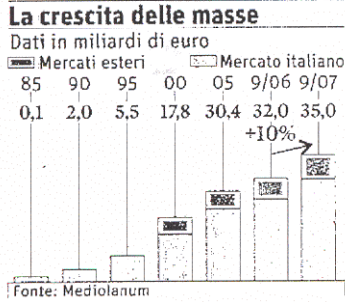


LA FINANZA DELLA DOMENICA

Lettera all'investitore

Il rilancio di Mediolanum dal 2008

di **Alberto Nosari**



«Nel 2008 conseguiremo un forte sviluppo delle attività e un significativo progresso nella redditività, mentre realizzeremo un passo fondamentale nell'articolazione della struttura manageriale che guiderà l'azienda nel prossimo futuro». Iniziative, puntualizza Ennio Doris, fondatore e capo di Mediolanum, rese possibili grazie «all'intenso lavoro realizzato nel passato da tutta la struttura di un gruppo guidato da uno staff coeso e determinato nello sviluppo del business». Canali e prodotti in primo piano.

► pagina 27



Mediolanum, masse a 36 miliardi (+8%)

Ma l'utile 2007 è atteso stabile a 220 milioni a causa di 35 milioni di maggiori oneri per lo sviluppo

«**N**el 2008 conseguiremo un forte sviluppo dell'attività e un significativo progresso nella redditività, mentre realizzeremo un passo fondamentale nell'articolazione della struttura manageriale che guiderà l'azienda nel prossimo futuro». Iniziative, puntualizza Ennio Doris, fondatore e capo di Mediolanum, rese possibili grazie «all'intenso lavoro realizzato nel passato da tutta la struttura di un gruppo guidato da uno staff coeso e determinato».

Più in particolare, aggiunge il capo azienda, «il prossimo anno potremo cogliere appieno gli sforzi realizzati negli ultimi diciotto mesi per rafforzare la rete di vendita e più in particolare i family bankers con licenza, che sono saliti di circa il 20% oltre quota 5mila» su un totale di oltre 7mila, di cui 6.500 attivi in Italia considerando anche i partner time.

Ma un contributo importante, continua Ennio Doris, «giungerà pure dall'apporto della banca proprio perché abbiamo creato dal nulla un'azienda la cui efficacia operativa non ha riscontro nel panorama mondiale grazie alla congiunzione fra la tecnologia e le risorse umane». Risorse «fortemente motivate e molto preparate perché la formazione rientra nel percorso di crescita professionale che offriamo a tutti i nostri collaboratori sin dal momento in cui viene attuata la selezione».

Il tutto, aggiunge il fondatore di Mediolanum, «con la precisa finalità di creare la banca di riferimento delle famiglie offrendo loro tutta la gamma dei prodotti: dal risparmio alla previdenza, dai mutui al prestito personale transitando per le carte di credito e tutti gli altri servizi/prodotti quali il bancomat che consente di prelevare senza costi su tutti gli sportelli di tutto il territorio nazionale». E il fattore costi è centrale per tutta l'attività del gruppo.

Tutti i prodotti, prosegue Doris, «sono infatti fruibili su una pluralità di piattaforme proprio per renderli accessibili in ogni momento e in ogni forma in cui il cliente desidera». Una modalità operativa, prosegue il capo azienda, applicata anche ai family bankers, che rappresentano l'anello di congiunzione umana per i clienti che vogliono accedere ai servizi del gruppo in modo diretto e personale in aggiunta a quello di Internet e telefonico.

Un canale, questo ultimo, «che permette di espletare tutte le operazioni bancarie in forma gratuita per quasi tutte le principali operazioni così come il conto corrente». Da rilevare che il «banking center service è

uno dei fiori all'occhiello poiché «il 98% delle 10mila telefonate che giungono ogni giorno presenta una "risposta" entro due secondi da quando si preme il tasto o e l'operatore è un vero professionista, impiegato di banca, in grado di realizzare tutte le richieste del cliente».

