

LETTERA ALL'INVESTITORE
di Alberto Nosari

Ennio Doris: «Viviamo una delle crisi più gravi del dopoguerra, ma tale scenario rappresenta anche la più grande opportunità»

«Restiamo positivi perché il percorso di uscita è già delineato e gli elementi che porteranno al rilancio hanno già iniziato ad agire»

Mediolanum, raccolta netta a 2,5 miliardi

Le masse gestite flettono del 10% a 31 miliardi e l'utile netto si riduce del 30% pur superando i 140 milioni

«**S**tiamo vivendo una delle più gravi crisi del dopoguerra, ma lo scenario attuale rappresenta anche la più grande opportunità del dopoguerra e noi restiamo positivi anche perché il percorso di uscita dalla crisi si è già delineato e gli elementi che porteranno al rilancio hanno già iniziato ad agire».

Questo in quanto, puntualizza Ennio Doris, Ceo di Mediolanum Spa, «i consumatori iniziano a beneficiare del calo dei tassi e della contrazione del costo delle materie prime quali il petrolio». Più articolata l'analisi sulle aziende in quanto, continua Doris, «il peggio deve ancora emergere, anche se siamo convinti che chi saprà resistere e ristrutturarsi avrà la possibilità di rilanciare con forza la propria attività quando ci sarà l'inversione del trend».

Un appuntamento che, aggiunge il capo azienda, potrebbe presentarsi già nella seconda metà del 2009 negli Stati Uniti per poi estendersi progressivamente in Europa, dove però la congiuntura sarà difficile per gran parte del prossimo anno. E se tale scenario si realizzerà «inizierà a manifestare i propri effetti in Borsa già a partire dal secondo trimestre del 2009 in Usa per poi diffondersi in Europa». Ed è proprio per questo che noi, precisa il presidente di Banca Mediolanum, «siamo convinti che siamo di fronte a una grande opportunità per chi come noi imposta i propri investimenti in una logica di lungo termine».

Una filosofia che, prosegue Doris, «ha guidato le nostre azioni anche nel corso di questo difficile 2008». Esercizio nel corso del quale, continua, abbiamo realizzato cinque operazioni strategiche a partire dall'ingresso nel credito al consumo realizzato a marzo tramite l'accordo con il Santander. L'iniziativa, aggiungono, ha permesso di estendere la gamma offerta e, conclude Doris, è stata ben accolta dai clienti e dalla rete, che ha superato i budget, erogando oltre 100 milioni da marzo a oggi.

Sempre a marzo è scattata la distribuzione di «tre fondi global selection realizzati tramite accordi con tre delle più grandi società al mondo: BlackRock, JPMorgan Asset Management e Morgan Stanley». Iniziativa a cui a settembre se ne è affiancata un'altra tramite «nuovi accordi con 15 tra i più grandi gestori al mondo per realizzare altri otto fondi di fondi della famiglia Mediolanum best brands». E a tutto ciò si sono aggiunti altri 45 accordi con altrettante case mondiali sempre per ampliare la gamma dell'offerta.

Ma c'è pure altro poiché Mediolanum ha realizzato alcune iniziative eccezionali a fa-

vore dei clienti quali la «riduzione unilaterale mediamente dello 0,64% del tasso di interesse sui mutui in portafoglio con conseguente riduzione della rata». L'intervento dell'11 giugno «permetterà ai clienti un risparmio totale di circa 65 milioni su tutta la durata delle polizze in essere e una riduzione dei ricavi di Mediolanum di circa tre milioni annui». Iniziativa estesa l'8 ottobre anche a quei clienti a cui erano stati venduti fra il 2003 e il 2005 mutui Fonspabank del gruppo Morgan Stanley. Un portafoglio di circa 170 milioni acquisito da Mediolanum proprio per consentire ai 1.742 clienti di risparmiare 18 milioni complessivamente.

Mediolanum ha inoltre creato un fondo di solidarietà per tutti i mutuatari grazie al quale coprire i rischi di grave invalidità permanente in quanto il mutuo verrà estinto sino a 250 mila euro. E la spesa di tutto ciò è stimata in circa otto milioni per i prossimi 22 anni, ma salirà a circa 50 milioni considerando le erogazioni stimate nel periodo considerato. Costi a carico di Banca Mediolanum. Ma c'è pure altro poiché il 22 ottobre la famiglia Doris e la Fininvest si so-

no fatti carico delle perdite delle polizze Lehman senza incidere sugli azionisti di minoranza. Questo in quanto Doris e Fininvest detengono il 76,51% di Mediolanum Spa e hanno deciso di accollarsi perdite per 120 milioni, garantendo i 10 mila clienti che hanno sottoscritto le index con sottostanti Lehman. Più in particolare Doris contribuirà con 63,5 milioni, mentre alla Fininvest competono 56,5 milioni.

