

LETTERA ALL'INVESTITORE

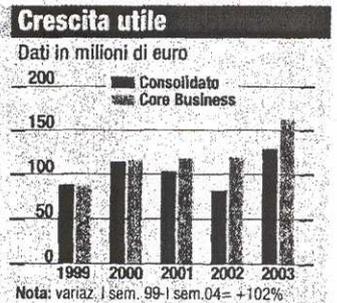
Mediolanum, l'utile pre-tax balza a 190 milioni

- *Masse amministrate 2004 attese oltre i 26 miliardi*
- *L'utile netto migliora e tende a 140 milioni*
- *Ripartono reclutamento e campagna promozionale*

DI **ALBERTO NOSARI**

«**R**idare corpo al reclutamento dei promotori per conseguire uno sviluppo più deciso dei clienti e della raccolta». Sono queste, congiuntamente al rafforzamento della presenza internazionale, le direttrici di marcia predisposte dallo staff che affianca Ennio Doris alla guida di Mediolanum.

E questa strategia, puntualizzata, sarà sostenuta da una massiccia campagna promozionale che «scatterà in primavera, con un investimento di 40 milioni circa, ma sarà preceduta dalla parte conclusiva di quella programmata per l'esercizio in corso». Il tutto con il preciso obiettivo di sostenere e rafforzare quel modello multicana-



le che ha permesso al gruppo di «conseguire crescite importanti anche nei momenti più difficili del recente passato». Un modello che ora dovrebbe riprendere slancio anche perché, concludono, «la

crisi degli scorsi anni è giunta al capolinea ed è pronta a lasciare spazio a una tendenza di lungo periodo improntata al rialzo, seppur contrastato».

A PAG. 21



LETTERA ALL'INVESTITORE

Mediolanum, l'utile tende a 140 milioni

Le masse amministrative supereranno i 26 miliardi a fine 2004

DI ALBERTO NOSARI

Mediolanum ribadisce con forza la priorità dei target reddituali, da conseguire anche tramite una crescita della raccolta, e conferma la validità della strategia di sviluppo perseguita tramite il potenziamento della rete in Italia e la creazione di un network europeo.

Sono queste le priorità su cui lavora lo staff che affianca Ennio Doris alla guida «dell'unico vero conglomerato finanziario indipendente», come amano definire Mediolanum al quartier generale dell'azienda. Una realtà che, affermano, «è riuscita a salvaguardare la politica di crescita, contrastando un mercato che negli ultimi quattro anni è stato decisamente difficile». Una crescita confermata anche negli ultimi nove mesi.

Un periodo nel corso del quale Mediolanum, precisano con orgoglio, «ha conseguito una raccolta positiva nei fondi, un crescita del 40% nei premi unici e del 30% nei premi ricorrenti» a dimostrazione della «validità del modello multicannale messo a punto in decenni di assidua dedizione». E tutto ciò, aggiungono, lavorando sulla bisettrice promotori-clienti, con particolare attenzione alla fasce più «deboli» e cioè quelle entrate nel «sistema» alla fine degli anni Novanta e all'inizio del nuovo millennio. Clienti e promotori che hanno subito con più evidenza la crisi scatenatasi sui mercati finanziari internazionali. «Una delle più lunghe della storia», come sottolinea Doris, ma che oramai «ha assorbito anche la correzione seguita al recupero primaverile» e quindi «pronta a lasciare spazio a una tendenza di lungo periodo improntata al rialzo, seppur contrastato».

Ed è anche per tutto ciò che, conclude il patron di Mediolanum, abbiamo «richiamato» la campagna promozionale che «sarà propedeutica a quella che lanceremo nella primavera 2005 con un investimento di 40 milioni circa». Il tutto con la precisa finalità di ridare vigore al recluta-

mento dei promotori dopo la stasi dell'ultimo biennio. Da rilevare al riguardo che gli iscritti all'esame di promotore hanno superato nel 2000 la soglia dei 12mila candidati, ma tale cifra è crollata a 2.264 nell'anno in corso. Iniziative grazie le quali ridare forza anche alla crescita dei nuovi clienti e con essi della nuova raccolta, al cui servizio sono state predisposti pure nuovi pacchetti di prodotti, fra i quali quelli inerenti le unit con sottostanti hedge fund su cui indirizzare almeno il 50% del patrimonio.

