le raccomandazioni restano ancorate all'evoluzione dei mercati: chi è positivo mantiene l'indicazione d'acquisto, anche se numericamente sono più contenute, mentre si rafforza il gruppo dei cauti, che rappresenta la netta maggioranza anche senza considerare la frangia estrema che consiglia di alleggerire le posizioni.

L'unanimità diventa comunque granitica quando l'analisi si posiziona sulla validità del business model e sulla forza della rete, «considerata una vera macchina da guerra» che, aggiungono, «ha dimostrato di saper contrastare, con successo, anche l'onda lunga della bufera scatenata sui mercati finanziari nel lontano 2000 e durata oltre tre anni

## «Prezzi alla soglia dell'affezione» ma sostenuti da performance di vera eccellenza

prima della recente inversione del trend». Il tutto grazie anche «alla forza propulsiva di un capo azienda d'eccezione, Ennio Doris. Un mito e una leggenda».

L'indicazione d'acquisto giunge così da Intermonte, Commerzbank ed Euromobiliare, mentre il *sell* è espresso da Banca Leonardo e Rasbank, i cui analisti ricordano che «resta cara nonostante le performance reddituali recenti e quelle attese per fine anno siano più che positive». Questo anche perché, aggiungono, «la società manca di una identità precisa e la raccolta sul fronte dei premi è scesa più del 20 per cento».

L'*underperform* è confermato pure da Cheuvreux «in attesa di buone notizie sul fronte dei premi di nuova produzione nel Vita e del consolidamento del trend presente sui mercati finanziari, dopo un triennio nel quale il gruppo si è dovuto confrontare con uno scenario de-

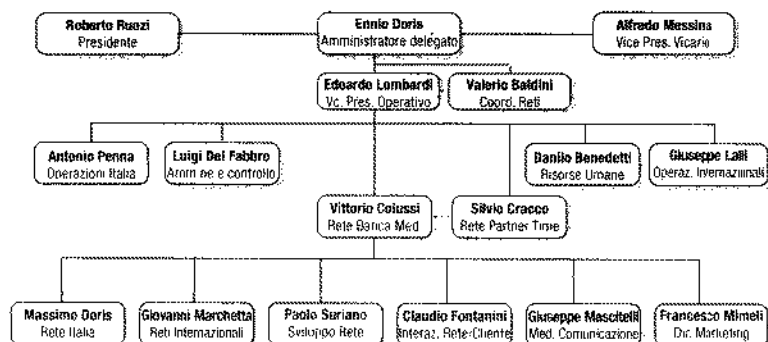
cisamente pessimo anche sul versante delle masse gestite».

Considerazioni riproposte anche dalla nutrita pattuglia dei cauti, coloro cioè che suggeriscono di mantenere le posizioni in attesa di capire meglio l'evoluzione della congiuntura e dei mercati, anche perché, puntualizzano, «Mediolanum tratta sempre a premio, ma ciò è giustificato solo se i mercati riprendono». Il *neutral* è così riproposto da Bnp Paribas, Fox Pitt & Kelton, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Ubs, Deutsche Bank, Centrosim, Caboto e Banca Akros, dove ricordano che «resta abbastanza cara anche perché pensiamo ci sia troppo ottimismo sull'evoluzione dei mercati».

Sul fronte dei cauti si collocano pure Mediobanca in quanto «i prezzi esprimono già le ottime performance attese per fine anno in particolare sul fronte reddituale». Analoga la posizione di Julius Baer, dove ribadiscono l'*hold* poiché «incorpora già tutte le aspettative, pur considerando la tenuta della raccolta e il netto progresso reddituale atteso per fine anno». Il *neutral* è rilanciato anche da Ubm, perché «resta cara sui fondamentali in quanto ci sono miglioramenti sul fronte della redditività ordinaria, ma resta debole la raccolta sui prodotti ad alto margine come i piani pensionistici e altri prodotti a premio ricorrente».

## Il vertice

La struttura di comando di Mediolanum



■ Ennio Doris ha creato e sviluppato l'azienda, l'ha accompagnata in Borsa e ne resta il capo indiscusso. È considerato un vero condottiero e ha cercato di rafforzare la struttura manageriale facendo crescere nuove figure professionali, come il figlio Massimo, che a ottobre ha assunto la responsabilità dei 5 mila consulenti globali italiani

## I CONSIGLI DI...

### Intermonte

■ Confermiamo l'*outperform* in quanto permangono significativi potenzialità di crescita sui fondamentali. Questo anche perché ci attendiamo un forte aumento della redditività a conferma della validità della leva e della forza della rete, che ha retto l'urto della congiuntura anche in momenti particolarmente difficili

### Ubs

■ Manteniamo il *neutral* in quanto restiamo cauti sull'evoluzione dei mercati, ma abbiamo alzato il target price a 6,5 euro dopo i risultati dei primi nove mesi. Questo perché presenta margini più alti dei competitor e potrà sostenere lo sviluppo del gestito attingendo ai depositi amministrati, pari oggi al 25% degli asset

### Banca Leonardo

■ Rilanciamo il *sell* in quanto è sopravvalutata sia rispetto ai competitor, sia ai fondamentali, anche considerando un trend effervescente dei mercati. La cautela è d'obbligo anche perché il suo portafoglio è molto più esposto di quello dei concorrenti all'andamento dei riscatti e alle interruzioni di pagamento

### Euromobiliare

■ Manteniamo il *buy* poiché hanno dimostrato di saper superare anche i momenti più difficili merito la solidità del business model e la forza della rete, grazie alla quale si trovano nelle condizioni migliori per beneficiare del trend rialzista in atto. Ci attendiamo quindi risultati reddituali molto buoni per fine anno e ciò sosterrà le performance



## COSA NON VA

### Resta alto il rischio «one man company»

«**U**na banca costruita intorno a voi». Dove il voi sono i clienti, che hanno varcato la soglia degli 800mila primi intestatari, e la banca è Mediolanum, una delle società del gruppo costruito da Ennio Doris, il capo indiscusso dell'azienda da lui costituita nel 1982.

L'amministratore delegato che assume la veste del primo attore anche nella scena riprodotta in tutti i formati sugli organi di stampa e sui maxi-cartelloni riproposti nelle principali città. Una scena rappresentata pure, con una cadenza che a fine autunno ha raggiunto le alte frequenze, sugli schermi televisivi presenti in più unità in pressoché tutte le residenze dei cittadini italiani.

Una comunicazione intensa ed efficace, la cui qualità è stata riproposta anche per la campagna indirizzata al rafforzamento della rete dei promotori. E i risultati non sono mancati, come sottolineano con orgoglio al quartier generale del gruppo, dove evidenziano la ripresa dei reclutamenti con un trend che dovrebbe rafforzarsi nei prossimi mesi e previsioni di tassi di sviluppo a due cifre per i prossimi anni. Successi di assoluto rilievo e indiscutibili, come si rileva dalle proiezioni per fine anno riproposte nei servizi in pagina. Successi che, sottolineano gli analisti, beneficiano pure delle problematiche con le quali si sono dovuti confrontare i principali competitor.

Ma questi indiscutibili successi, puntualizza la grande maggioranza degli operatori, sono già incorporati nei valori di Borsa, «che esprimono un premio anche perché il gruppo milanese ha dimostrato di reggere l'urto di una congiuntura decisamente difficile meglio dei competitor e presentare una raccolta netta importante, con risultanze che nel recente passato sono state nettamente superiori ai più blasonati concorrenti». Una "condanna alla crescita" a cui è vincolata la tenuta delle quotazioni di una società su cui aleggia pure il rischio ben espresso dalla formulazione «one man company».