Un impegno di grande valenza e attuato «dopo una lunga riflessione». Scelta dolorosa, ma fatta per «salvaguardare i nostri clienti dalle conseguenze di un evento straordinario che non doveva ricadere su chi rappresenta il nostro "primo patrimonio" e perché volevamo dare al mercato un segnale di estrema attenzione, da partner leale e affidabile». Investimento costoso, ma strategico e necessario per consolidare la fidelizzazione. Scelta premiante se solo si considera che Mediolanum ha archiviato anche i mesi più difficili con una raccolta netta positiva mentre il sistema crollava. Più in particolare, nei primi 11 mesi il sistema dei fondi

ha registrato una contrazione di 131 miliardi, mentre la raccolta netta di Mediolanum ha superato i 700 milioni.

Uno scenario che preoccupa il sistema e che si riflette pure su Mediolanum come testimonia Massimo Doris, figlio di Ennio e Ceo di Banca Mediolanum oltreiché Coo del gruppo e consigliere della capogruppo Mediolanum Spa. Massimo Doris ricorda infatti che «il 2008 è stato un anno difficile e anche

il 2009 non sarà semplice poiché la nostra raccolta è stata positiva, ma le masse gestite sono diminuite di circa il 10% per il crollo dei mercati e tutto ciò ha penalizzato e penalizzerà il conto economico poiché si trasforma in una contrazione delle commissioni di gestione e di performance».

Ed è anche per questo che noi, prosegue il Ceo di Banca Mediolanum, «manteniamo una visione cauta sul prossimo anno e abbiamo avviato un severo controllo dei costi anche se abbiamo deciso di salvaguardare gli investimenti a supporto del marketing e della rete, che anzi verranno rafforzati quantomeno per quanto concerne quelli diretti alla rete». E una scelta analoga verrà riservata ai servizi al cliente, «quale il banking center che per noi è un vero strumento operativo: il nostro sportello e la nostra carta d'identità». Nel contempo conclude, «rilanceremo lo sviluppo del reclutamento per prepararci alla ripresa dei mercati».

Iniziative i cui effetti sono presenti nei conti in esame. Il 2008 dovrebbe così riproporre l'andamento dei primi nove mesi e la

raccolta dovrebbe consuntivare una crescita vicina al 50%, raggiungendo i 2,5 miliardi grazie al buon andamento della banca, a sua volta sostenuta da una rete che ha varcato la soglia dei 5 mila promotori. Nonostante ciò, però, come ricordato, le masse gestite si dovrebbero ridurre del 10% collocandosi intorno ai 31 miliardi pur in presenza del buon andamento della raccolta e della tenuta della componente obbligazionaria. Elementi che si sono riflessi sulla redditività, tanto che l'utile netto dovrebbe flettere di oltre il 30% collocandosi al di sopra dei 140 milioni senza considerare l'impatto dell'effetto Lehman in quanto le perdite saranno fronteggiate fino a 120 milioni dai soci Doris e Fininvest mediante iniezione di riserve di capitale.

Un risultato a cui daranno un contributo pressoché tutte le aree d'affari, a eccezione del business internazionale, che dovrebbe chiudere il 2008 ancora in rosso. Più in particolare la Banca dovrebbe chiudere il 2008 con un utile ante imposte di oltre 25 milioni (+30%), mentre l'area assicurazione dovrebbe presentare un utile lordo di circa 100 milioni limitando il calo al 35%, nonostante la penalizzazione inferta dal crollo dei mercati finanziari a un business che ha la maggior componente di azioni nei propri asset. Penalizzazione che però incorpora una plusvalenza potenziale se sarà superata quella bufera che ha colpito anche l'asset management, che dovrebbe infatti presentare una contrazione del 25% dell'utile ante imposte, stimato a 65 milioni circa per fine anno.

Cosa non va

Mercato negativo e margini in calo

I margini si riducono e le masse flettono anche per Mediolanum, testimoniando le difficoltà di un mercato che soffre come emerge dall'andamento della raccolta dei fondi, che anche a novembre segna un meno 8,166 miliardi portando a oltre 131 miliardi la perdita cumulata in questo tormentato 2008.