L'altra area di intervento è rappresentata dalle nuove iniziative, fra le quali Esperia e il network europeo. L'azienda il cui controllo è ripartito pariteticamente con la Fininvest del presidente del Consiglio Silvio Berlusconi mantiene infatti ben saldo il target di sbarcare in Polonia, anche come testa di ponte per i Paesi dell'Est Europa. Paesi da congiungere poi, progressivamente, con la penisola iberica, ove la controllata Fibanc «ha già raggiunto l'utile nel rispetto dei piani».

Più articolata la situazione in Germania, ove il gruppo è presente con due società, di cui una, la Gamax, è una rete di «venditori» indipendenti che è già in utile, mentre l'altra, la Bankhaus, raggiungerà il pareggio entro il 2007, dopo aver toccato il picco delle perdite nell'esercizio in corso con un rosso nell'ordine dei 10 milioni rispetto agli otto del 2003. Una dinamica che riflette gli sforzi realizzati agli investimenti e risente del leggero ritardo causato dalle problematiche linguistiche e dalla necessità di dislocare «supervisor» italiani per selezionare e formare la rete. È opportuno rilevare, inoltre, che la citata banca rappresenta il veicolo tramite il quale riprodurre il modello multicannale messo a punto con successo nel nostro Paese e testato con soddisfazione in Spagna.

Una serie di interventi i cui effetti si sono già manifestati, consentendo al gruppo di conseguire importanti successi sul fronte della raccolta e della redditività. Il 2004 dovrebbe infatti confermare il trend

dei primi nove mesi, presentando uno sviluppo a due cifre dei premi emessi, che dovrebbero collocarsi intorno a 2,3 miliardi, di cui 130 milioni (+30%) rappresentati dai premi pluriennali di nuova produzione. Quelli cioè a maggiore redditività e gli stessi che daranno un contributo importante allo sviluppo degli utili. Positiva pure la raccolta netta nei fondi e gestione, che dovrebbe attestarsi intorno a 1,2 miliardi,

recuperando parte della flessione del 27% dei primi nove mesi.

Le masse amministrative dovrebbero di conseguenza raggiungere i 26 miliardi nell'ipotesi di una sostanziale stabilità della Borsa, e dopo aver tagliato il traguardo dei 25 miliardi al 30 settembre (+9%). Più in particolare i fondi hanno raggiunto 11 miliardi (+11%) e il Vita ha varcato la soglia dei 10 miliardi (+23%), mentre il business bancario ha subito una flessione del 13% a 4,5 miliardi, pur avendo registrato una crescita dei conti correnti da 331 a 338mila lungo un itinerario che dovrebbe portarli al di sopra dei 500mila. Significativo pure lo sviluppo estero e di Esperia, ove sono state cumulate performance di oltre il 20% a 4,5 miliardi. Il tutto prima delle rettifiche di consolidamento, stimabili complessivamente in 4,2 miliardi.

Di rilievo assoluto pure l'evoluzione dei risultati gestionali ante-imposte delle tre principali aree di business. In questi primi nove mesi il gruppo ha messo in luce un balzo di oltre il 30% nel Vita, che ha accumulato un utile ante-imposte di 86 milioni e dovrebbe chiudere l'anno a 115 milioni (+25%), uno sviluppo del 12% nei fondi, il cui utile si è collocato a 50 milioni lungo un itinerario che dovrebbe portarlo a quota 60 a fine 2004, e cioè sugli stessi livelli dello scorso anno senza considerare le commissioni di performance. La componente bancaria dovrebbe invece apportare oltre 40 milioni, riducendo la flessione di oltre tre punti al di sotto del 10%, nonostante la richiamata riduzione della masse e pur in presenza di una ulteriore contrazione degli spread.

E se tutto ciò sarà confermato il conto economico dovrebbe chiudersi con un utile netto tendente ai 140 milioni, dopo aver scontato un'incidenza fiscale balzata a oltre il 25% e pur avendo speso circa 30 milioni attinenti alle nuove iniziative, fra le quali oltre 20 milioni originate dall'ammortamento del goodwill, che dal prossimo anno non transiterà più dal conto economico, e sei attinenti agli oneri figurativi relativi agli interessi sul capitale investito.

