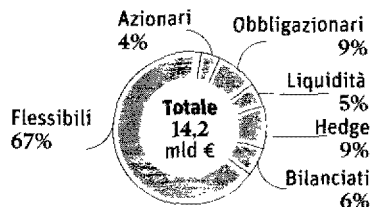


**LA FINANZA DELLA DOMENICA****Lettera all'investitore****Azimut cerca opzioni per lo sviluppo****PORTAFOGLIO FONDI**

Dati al 31 maggio 2008



Fonte: Azimut/Assogestioni

di **Alberto Nosari**

«In ei prossimi cinque anni raddoppieremo a 30 miliardi le masse gestite in Italia e lo sviluppo avverrà grazie alla crescita organica, senza considerare quindi l'apporto di eventuali acquisizioni di grande dimensione». Un tema, puntualizza Pietro Giuliani, capo azienda e uno dei fondatori del gruppo Azimut, «di grande rilevanza e interesse per noi, che da tempo abbiamo dichiarato la volontà di crescere anche per linee esogene, ove restiamo alla ricerca di una grande opportunità purché economicamente compatibile».

► pagina 27



Pietro Giuliani

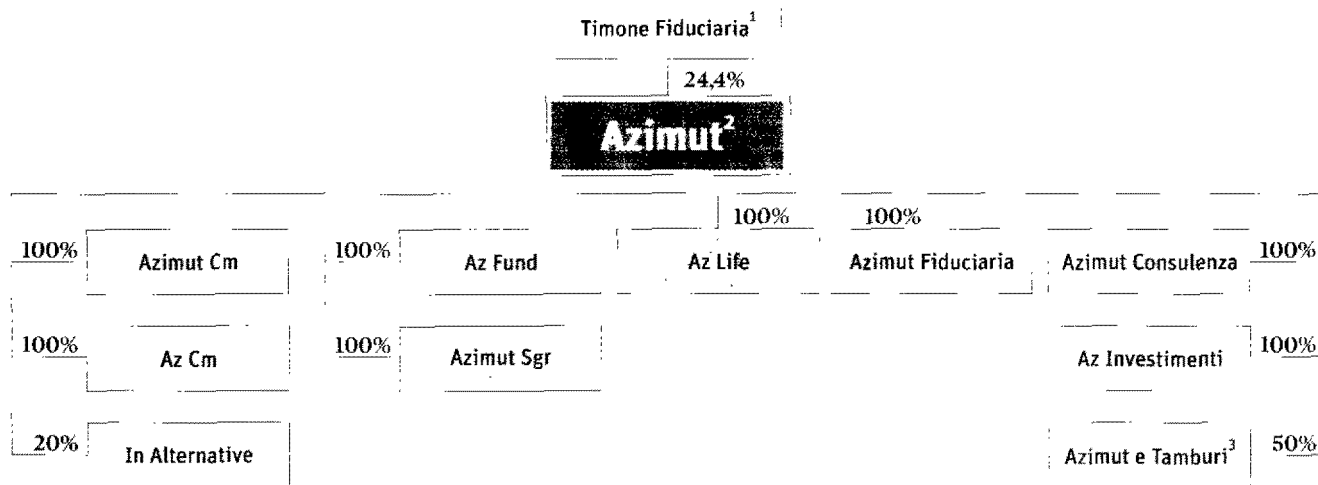
**Lettera all'investitore. Azimut stima nel 2013 un gestito a 30 mld. Utile 2008 tra 70 e 100 mln Pag.27**LETTERA ALL'INVESTITORE  
di Alberto Nosari

Giuliani: «Non ci sono motivi fondamentali che lascino intravedere una ulteriore debacle dei mercati»

«Potrebbe essere giunto il momento di ritornare a investire in modo mirato sull'azionario con orizzonte medio-lungo»

**Azimut, gestito a 30 miliardi nel 2013**

È l'obiettivo di crescita senza considerare le acquisizioni alle quali il gruppo sta lavorando



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

(1) La società rappresenta circa 900 azionisti (promotori finanziari, dipendenti, gestori manager e clienti organizzati), legati da un patto di sindacato di voto e di blocco che raggruppa complessivamente il 24,38% del capitale, con scadenza luglio 2010; (2) la società detiene in proprio il 7,312% del capitale; (3) in corso di costituzione  
Fonte: elaborazione Il Sole 24 Ore-Analisi mercati finanziari

«**N**ei prossimi cinque anni raddoppieremo a 30 miliardi le masse gestite in Italia e lo sviluppo avverrà grazie alla crescita organica, senza considerare l'apporto di eventuali acquisizioni di grande dimensione». Un tema, puntualizza Pietro Giuliani, capo azienda e uno dei fondatori del gruppo, «di grande rilevanza e di grande interesse per noi, che da tempo abbiamo dichiarato la volontà di crescere anche per linee esogene».