Scenario di fronte al quale Mediolanum ha reagito con la solita proattività tanto che l'esercizio dovrebbe chiudersi con una raccolta netta positiva di 2,5 miliardi e cioè in crescita di circa il 50% sul 2007.

Performance di assoluta eccellenza, su cui hanno inciso le scelte attuate dal management e dai principali azionisti, la famiglia Doris e la Fininvest di Berlusconi, che si sono fatti carico dei 120 milioni del default Lehman per proteggere clienti e piccoli azionisti (vedere servizi in pagina).

Ma c'è pure altro poiché la grande capacità di marketing del gruppo ha portato a ridurre il costo dell'interesse sui mutui nel momento più difficile del mercato, alleggerendo gli impegni dei clienti, a cui sarà inoltre garantita l'abitazione in caso di invalidità permanente grave come è descritto nel servizio a fianco.

Scelte "costose" ma considerate un investimento i cui ritorni sono stati evidenti come testimoniano i dati sull'evoluzione dei clienti, dei mutui e della raccolta. Iniziative grazie alle quali Mediolanum, come ricordano in coro gli analisti, è riuscita a riposizionare la propria immagine, che è migliorata sensibilmente facendo dimenticare quello che molti continuano a rilevare: un costo di gestione non sempre giustificato dalle performance anche perché, come sottolineano i critici, in alcune occasioni i clienti pagano commissioni di performance anche in presenza di uno scenario di mercato in flessione come quello che ha caratterizzato il 2008.

Ma c'è pure altro poiché il business model di Mediolanum ha dimostrato di tenere, anche se i margini hanno sofferto, mentre i promotori si sono rafforzati e il trend dovrebbe migliorare nel prossimo anno anche se i soliti critici mettono in dubbio la capacità di tenuta se i mercati finanziari dovessero continuare a soffrire.

Gruppo Mediolanum

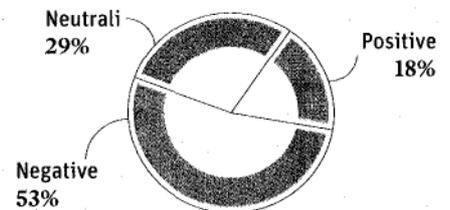
Dati consolidati. Valori in milioni di euro

| | 30/6/08 | 30/6/07 |
|---|---------------|---------------|
| Stato patrimoniale | | |
| ATTIVO | | |
| Investimenti e disponibil. liquide | 22.746 | 23.223 |
| ° disponibilità liquide ed equivalenti | 318 | 441 |
| ° investimenti posseduti sino a scadenza | 591 | 607 |
| ° attività finanziarie disponibili per la vendita | 1.415 | 1.143 |
| ° attività finanziarie a fair value rilevato a c/e | 15.673 | 17.179 |
| ° invest. immobiliari | 4 | 5 |
| ° partecipazioni in controllate, collegate e jv | 56 | 49 |
| ° finanzia. e crediti | 4.689 | 3.799 |
| Attività materiali e immateriali | 259 | 249 |
| Altri elementi dell'attivo | 428 | 455 |
| Totale attivo | 23.433 | 23.927 |
| PASSIVO | | |
| Riserve tecniche nette | 13.504 | 14.263 |
| Passività finanziarie | 8.717 | 8.282 |
| Accantonamenti e debiti netti | 240 | 264 |
| Altri elementi del passivo | 198 | 202 |
| Patrimonio netto gruppo | 774 | 916 |
| Patrimonio di terzi | - | - |
| Totale passivo | 23.433 | 23.927 |
| Conto economico | | |
| Premi netti | 1.504 | 1.805 |
| Commissioni attive | 271 | 301 |
| Margine finanziario e proventi netti altri investimenti | 66 | 87 |
| Altri ricavi diversi | 11 | 13 |
| Importi pagati e var. riserve tecniche | 1.449 | 1.720 |
| Commissioni pass. e altri oneri diversi | 315 | 343 |
| Imposte | 18 | 30 |
| Utile (perdita) netto di gruppo | 70 | 113 |

| Altri dati | | |
|--|-------|-------|
| Dipendenti medi | 1.840 | 1.821 |
| Roe (%) (1) | 9,08 | 12,32 |
| Dati per azione e multipli di mercato (€) | | |
| Utile | 0,096 | 0,155 |
| Patrimonio netto | 1,060 | 1,257 |
| Capitalizzazione (mln euro) | 1.940 | 4.478 |
| Quotazione | 2,658 | 6,143 |
| P/Pn | 2,51 | 4,89 |