Gruppo Mediolanum

Dati consolidati (valori in migliaia di euro)

Stato Patrimoniale

Investimenti e fondi liquidi	10.342.794	8.127.315
° altri investimenti finanziari	74.465	46.896
° titoli a reddito fisso e mutui	1.187.439	1.041.428
°° titoli a reddito fisso	1.175.326	846.234
° mutui e prestiti	12.113	195.194
° beni immobili netti	69.694	71.140
° azioni e partecipazioni	636.342	601.733
Investimenti a beneficio degli assicurati vita	8.204.692	6.087.766
° liquidità	170.162	278.352
Impegni tecnici netti	9.820.585	7.699.150
° riserve tecniche nette vita	1.184.348	1.213.405
Riserve tecniche con rischio su ass. vita	8.203.307	6.087.152
° debiti finanziari	333.789	291.830
° debiti da operazioni di riassicurazione	108.592	115.303
° saldo attività/passività relative alla gestione tecnica	-9.451	-8.540
Ecceденza investimenti su impegni tecnici	522.209	428.165
Altre attività e passività	37.287	59.558
Patrimonio netto di gruppo	559.496	487.723

Conto Economico

Premi netti vita	1.194.534	863.235
Risultato dei conti tecnici	39.820	25.729
Utile da investimenti	61.047	49.597
Saldo altri proventi e oneri	-12.900	-20.730
Risultato della gestione ordinaria	87.967	54.596
Utile (perdita) netto	76.838	54.713

Altri Dati

Premi netti	1.194.534	863.235
Valore intrinseco (Embedded value)	2.166.000	1.881.000
Dipendenti	1.420	1.349

Indici di bilancio (%)

Roe*	13,7%	11,2%
Risultato tecnico/Premi netti	3,3%	3,0%
Risultato gest. ord./Premi netti	7,4%	6,3%
Riserve tec. nette/Premi netti	99,1%	140,6%
Oneri di acquisizione/Premi netti	7,3%	8,4%
Spese generali /Premi netti	0,6%	0,8%
Titoli a reddito fisso/Investimenti totali netti	11,4%	10,4%
Riserve tecn.nette/Investimenti totali netti	90,8%	89,8%

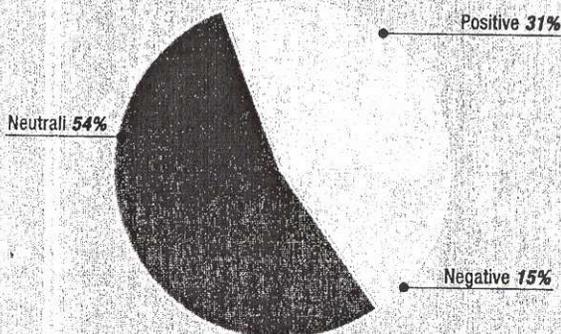
Dati per azione e multipli di mercato (euro)

Utile	0,106	0,075
Dividendo	0	0
Patrimonio netto	0,771	0,672
Embedded value	2,98	2,59
Capitalizzazione totale (mn euro)	3.798	3.604
Quotazione az. ord.	5,234	4,966
Yield (%)	0	0
P / E.V.	1,75	1,92
P / P.N.	6,79	7,39
P / E	49,4	65,9