Una strategia che, aggiunge Giuliani, «ci

ha permesso di realizzare una serie di operazioni di media-piccola dimensione, anche se restiamo alla ricerca di una grande opportunità purché economicamente compatibile». E in attesa di tale opzione, continua il capo azienda, «abbiamo predisposto i nostri target ripercorrendo quella strada che ci ha permesso di affermarci come uno fra gli attori del mercato finanziario in Italia, dove siamo la più grande realtà indipendente, e di raddoppiare a oltre 14 miliardi le masse gestite fra il 2003 e il 2007».



Un periodo di tempo nel corso del quale la raccolta netta è sempre stata positiva così come ha continuato a esserlo anche in questi difficili mesi del 2008. Un risultato, ricordano con orgoglio ad Azimut, conseguito grazie anche al successo nel reclutamento di quei promotori che negli ultimi sette anni sono più che raddoppiati passando dai 597 di fine 2000 ai 1.224 del 31 marzo 2008, 19 in più rispetto alla fine del 2007 a testimonianza della validità del modello di business messo a punto in questi anni.

Un modello centrato sulla richiamata indipendenza oltreché sulla partnership in quanto pressoché tutti i dipendenti sono azionisti con piani di fidelizzazione a lungo termine. Condizioni grazie alle quali, aggiungono, conseguire pure quella stabilità nella struttura operativa considerata essenziale per perseguire obiettivi di medio-lungo. «Un team coeso, che sa reagire con proattività agli eventi» come testimonia quella capacità di gestione che ha permesso al gruppo, negli ultimi 10 anni, «di garantire ai clienti una performance media annua netta pari al rendimento dei BoT più 1,7% mentre il mercato ha riscontrato nello stesso periodo un rendimento pari a quello dei BoT meno 1,5 per cento».

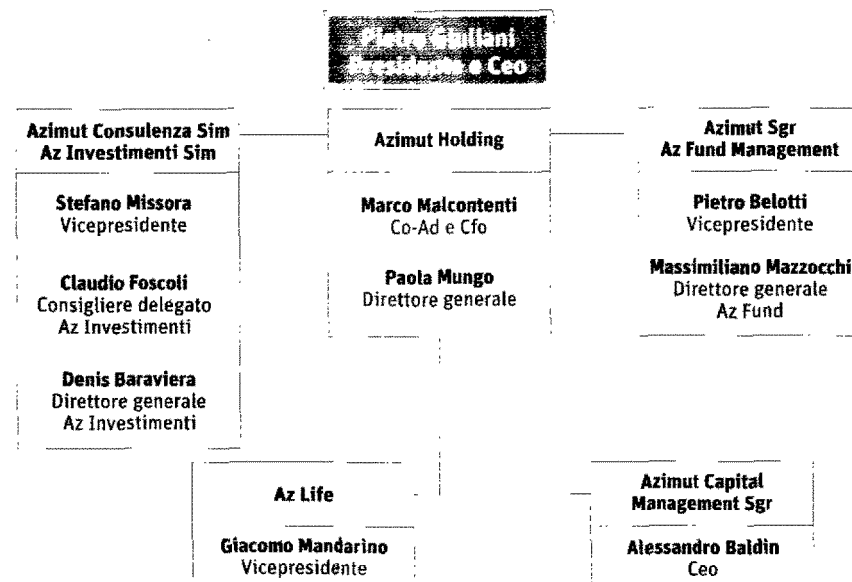
Risultati conseguiti grazie al combinato dispiegarsi delle due anime del modello: da un lato la gestione attiva, che ha ottenuto performance assolute positive grazie anche a un team di gestori affiatato oltreché preparato, e dall'altro la formula distributiva che assegna al financial partner il compito di costruire sui clienti un portafoglio personalizzato con un mix di prodotti poi gestiti dal team di gestione. Un modello pressoché unico poiché permette un confronto e un dialogo costante fra le due anime con risultati di grande soddisfazione per il cliente e quindi anche per il financial partner.