(1) Dato non annualizzato
Fonte: elaborazione Il Sole 24 Ore - Amf

Raccomandazioni



Le stime di consenso degli analisti

| | | Min | Medio | Max |
|----------------------|------|------|-------|------|
| Utile netto (mln €)* | 2008 | 120 | 149 | 184 |
| Utile per azione | 2008 | 0,18 | 0,20 | 0,25 |
| P/e** | 2008 | 17,6 | 15,8 | 12,6 |
| Target price | 2008 | 2,6 | 3,3 | 4,0 |

*Non tiene conto del costo dell'iniziativa Lehman Brothers, il cui impatto, seppure rilevato a conto economico, risulta coperto dall'intervento dei due soci di maggioranza attraverso il versamento di apposite riserve di capitale; **prezzo all'11/12/08
Fonte: Mediolanum

PROIEZIONI AL 2009

«Il prossimo anno sarà difficile quindi lavoreremo sull'efficienza e sui costi, anche se gli investimenti sulla rete e i servizi ai clienti saranno rafforzati»

Gli analisti. Opinioni a confronto

Recupera quasi il 35% dai minimi di luglio

Mediolanum recupera il 34% dal minimo di 2,35 euro del 16 luglio, ma i prezzi attuali restano inferiori di oltre il 40% rispetto ai 5,45 euro di inizio gennaio e il gap si avvicina al 58% se il confronto viene effettuato con il massimo di 7,39 euro del 27 febbraio 2006.

Una dinamica che ripropone l'andamento del Mibtel e del comparto, nei confronti dei quali Mediolanum ha comunque subito fra maggio 2007 e luglio 2008 una sottoperformance che ha raggiunto il massimo di oltre 30 punti la scorsa estate. Gap poi riassorbito in quanto negli ultimi quattro mesi ha sovraperformato, mentre il settore e il Mibtel subivano una significativa flessione.

Recupero sostenuto dal buon andamento dei fondamentali, che a loro volta hanno beneficiato delle iniziative attuate nel recente passato (vedere servizi in pagina). La congiuntura resta comunque difficile e quindi la maggioranza degli analisti si mantiene cauta sul titolo, anche se non mancano i positivi come Banca Akros, che conferma l'*accumulate* perché «ha un ridotto profilo di rischio sul fronte dell'adeguatezza del capitale poiché gli interventi delle autorità hanno di fatto azzerato le ipotesi di default degli emittenti dei bond sottostanti».

L'*outperform* è riproposto pure da Mediobanca in quanto «presenta una buona tenuta

sui risultati nonostante lo scenario resti negativo. Il tutto grazie a un *business model* diversificato sostenuto dalla forza della rete». Ancora più netta la posizione di Banca Leonardo, che rilancia il *buy* perché «è il player più resistente alla crisi e la raccolta cresce mese dopo mese, nonostante i crolli di Borsa». Siamo positivi anche perché, concludono, «abbiamo apprezzato le iniziative mese in atto per difendere gli azionisti di minoranza e i clienti in occasione del default Lehman e del costo dei mutui in presenza del forte rialzo dei tassi».

Considerazioni riproposte da Intermonte, che però rilancia l'*underperform* poiché «tratta a premio sul settore e questo è parzialmente ingiustificato anche se apprezziamo la capacità di mantenere una raccolta netta positiva anche in questo scenario difficile». E le difficoltà del contesto congiunturale si riflettono pure sulle raccomandazioni di KBW e Merrill Lynch, Dresdner Kleinwort e Hsbc, che ripropongono l'indicazione di ridurre le posizioni, mentre Cheuvreux è passata da *outperform* ad *underperform* il 20 ottobre in quanto «ha sovraperformato in misura significativa e tratta con un premio superiore al 100% sui competitor in Italia nel rapporto prezzo/utigli, ma i risultati del terzo trimestre hanno messo in luce il peggioramento dell'attività nel Vita».

Sul fronte dei cauti si colloca invece Equita (ex Euromobiliare) perché «l'*equity story* presenta un contesto sfidante anche se Mediola-

num si difende molto bene grazie a un modello di business vincente e al sostegno delle scelte attuate nei mutui e in occasione del default Lehman. La cautela è comunque d'obbligo perché - concludono - resta elevata l'incognita sull'evoluzione del mercato». Considerazioni centrali pure per Ubs, Nomura e Deutsche Bank, che ripropongono l'*hold* perché «ci piace la storia industriale e apprezziamo la perseveranza del management nell'implementare il piano anche se restiamo cauti perché le difficoltà in cui si dibattono i mercati si rifletteranno sul settore e su Mediolanum».