E anche questo, concludono, ha contribuito al successo del modello Mediolanum con la conseguente «bancarizzazione di più del 70% degli oltre un milione di clienti che hanno aperto 530mila conti correnti, di cui 90mila nel 2007».

Novità anche sul fronte manageriale in quanto nell'autunno del 2008 Massimo Doris, figlio del fondatore Ennio, diventerà amministratore delegato di Banca Mediolanum a capo delle operazioni di tutto il gruppo dopo aver guidato per tre anni quella controllata spagnola le cui masse (Aum) si avvicineranno ai tre miliardi a fine 2007, quando l'utile dovrebbe migliorare del 10% rispetto ai 6,8 milioni del 2006.

Risultati grazie ai quali quadruplicare a circa 2,5 milioni l'utile dell'attività estera

del gruppo nonostante il rosso della Germania, che dovrebbe comunque raggiungere il pareggio entro il 2010, mentre lo sbarco nel terzo Paese europeo dovrebbe scattare prima.

Il richiamo all'attività estera è importante perché Vittorio Colussi diventerà capo azienda in Spagna e Silvio Cracco sarà il numero uno in Germania, mentre Franco Cova si prepara ad assumere la responsabilità della prossima sfida internazionale, che po-

trà scattare in Polonia oppure in Francia. E tutto l'estero farà riferimento a Edoardo Lombardi, che avrà la supervisione, mentre al vertice delle reti salirà Giovanni Marchetta e Guido Lasciarrea diventerà capo della rete italiana.

Passaggi che, puntualizzano a Milano 3, «riaffermano la centralità della rete anche per raggiungere i vertici operativi» poiché le cariche citate provengono dalla rete distributiva «a testimonianza dell'attenzione che il gruppo riserva al rapporto con i clienti, che restano al centro della politica

di sviluppo» dell'azienda che nei prossimi giorni aumenterà il proprio peso in Mediobanca rilevando l'1,5% dall'UniCredit.

E il 2008 sarà importante anche perché il gruppo, conclude Doris, «darà forza alla redditività lanciando pure un programma di attacco ai costi per eliminare le aree di inefficienza che si sono create nella fase di sviluppo che ha visto l'azienda rafforzare

la rete di vendita, aumentare l'attività della banca e lanciare i piani pensionistici individuali (Pip) conquistando oltre il 50% del mercato». Da rilevare al riguardo che i piani pensionistici individuali hanno raddoppiato a oltre 90 milioni la raccolta nel 2007, ma il potenziale è decisamente superiore. L'ammontare complessivo degli impegni dei "clienti" è infatti di circa 200 milioni quale adesioni ai nostri prodotti, di cui 110 milioni circa dovrebbero essere versati entro febbraio 2008. E tutto ciò, aggiungono, darà un valido contributo allo sviluppo di un business che presenta un embedded value simile ai vecchi prodotti e cioè di circa il 100% ma con volumi potenzialmente molto molto più alti anche se la redditività emerge soltanto dal secondo anno penalizzando quindi l'esercizio in cui il contratto è siglato.

Il 2007 dovrebbe comunque presentare una raccolta netta di oltre 1,5 miliardi in controtendenza sul sistema a dimostrazione della validità di un modello che permetterà di aumentare dell'8% le masse gestite, attese a circa 36 miliardi, di cui il 60% rappre-

sentati dalla componente azionaria. E ciò nonostante il calo dei mercati azionari nel periodo considerato, valutato nel 2,5% dall'indice Morgan Stanley World.

Dinamica a seguito della quale le commissioni di performance dovrebbero flettere, ma ciò sarà compensato dal balzo di circa il 50% a oltre 120 milioni del margine finanziario consolidato ascrivibile essenzialmente al positivo andamento dell'attività bancaria. E se non subentreranno fattori straordinari l'utile pre-imposte dovrebbe migliorare leggermente collocandosi vicino ai 290 milioni. Questo anche perché la flessione di circa 10 milioni a poco meno di quota 100 delle commissioni di performance sarà più che bilanciata dall'aumento da 5 a 18 milioni circa della componente bancaria, mentre l'attività Vita dovrebbe restare stabile vicino ai 156 milioni. Un contributo giungerà come ricordato dall'estero e dalla partecipata Esperia.