Nota: Dato non annualizzato

Fonte: elab. Il Sole-24 Ore, Analisi mercati finanziari-Business Unit Finanza

Raccomandazioni



Le stime di consenso degli analisti

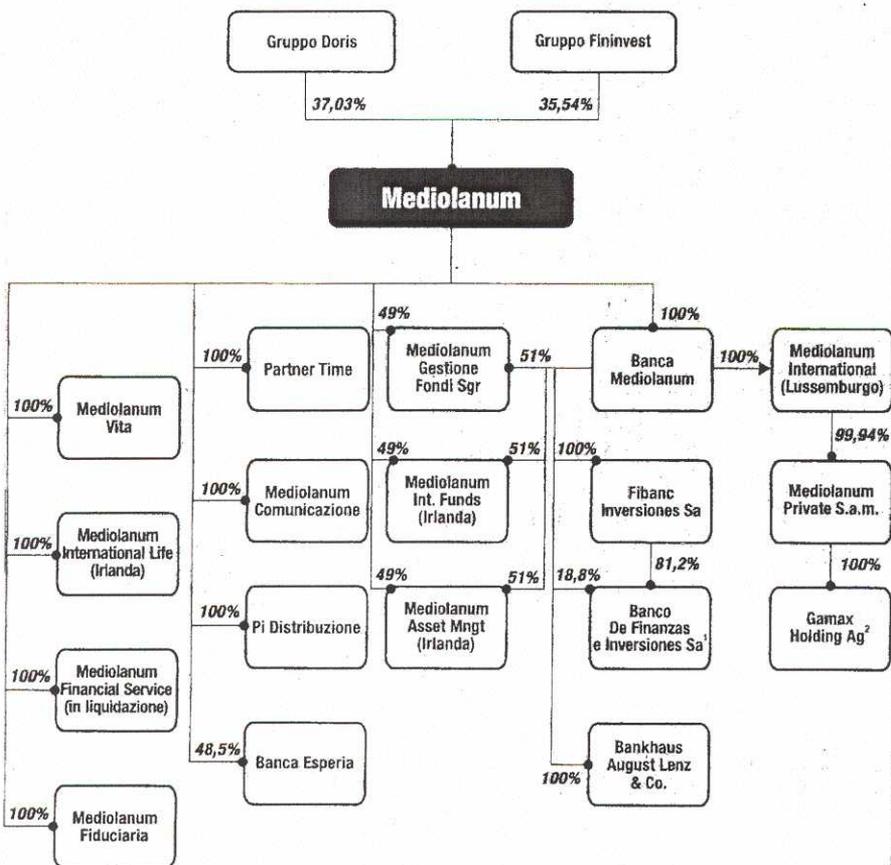
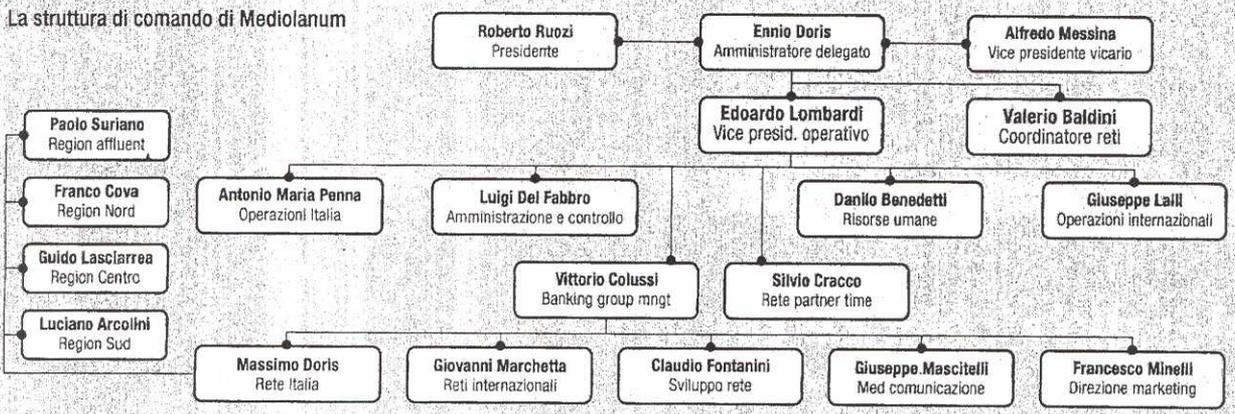
		Minimo	Medio	Massimo
Raccolta premi (mln €)	2004	2.303	2.474	2.716
	2005	2.418	2.685	3.008
Utile ante imposte (mln €)	2004	161	192	225
	2005	182	207	229
Utile netto (mln €)	2004	133	146	168
	2005	149	163	177
Net Asset Value (€)	2004	0,7	0,8	0,9
	2005	0,8	0,9	1,0
Utile per azione (€)	2004	0,18	0,20	0,24
	2005	0,20	0,23	0,27
P/E*	2004	28,8	25,9	21,6
	2005	25,9	22,5	19,2
Target price (€)	2004	5,5	6,0	6,5

(*): Prezzo al 17/11/2004

Fonte: Icf Group

Il vertice

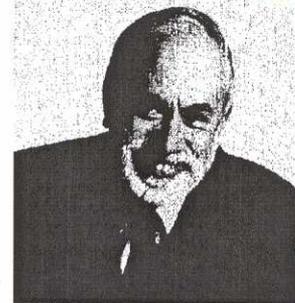
La struttura di comando di Mediolanum



Ennio Doris è il fondatore e la guida del gruppo



Massimo Doris è responsabile della rete Italia



Edoardo Lombardi è vicepresidente



Luigi Del Fabbro è il responsabile della finanza

1) Banco de Finanzas e Inversiones Sa controlla il 100% di Fibanc Sa, Fibanc Fiat Sa, Fibanc Pensiones Sa Sgr, GesFibanc Sgic 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 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

Gli analisti / Opinioni a confronto

Una débâcle ingiustificata

Mediolanum riprende quota e recupera una parte significativa della flessione innescatasi all'inizio dell'estate, ma le quotazioni restano nettamente al di sotto del picco registrato allo fine dello scorso anno, quando il 9 dicembre è stato raggiunto il massimo del biennio a 6,75 euro.