Struttura grazie alla quale conseguire il citato raddoppio delle masse pur scontando le difficoltà che il mercato sta vivendo e le incertezze sul prossimo futuro. Uno scenario che non crede in quell'inversione di breve che per i positivi si potrebbe realizzare dall'autunno salvo il peggiorare della congiuntura in Usa e un suo diffondersi su scala Europea.

Al quartier generale di Via Cusani a Milano mantengono comunque un certo ottimismo, anche perché, ricorda Giuliani, «non ci sono le ragioni "fondamentali" per lasciare intravedere una ulteriore debacle dei mercati, ma anzi potrebbe essere giunto il momento di ritornare a investire in modo mirato sull'azionario, in particolare per tutti coloro che hanno un'orizzonte temporale di medio-lungo termine».

Ottimismo sostenuto pure dal successo nei piani di reclutamento dei promotori oltreché della politica mirante ad aumentare il portafoglio medio, pari oggi a circa 120 mila euro, e rafforzare la quota del risparmio delle famiglie assegnato in gestione con un orientamento di medio-lungo.

Ma c'è pure altro in quanto risorse significative sono state indirizzate anche allo sviluppo dei team di gestione con l'immissione



ne di risorse nuove ubicate prioritariamente in Lussemburgo, dove ha sede la società di gestione che "cura" oltre il 65% delle masse mentre il resto è concentrato in Italia.

Struttura articolata in quattro team di gestione: il primo e più grande è quello tradizionale specializzato in fondi flessibili e bilanciati, c'è poi il team specializzato nella gestione quantitativa e un terzo focalizzato nei prodotti alternativi prevalentemente hedge fund; area nella quale Azimut detiene una quota del 40% del mercato italiano relativo ai fondi puri. Il quarto team è invece specializzato nei fondi di fondi di terzi e cioè multimanager.

Una struttura che recentemente si è arricchita di un altro team specializzato nell'utilizzo di strumenti derivati che «caratterizzeranno lo sviluppo dei nostri prodotti nei prossimi anni». Scelta strategica considerata essenziale proprio per valorizzare la loro funzione originaria e cioè «proteggere l'investimento in modo efficiente». Ed è anche per questo, e per evitare qualsivoglia tentazione degli operatori, che verrà potenziata anche la funzione di risk management.

Altre novità riguardano la messa a punto di nuovi "prodotti" quali gli hedge fund e i fondi dei fondi oltreché la partnership con In Alternative per la gestione dei fondi di fondi hedge scattata nel 2007 con buoni risultati pure sulla raccolta considerando che la soglia di accesso per tali prodotti è fissata in 500 mila euro. Sempre nei mesi scorsi è stata siglata l'intesa con Tamburi per la realizzazione di una partnership paritetica con la finalità di operare nel segmento top del private banker e cioè il cosiddetto family office; un business che si rivolge a chi può dare in gestione patrimoni superiori ai cinque milioni di euro.

Un altro fronte di grande attenzione è rappresentato dallo sviluppo internazionale con la finalità di creare un network di operatori indipendenti. Obiettivo ambizioso ma compatibile e al quale è già al lavoro un pool di persone a cui è stato demandato

#### LE PROIEZIONI AL 2008

Indicano un utile compreso tra i 70 e i 100 milioni perché lo scenario resta incerto, ma i danni dovrebbero essere limitati anche nella versione non favorevole



**Pietro Giuliani** è amministratore delegato



**Stefano Missora** è responsabile dell'area commerciale



**Marco Malcontenti** è al vertice dell'area finanza



**Paola Mungo** è direttore generale



**Pietro Belotti** è responsabile area operativa

il compito di avviare i contatti con operatori indipendenti attivi sui vari mercati, Cina inclusa. Un impegno rilevante che dovrà iniziare a dare il proprio contributo alla crescita dal 2014, quando la leva dello sviluppo passerà all'attività internazionale proprio perché la crescita sul mercato domestico sarà sostanzialmente completata avendo saturato le potenzialità oggi presenti. Iniziative i cui effetti si dispiegheranno nei prossimi anni, mentre il presente resta condizionato dall'andamento di un mercato che sino ad oggi è stato scarno di soddisfazioni come si evidenzia dai risultati del primo trimestre, chiusosi con un utile più che dimezzato a 13 milioni anche perché le commissioni di performance sono scese da oltre 16 a poco più di un milione mentre i costi sono cresciuti anche per lo sviluppo impresso al reclutamento dei promotori e al potenziamento dei gestori. Un trend che dovrebbe riproporsi nella sostanza anche nel secondo trimestre, facendo slittare alla seconda parte dell'esercizio le speranze di rilancio. Se la seconda parte dell'anno dovesse evidenziare un recupero importante dei mercati finanziari il conto economico di Azimut potrebbe chiudersi in linea con quello dello scorso anno e cioè con un utile intorno a 100 milioni, mentre se il trend dei mercati non si dovesse riprendere i risultati subiranno una flessione, che comunque dovrebbe restare contenuta poiché l'utile che non dovrebbe scendere sotto i 70 milioni.