Il conto economico dovrebbe quindi presentare un utile sostanzialmente stabile nell'intorno dei 220 milioni anche perché, come ricordato, risulterà "appesantito" da circa 35 milioni di «costi aggiuntivi per la spinta sulla banca e nel reclutamento dei family bankers, oltreché per il lancio dei piani pensionistici individuali». E ciò mentre verranno meno di circa 15 milioni di «proventi non ricorrenti quali i cinque milioni di utili su cessione immobili e i nove milioni del dividendo straordinario Consorzium».

Gli analisti. Opinioni a confronto

L'indicazione d'acquisto resta dominante

Mediolanum rimbalza sul minimo di 4,55 euro e risale al di sopra dei 5 euro, ma resta siderale la distanza dal massimo di 6,84 euro del 20 febbraio e le quotazioni attuali ripropongono i valori di inizio 2005 «accentuando quella sottoperformance che risente pure delle difficoltà dell'asset management e dell'esposizione all'azionario».

La società reagito con proattività ed è anche per questo che la maggioranza degli analisti mantiene l'indicazione di acquisto anche se molti hanno rivisto al ribasso i target e si sono rafforzati i cauti. Il *sell* è invece espresso da Citigroup, che il 9 ottobre ha ridotto il target da 5,7 a 5 euro, e da Crédit Suisse, che ad agosto è passata da *neutral* ad *underperform*.

L'indicazione d'acquisto è invece riproposta da Dresdner Kleinwort perché «la campagna acquisti dei promotori e la riforma delle pensioni daranno un contributo allo sviluppo degli affari e dell'utile». Considerazioni centrali pure per Exane Bnp Paribas, che ha iniziato la copertura il 24 luglio con *outperform* e target 7,2 euro.

Il *buy* secco giunge da Ubs, che comunque il 9 novembre ha ridotto il target da 7,4 a 6,7 euro perché «i profitti sono stati inferiori alle attese e continueranno a soffrire anche nei

prossimi due trimestri a causa degli investimenti attuati per rilanciare la crescita». E l'indicazione d'acquisto è riproposta pure da Ban-

ca Leonardo con target a 6,5 euro perché «i risultati in Italia sono in linea alle attese così come l'utile».

Il *neutral* è invece confermato da Merrill Lynch, perché «i risultati sono inferiori alle attese», e da Hsbc, che ha iniziato la copertura il 19 settembre ed è neutrale perché «è correttamente valutata». Il *neutral* è riproposto pure da Intermonte in quanto «il titolo potrà riscattarsi solo quando presenterà rialzi significativi negli utili».

Il *buy* è invece riproposto da UniCredit Mib perché «presenta buone prospettive di sviluppo ed ha una valutazione interessante anche perché sottoperforma da circa cinque anni». Positive anche le valutazioni di Deutsche Bank, che ha ridotto il target da 6,9 a 5,9 il 22 novembre pur confermando l'indicazione d'acquisto perché «la campagna di reclutamento dei venditori dovrebbe dare un apporto importante alla crescita del business e degli utili già dal 2008». Il *buy* giunge pure da Landbanki Kepler perché «lo sviluppo della rete dei private banker dovrebbe trasformarsi in un progresso dei volumi d'affari e dell'utile già dal 2008 dopo un 2007 non facile». L'*ou-*

tperform è riproposto pure da Cheuvreux con target a 6,3 euro perché «si è conquistata il 50% del mercato della nuova previdenza integrativa più redditizia ed è sottovalutata in quanto i prezzi stabili da quasi un lustro, nonostante una buona crescita del business e mar-

gini stabili». Ancora più significativa la scelta di Banca Akros, passata da *neutral* ad *accumulate* a inizio giugno «sulla scommessa del successo commerciale delle nuove polizze di previdenza». Raccomandazione riproposta oggi perché «è stata troppo penalizzata, pur scontando un ridimensionamento delle prospettive di crescita dopo un avvio più che brillante. Dinamica a seguito della quale - concludono - ci riserviamo di rivedere i nostri target».