Una vetta raggiunta al termine di una grande corsa, scattata nel marzo del 2003 a ridosso del minimo del periodo, registrato l'11 marzo a 3,45 euro. Nove mesi nel corso dei quali i prezzi sono pressoché raddoppiati, recuperando quella sottoperformance che però poi si è ripresentata puntualmente. Una sottoperformance che si è oggi attestata intorno a 20 punti e cioè leggermente meglio del recente passato, grazie al recupero sopra delineato e sulla base delle quotazioni riparametrate a quota 100 alla fine del 2002. Mediolanum si colloca infatti oggi poco al di sotto di 110, mentre il Mibtel e l'indice settoriale si collocano in prossimità di 130.

Ed è anche per tutto ciò, oltretutto per il buon andamento della raccolta netta, che si sono rafforzate le indicazioni di acquisto e ridotte quelle di vendita, anche se molti mantengono posizioni di cautela, consigliando di mantenere i titoli in portafoglio.

Il buy è così proposto da Intermonete e Rasbank, dove sottolineano «la capacità di mantenere tassi di crescita importanti nel gestito, in netta

L'indicazione d'acquisto si rafforza e quella di vendita si ridimensiona grazie ai fondamentali e alla raccolta

controtendenza sul settore, merito anche l'ottimo andamento del comparto Vita». Mediolanum inoltre, concludono, «ha le carte in regola per beneficiare dell'atteso varo della previdenza integrativa».

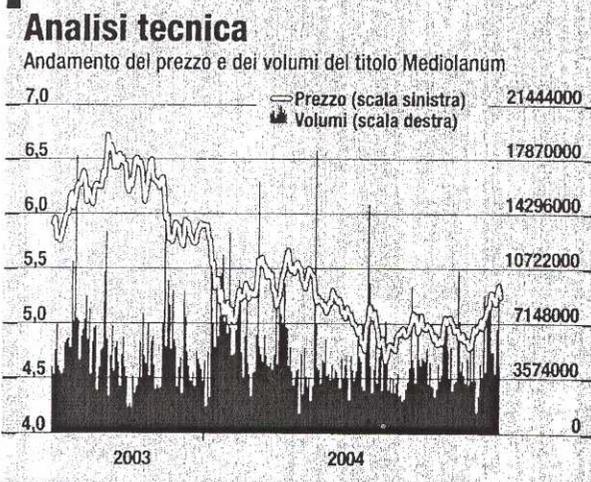
Considerazioni riproposte

da Euromobiliare, che il 10 novembre è passata da *accumulate* a *buy*. Scelta attuata pure da Radiocor, che alla fine di settembre è passata da *underperform* a *market perform*, e da Banca Leonardo, che la scorsa primavera ha alzato il

rating da *sell* a *hold* e oggi conferma la cautela in quanto «Mediolanum rappresenta già una macchina che viaggia a pieni regimi e difficilmente potrà migliorare nel prossimo futuro, mentre non escludiamo il sopraggiungere di notizie negative». Ancora più drastica la posizione di Morgan Stanley e Fox Pitt Kelton, dove ripropongono l'indicazione di alleggerire le posizioni.

Giudizi positivi accompagnati dall'indicazione d'acquisto con rating *outperform* giungono invece da West LB Panmure e Cheuvreux, i cui analisti sottolineano «il buon andamento nella raccolta e in particolare nel Vita», anche se, concludono, «è doveroso menzionare le problematiche implicite nella struttura delle commissioni in uno scenario regolamentario destinato a subire importanti modifiche».

Osservazioni riproposte dal fronte dei cauti, fra i quali Csfb, Ubs, Caboto e Deutsche Bank, che ripropone l'*hold* poiché la società «presenta una crescita interessante nel Vita, ma lo sviluppo della raccolta nei fondi marcia a rilento anche perché permangono problematiche sul fronte del reclutamento dei promotori e di conseguenza della crescita dei clienti». Il *neutral* giunge pure da Merrill Lynch e una scelta analoga è attuata da Banca Akros, i cui analisti hanno mantenuto l'*hold* dopo i risultati dei primi nove mesi poiché «preferiamo altri titoli su cui giocare la scommessa della previdenza integrativa».