Considerazioni rigettate da Esn e Banca Imi, che ripropongono l'*add* perché «i risultati dei primi nove mesi sono stati soddisfacenti e l'acconto sul dividendo è stato confermato, mentre abbiamo apprezzato la scelta di salvaguardare gli azionisti di minoranza e i clienti anche in occasione del default Lehman». Siamo positivi anche perché, concludono, «la raccolta resta positiva e in netta controtendenza sul mercato, mentre il modello di business aumenta la fidelizzazione».

Mediolanum oscilla da più di tre mesi attorno a 3,10 € dopo aver recuperato terreno dai minimi a 2,35 €. La media a 200 sedute a 3,30 è stato un deterrente per il proseguimento del cammino rialzista, ma ora il titolo dovrà allontanare nuovi ribassi. Il superamento di quota 3,30 e l'allungo oltre 3,50 € darebbero fiducia prospettando il ritorno a 4/4,10 €, resistenza critica nel medio lungo periodo. Sotto 2,7 obiettivi a quota 2.

A cura di FTA Online

I CONSIGLI DI...

Equita (ex Euromobiliare)

■ Confermiamo l'*hold* perché Mediolanum ottiene buoni risultati, ma permane incertezza sull'evoluzione del mercato

Banca Akros

■ Manteniamo l'*accumulate* perché presenta un profilo di rischio contenuto sul fronte dell'adeguatezza del capitale

Deutsche Bank

■ Restiamo in *hold* perché ci piace la storia industriale e apprezziamo le iniziative della società, ma i mercati impongono cautela

Mediobanca

■ Siamo in *outperform* perché il modello di business è vincente e consente una buona tenuta, nonostante l'avversa congiuntura

Cheuvreux

■ Siamo passati da *outperform* ad *underperform* perché ha sovraperformato e tratta con un premio eccessivo

Banca Leonardo

■ Rilanciamo il *buy* perché la raccolta continua a crescere in netta controtendenza e nonostante le difficoltà dei mercati

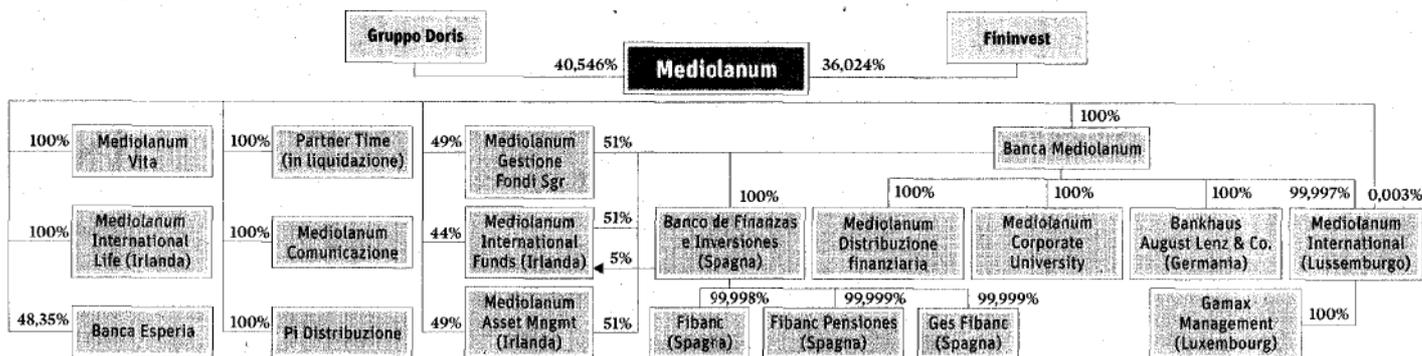
Intermonte

■ Restiamo in *underperform* perché tratta a premio sul settore e questo è parzialmente ingiustificato anche se apprezziamo la capacità di mantenere una raccolta positiva

Analisi tecnica

Andamento del titolo a Milano





Note: le percentuali si riferiscono alle quote di partecipazione complessive 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
Fonte: elaborazione Il Sole 24 Ore, Analisi mercati finanziari



Massimo Doris
è Ceo di Banca Mediolanum e Coo del gruppo oltreché consigliere di Mediolanum Spa



Ennio Doris
è il capo azienda ed è stato il fondatore oltreché l'artefice dello sviluppo



Edoardo Lombardi
è il vice presidente di Mediolanum Spa e amministratore delegato di Mediolanum Vita



Valerio Baldini
è responsabile del coordinamento delle reti commerciali