L'indicazione di acquisto è espressa anche da Lehman Brothers con target a 6,35 euro perché è fra le meno care sui fondamentali in quanto è una delle maggiori beneficiarie della riforma pensionistica.

Sul fronte dei cauti si collocano invece Kbw ed Euromobiliare perché «condividiamo la strategia di crescita nella rete dei promotori e di sviluppo della base clienti tramite la banca, ma il titolo continuerà a soffrire finché non si concretizzerà l'attesa crescita di quell'utile che resterà contenuta anche nel 2008».

■ Mediolanum è rimbalzato dopo aver toccato a quota 4,5525 i nuovi minimi degli ultimi 3 anni. Si tratta per ora di una correzione fisiologica che non impensierisce la struttura ribassista in atto dai massimi di giugno in area 6,80. Solo con il superamento di quota 5,50 (primi segnali positivi nel breve oltre 5,20 €) si creeranno i presupposti per un rimbalzo che potrà spingere i prezzi verso i 6 €. Guardando al fronte dei supporti l'attenzione dovrà essere concentrata su quelli di area 4,50.

A cura di FTA Online

Analisi tecnica

Andamento del titolo Mediolanum a Milano



Le proiezioni 2007

La flessione delle commissioni sarà bilanciata dalla crescita dell'apporto della banca, mentre i family bankers con licenza crescono del 20% a quota 5mila

Cosa non va

Il rilancio dell'utile è di nuovo rinviato

Gli sforzi indirizzati allo sviluppo dei «family bankers» hanno dato i loro frutti in quanto tali operatori sono aumentati del 20% a quota 5mila e analoga riflessione può essere estesa all'attività bancaria poiché i conti correnti sono aumentati di altri 90mila a quota 530mila.

Successi indiscutibili, riscontrabili pure nell'aumento a due cifre della Aua (masse gestite più amministrate), ma non indolori poiché la campagna reclutamento dei «banchieri delle famiglie» ha richiesto investimenti importanti così come importanti sono stati gli investimenti indirizzati alla crescita dell'attività bancaria e al lancio dei nuovi prodotti pensionistici.

Mediolanum ha quindi dovuto registrare un aumento dei costi stimabile in 35 milioni e così, per il secondo anno consecutivo, ha dovuto rinunciare al segno più davanti all'utile. Appuntamento rinviato al 2008 quando, puntualizzano al quartier generale di Milano 3, «potremo riscattarci e raccogliere i frutti degli sforzi realizzati negli ultimi 18 mesi» (vedere servizi in pagina).

Aspettativa condivisa da molti operatori, che infatti mantengono l'indicazione di acquisto proprio perché si attendono il richiamato riscatto, anche se ricordano che «l'appuntamento con il rilancio dell'utile deve essere centrato pena la revisione delle raccomandazioni». Quella concessa dal mercato appare quindi come una «fiducia condizionata, ancorata ai successi che il gruppo ha ottenuto nel passato e alla credibilità del fondatore e capo azienda Ennio Doris».

Un elemento che richiama alla memoria un'altra criticità e cioè il tema della successione. Problematica rigettata dalla società in quanto, ricordano, «la struttura manageriale è solida e il prossimo anno ci sarà un appuntamento importante» poiché Massimo Doris, figlio del fondatore, «rientrerà in Italia e assumerà la guida operativa del gruppo dopo essere stato responsabile per tre anni della Spagna». Una scelta strategica di grande valenza a cui il mercato guarda con «grande attenzione e anche con un poco di perplessità» come sottolineano gli analisti più critici.

I CONSIGLI DI...