#### Intermonte

« Confermiamo l'outperform perché il mercato sconta scenari troppo negativi e noi ci attendiamo un recupero nel medio

#### Cheuvreux

« Ribadiamo il buy e resta nella lista dei titoli preferiti perché saprà recuperare la redditività mentre la raccolta resta positiva

#### Banca Imi

« Manteniamo l'hold perché la congiuntura resta difficile come testimoniano pure i risultati del primo trimestre

#### Banca Leonardo

« Rilanciamo il buy perché i prezzi scontano scenari catastrofici, ma noi siamo convinti che saprà superare questa fase

#### Deutsche Bank

« Confermiamo l'hold perché lo scenario resta negativo, ma il gruppo è riuscito a salvaguardare una raccolta netta positiva

#### Mediobanca

« Manteniamo l'outperform perché il mercato è troppo negativo, mentre noi crediamo nel recupero di medio termine

#### Euromobiliare

« Rilanciamo il buy perché soffrirà nel breve ma ci attendiamo un recupero nel medio anche per la redditività

## Cosa non va

# La congiuntura, dominus assoluto

**L**e speranze sulla prosecuzione del recupero innestatosi alla fine di marzo sono state rapidamente annichilite e i mercati finanziari hanno innestato una brusca retromarcia imprimendo ad Azimut una perdita secca di oltre il 20% in poche settimane. Trend appesantitosi nei giorni scorsi anche perché il titolo della società milanese si conferma sovraesposta all'andamento dei mercati finanziari.

Penalizzazione considerata eccessiva dalla grande maggioranza degli analisti proprio perché il mercato «sconta uno scenario eccessivamente negativo o forse persino catastrofico».

«E se è indiscutibilmente vero che «il trend dei mercati finanziari lascia poche speranze a chi si auspica rapide e solide inversioni di tendenza», come ricorda il fronte dei cauti, è altrettanto vero che, rilanciano i positivi, «la penalizzazione inferta ad Azimut è eccessiva considerando la validità del modello di business messo a punto dal gruppo».

Un modello che, aggiungono, ha sempre garantito una raccolta netta positiva, grazie anche al successo del reclutamento di nuovi promotori, e un'evoluzione delle commissioni soddisfacenti proprio perché il gruppo è riuscito a mantenere nel tempo performance d'eccellenza per i propri clienti (vedere servizi in pagina).

Ma tutto ciò, aggiungono i positivi, «non ha nessuna presa sugli investitori, che in una fase di difficoltà come quella attuale prediligono le vendite agli acquisti, provocando ulteriori flessioni». E se lo scenario attuale dovesse riproporsi anche nel secondo semestre il 2008 potrebbe confermarsi come uno degli anni più difficili per l'intero comparto, anche se al quartier generale di via Cusani a Milano permane una certa fiducia e confidano di chiudere l'esercizio con un utile compreso fra i 70 e i 100 milioni.

La scena resta quindi saldamente occupata dalle aspettative e dalle analisi sulla congiuntura, facendo arretrare in secondo piano qualsivoglia altro tema, sia esso fondamentale o speculativo.