■ Mediolanum sta cercando di rialzare la testa dopo il pesante ribasso dei primi otto mesi dell'anno. I prezzi hanno reagito dopo aver corretto ad agosto in area 4,70, il 62% del recupero dai bottom del marzo 2003 (3,45 €) e ora sono impegnati ad avvicinare le resistenze a 5,80/90 €, livelli chiave nel quadro di medio termine. Se i prezzi riuscissero a scavalcare detti ostacoli, invierebbero un segnale di forza e si farebbe meno ardua l'impresa di rivedere i top di dicembre a 6,75 € in tempi brevi. Segnali negativi, invece, sotto i 4,95/5,00 €, prologo al test di area 4,75 e, più in basso, a quello dei bottom di agosto a 4,56 €.

A cura di FTAOnline

I CONSIGLI DI...

Intermonte

■ Abbiamo confermato il *buy* dopo i risultati dei primi nove mesi in quanto resta sottovalutata. Questo anche perché ha conseguito un ennesimo aumento dei volumi, in netta controtendenza sul settore. Il gruppo risulta inoltre ottimamente posizionato per beneficiare dell'atteso avvio della previdenza integrativa

Ubs

■ Manteniamo il *neutral* in quanto presenta problemi di crescita, come si evidenzia pure dall'evoluzione dei promotori, che restano al di sotto del livello di due anni fa e faticano a sostenere la crescita dei prodotti a maggiore profittabilità, oltreché dei clienti. L'interesse sul titolo potrà quindi ripresentarsi quando tale spirale sarà superata

Banca Leonardo

■ Siamo passati da *sell* a *hold* la scorsa primavera perché aveva sottoperformato e oggi confermiamo tale indicazione perché continua a manifestare un trend positivo nella raccolta, in netta controtendenza sul mercato, ma la cautela è d'obbligo in quanto non ci attendiamo novità positive nel prossimo futuro

Euromobiliare

■ Siamo passati da *accumulate* a *buy* dopo i risultati dei primi nove mesi anche perché il titolo è stato eccessivamente penalizzato, confermandosi uno dei peggiori del Mib30 negli ultimi 18 mesi. E ciò è ingiustificato anche perché la raccolta continua a presentare risultati positivi, in netta controtendenza sul settore

COSA NON VA

L'estero è ancora area di sofferenza

Ennio Doris è il fondatore e l'artefice di un modello considerato di successo dalla totalità degli osservatori e quindi anche da coloro che ne sottolineano i limiti, come «l'insuccesso ottenuto sul versante internazionale», ove Mediolanum voleva creare un network europeo.

Un percorso dimostratosi più arduo del previsto, tanto che il pareggio in Germania avverrà entro il 2007 e i programmi di espansione registrano una decisa battuta d'arresto rispetto ai target originali. Questo anche se è confermata la volontà di entrare nei Paesi dell'Est, a partire dalla Polonia, e pure nella lontana Cina, dove, come ha ribadito anche di recente Doris, «ci sono almeno 100 milioni di "europei" in termini di livello di reddito».

Resta l'affanno sullo sviluppo dei promotori e dei clienti

Ma in attesa dello sbarco in Estremo Oriente, l'amministratore delegato del gruppo milanese deve dare risposte anche in casa propria. Questo in quanto risultano solo attenuate, ma non superate, le "critiche" rivolte al suo operato come accentratore di poteri e unica anima propulsiva del successo di un modello costruito intorno alla sua figura anziché «intorno a te» come recitano gli spot pubblicitari che il gruppo si appresta a rilanciare in grande stile.

Una campagna rinviata per ben due volte, ma oggi, come aggiungono i critici, pronta a scattare anche per ridare vigore alla politica di reclutamento dei promotori, che recentemente non può definirsi un successo, anche perché il settore ha dovuto confrontarsi con un triennio decisamente difficile.

Una problematica non indifferente in quanto molti analisti sottolineano le difficoltà riscontrate su questo fronte e di conseguenza pure sull'espansione della base clienti. Condizione definita però «indispensabile» da una quota sempre più ampia di operatori «per ridare corpo alla crescita della raccolta pure nel risparmio gestito».