Euromobiliare

» Confermiamo l'hold perché la crescita dell'utile si delinea contenuta e quindi i multipli restano elevati

Deutsche Bank

» Rilanciamo il buy perché la crescita della rete darà un apporto importante allo sviluppo di business e utili già dal 2008

Cheuvreux

» Manteniamo l'outperform perché lo sviluppo della rete ridarà vigore al business e all'utile

Banca Akros

» Siamo passati da neutral ad accumulate a inizio giugno sulla scommessa del successo della nuova polizza previdenziale

UniCredit Mib

» Confermiamo il buy perché ha una quotazione interessante e buone prospettive di sviluppo nel previdenziale

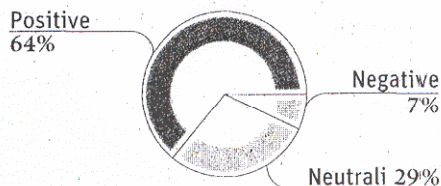
Landsbanki Kepler

» Manteniamo il buy perché ci aspettiamo una crescita significativa di business e utile già dal 2008

Intermonte

» Manteniamo il neutral perché sottoperformerà finché l'utile non ricomincerà a crescere significativamente

Raccomandazioni



Le stime di consenso degli analisti

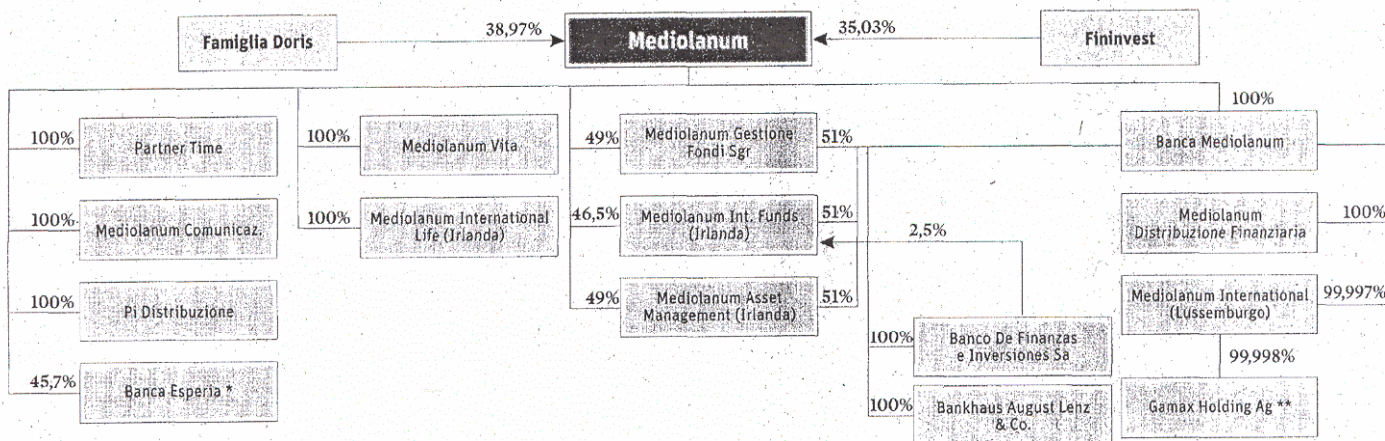
		Min	Medio	Max
Raccolta premi (mln euro)	2007	3.483	3.826	4.514
	2008	3.901	4.308	4.920
Utile ante-imposte (mln euro)	2007	260	288	318
	2008	283	308	340
Utile netto (mln euro)	2007	199	220	235
	2008	223	247	262
Utile per azione (mln euro)	2007	0,27	0,32	0,51
	2008	0,30	0,36	0,55
P/E* (mln euro)	2007	18,2	15,3	9,6
	2008	16,3	13,6	8,9
Target Price (mln euro)	2007	5,00	6,03	7,00

(*) Prezzo al 4/12/07

Fonte: Consensus Jcf

«Nel 2008 – precisa Ennio Doris – avremo un forte sviluppo dell'attività e un significativo progresso nella redditività»