## Gruppo Azimut

Dati consolidati. Valori in migliaia di euro

|  | 31/12/07         | 31/12/06         |
|--|------------------|------------------|
| <b>Stato patrimoniale</b>                        |                  |                  |
| <b>ATTIVO</b>                                    |                  |                  |
| Cassa e disponibilità                            | 28               | 53               |
| Attività finanz. a fair value                    | 1.077.278        | 1.102.309        |
| Attività finanz. disponibili per la vendita      | 10.748           | 15.677           |
| Crediti  | 126.969          | 145.617          |
| Partecipazioni                                   | 1.675            | 1.602            |
| Attiv. materiali                                 | 2.216            | 2.288            |
| Att. immater.                                    | 318.151          | 318.683          |
| Attività fiscali                                 | 51.160           | 44.608           |
| Altre attività                                   | 53.310           | 36.842           |
| Attività non corr. e gruppi di att. in dism.     | 1.688            | -                |
| <b>Totale attivo</b>                             | <b>1.643.223</b> | <b>1.667.679</b> |
| <b>PASSIVO</b>                                   |                  |                  |
| Debiti   | 25.422           | 43.297           |
| Titoli in circol.                                | 95.402           | 96.510           |
| Riserve tecn. con rischio a carico assicur.      | 749.575          | 804.068          |
| Altre riserve tecniche                           | 350              | 216              |
| Passività fin. a fair value                      | 327.096          | 298.129          |
| Altre passività                                  | 99.864           | 123.043          |
| Fondi per rischi e oneri                         | 19.443           | 17.074           |
| Patrim. netto complessivo                        | 324.858          | 285.342          |
| Pass. associate ad att. in dism.                 | 1.213            | -                |
| <b>Totale passivo</b>                            | <b>1.643.223</b> | <b>1.667.679</b> |
| <b>Conto economico riclassificato</b>            |                  |                  |
| Totale ricavi                                    | 347.545          | 327.858          |
| di cui comm. gestione fisse                      | 235.132          | 199.894          |
| di cui comm. gestione var.                       | 72.412           | 89.723           |
| Totale costi                                     | 213.337          | 198.123          |
| di cui costi di acquisiz.                        | 151.814          | 139.259          |
| Reddito oper.                                    | 134.208          | 129.735          |
| Interessi pass.                                  | 4.443            | 6.219            |
| Utile (perdita) lordo                            | 135.116          | 127.587          |
| Imposte  | 28.613           | 42.360           |
| Utile (perdita) netta                            | 106.503          | 85.227           |
| Utile di terzi                                   | 1.760            | 859              |
| Utile (perdita) di gruppo                        | 104.743          | 84.367           |
| <b>Altri dati</b>                                |                  |                  |
| Pos. fin. netta                                  | 18.368           | 39.950           |
| Raccolta netta risp. gestito                     | 1.489.000        | 1.628.000        |
| Patrim. netto risp. gestito                      | 14.897.000       | 13.281.000       |
| <b>Indici di bilancio (%)</b>                    |                  |                  |
| Roe  | 32,24            | 29,57            |
| Pos. fin. netta/ totale attivo                   | 1,12             | 2,40             |
| Pos. fin. netta/ patrim. netto                   | 5,65             | 14,00            |
| <b>Dati per azione e multipli di mercato (€)</b> |                  |                  |
| Utile  | 0,721            | 0,583            |
| Patrim. netto                                    | 2,244            | 1,958            |
| Dividendo (1)                                    | 0,150            | 0,200            |
| Capitalizz. totale (mln €)                       | 1,281            | 1,470            |
| Quotazione                                       | 8,824            | 10,152           |
| P/Pn   | 3,93             | 5,19             |

(1) Di cui 0,05 € e 0,1 € straordinario rispettivamente nel 2007 e 2006

Fonte: elaborazione Il Sole 24 Ore - Amf

Gli analisti. Opinioni a confronto

# Un crollo del 60% in poco più di 11 mesi

**A**zimut perde oltre il 20% in poco più di un mese e brucia il recupero scattato dopo il minimo di 5,77 euro del 20 marzo scivolando al nuovo minimo di 5,5 euro; un valore inferiore di quasi il 40% rispetto agli 8,95 euro del 2 gennaio 2008 e al di sotto del 60% rispetto al massimo di 13,86 euro del 5 luglio 2007.

Una vetta raggiunta al termine della grande corsa scattata all'inizio dell'estate, quando i prezzi erano scivolati sino a poco più di 7 euro, e protrattasi sino al massimo del 5 luglio come sopra indicato. Una corsa condivisa con il settore, così come è stata condivisa con il settore anche la brusca contrazione che ha caratterizzato il titolo dal luglio 2007 a oggi, salvo una serie di tentativi di riscatto poi vanificatisi. Il tutto all'interno di una volatilità decisamente elevata come è stato evidenziato anche nei giorni scorsi.