«Il prossimo anno sarà fondamentale anche per la formazione della struttura manageriale che guiderà il gruppo nel futuro»



Note: Le percentuali si riferiscono alle quote di partecipazione complessive (dirette più indirette) sull'intero capitale sociale. Accordi parasociali: tra Fininvest e Gruppo Doris esiste un patto di sindacato che riunisce il 51,1% del capitale con scadenza 2010. (*) A tale partecipazione si aggiunge il 2,80% connesso al piano di stock option di Banca Esperia, soggetto ad un impegno irrevocabile di acquisto; (**) Gamax Holding Ag controlla il 100% di Gamax Austria GmbH e il 99,8% di Gamax Management Ag. Fonte: elab. Il Sole-24 Ore, Analisi Mercati Finanziari



Ennio Doris
 è stato il fondatore ed è il capo azienda



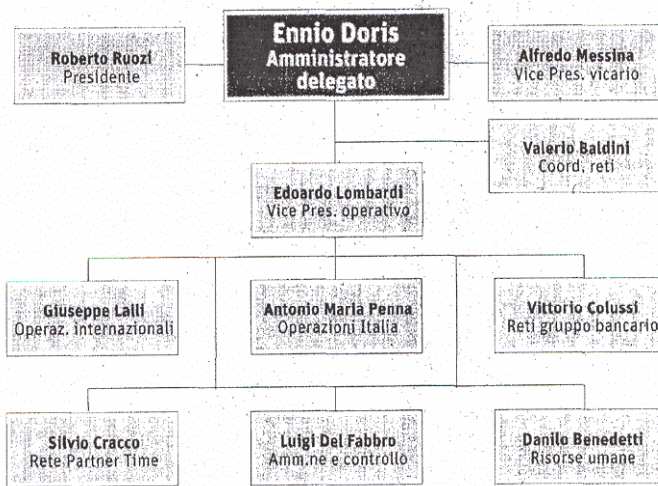
Edoardo Lombardi
 è vicepresidente e Coe del gruppo



Luigi Del Fabbro
 è direttore generale



Antonio Maria Penna
 è Ceo di Banca Mediolanum



Gruppo Mediolanum

Dati consolidati. Valori in milioni di euro

	30/06/07	30/06/06
Stato Patrimoniale		
ATTIVO		
Investimenti e disponibilità liquide	23.223	18.998
° disponibilità liquide ed equivalenti	441	308
° investimenti posseduti sino a scadenza	607	567
° attività finanziarie disponibili per la vendita	1.143	887
° attività finanziarie a fair value rilevato a c/e	17.179	14.067
° investimenti immobiliari	5	7
° partecipazioni in controllate, collegate e jv	49	34
° finanziamenti e crediti	3.799	3.128
Attività materiali e immateriali	249	261
Altri elementi dell'attivo	455	430
Totale attivo	23.927	19.689
PASSIVO		
Riserve tecniche nette	14.263	11.782
Passività finanziarie	8.282	6.646
Accantonamenti e debiti netti	264	221
Altri elementi del passivo	202	231
Patrimonio netto gruppo	916	809
Patrimoni di terzi	-	-
Passivo Totale	23.927	19.689
Conto Economico		
Premi netti	1.805	1.652
Commissioni attive	301	289
Margine finanziario	59	33
Proventi netti da altri investimenti e ricavi diversi	24	28
Importi pagati e var. riserve tecniche	1.704	1.543
Commissioni pass. e altri oneri diversi	343	320
Imposte	30	33
Utile (perdita) netto di gruppo	113	106
Altri Dati		

Dipendenti 1.821 1.612

Roe (%)* 12,29 13,11

Dati per azione e multipli di mercato (euro)

Utile 0,155 0,146

Patrimonio netto 1,257 1,111

Capitalizzazione (mln euro) 4.478 3.999

Quotazione 6,143 5,49

P / P.N. 4,89 4,94

*Dato non annualizzato

Fonte: elab. Il Sole-24 Ore, Analisi Mercati Finanziari