Una volatilità, aggiungono gli analisti, determinata «dall'elevata esposizione all'andamento dei mercati finanziari». Un'esposizione che troppo spesso, puntualizzano i positivi, «non tengono in dovuto conto la forza dei fondamentali di un gruppo che ha presentato anche nei momenti più difficili una raccolta netta positiva e risultati reddituali soddisfacenti». Il buy con target a 10,7 euro è così riproposto da Banca Akros perché «conferma la capacità di salvaguardare le masse gestite e una raccolta netta positiva, mentre restiamo fiduciosi in un recupero delle performance evidenziate nei primi mesi del 2008».

Il buy è riproposto pure da Merrill Lynch e da Landsbanki Kepler anche perché «continua la crescita della rete dei promotori ed è confermata la capacità di non registrare outflow anche in un anno molto difficile per i mercati come il 2008». I giudizi positivi sono sostenuti anche dalle aspettative sulla crescita esogena perché «riteniamo che Azimut sarà uno dei protagonisti dell'atteso consolidamento del settore».

Giudizi positivi accompagnati dal rating *outperform* giungono anche da Crédit Suisse e Intermonte, che conferma l'*outperform* con target a 9 euro perché «il mercato sconta scenari troppo negativi, mentre noi ci attendiamo un recupero nel medio termine in quanto il modello di business resta valido e dovrebbe attrarre nuovi promotori considerando la capacità di un management coinvolto sui risultati aziendali». Considerazioni riproposte da Mediobanca, che rilancia l'*outperform* con target a 9,6 euro anche perché «è stata eccessivamente penalizzata da un mercato che ha una visione troppo negativo, mentre noi crediamo che nel medio possa recuperare».

Il buy secco giunge da Cheuvreux, dove conservano Azimut nella lista dei titoli preferiti, e da Banca Leonardo, i cui analisti ricordano che il titolo sconta «uno scenario catastrofico, ma noi siamo convinti che saprà superare questa fase, mentre la struttura delle

commissioni è tale da poter garantire performance anche in fasi contrastate e la raccolta netta dovrebbe confermarsi positiva grazie all'apporto dei nuovi promotori». Il buy con target a 10 euro è riproposto pure da Euromobiliare perché «continuerà a soffrire nel breve, ma noi ci attendiamo un recupero nel medio perché la raccolta netta resta positiva e le performance dovrebbero riprendere quota». Giudizi sostenuti pure dalle attese sul fronte delle aggregazioni poiché Azimut, concludono, «è la meglio posizionata per beneficiare dell'atteso consolidamento».

Sul fronte dei cauti si collocano invece Banca Imi e Deutsche Bank, che rilancia l'*hold* perché «la redditività risente della contrazione delle performance fee e lo scenario consiglia di attendere momenti migliori anche se il modello di business ha permesso di salvaguardare le masse con una raccolta netta positiva».

## Analisi tecnica

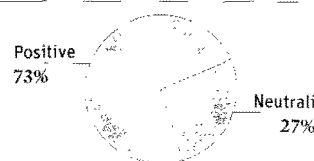
Andamento del titolo a Milano



Si sta indebolendo il quadro grafico di Azimut. La discesa dei prezzi sotto i 5,70 € ha negato la possibilità che su tali livelli potesse prendere forma un doppio minimo e svilupparsi un rimbalzo credibile. Il ribasso partito dai top della scorsa estate trova ora nuova linfa e proietta obiettivi a 4,60 e poi a 4 €. Un rimbalzo dai livelli attuali potrebbe allentare le tensioni ribassiste ma solo con il superamento di quota 6,90 i prezzi potranno puntare a target più ambiziosi a 7,50 e a 9 €.

A cura di FTA Online

## Raccomandazioni



## Le stime di consenso degli analisti

|                            |      | Min.  | Medio | Max   |
|----------------------------|------|-------|-------|-------|
| Utile ante imposte (mln €) | 2008 | 84,5  | 110,4 | 125,0 |
|                            | 2009 | 117,0 | 136,7 | 167,9 |
| Utile per azione (€)       | 2008 | 0,48  | 0,61  | 0,70  |
|                            | 2009 | 0,68  | 0,79  | 1,02  |
| Dividendo (€)              | 2008 | 0,14  | 0,19  | 0,30  |
|                            | 2009 | 0,15  | 0,25  | 0,50  |
| P/e*                       | 2008 | 13,15 | 10,35 | 9,02  |
|                            | 2009 | 9,28  | 7,99  | 6,19  |
| Target price (€)           | 2008 | 7,5   | 10,0  | 13,3  |

\*Prezzo al 6/6/2008

Fonte: consensus Factset