

LETTERA ALL'INVESTITORE
di **Alberto Nosari**

Allo studio joint venture per aggredire private e family office
Nei prossimi mesi potrebbero scattare anche le opzioni estere

La scelta dei fondi in Lussemburgo e in Irlanda oltre ai nuovi
hedge fund è funzionale anche alla strategia internazionale

Azimut, verso i 16 miliardi il gestito 2007

Utile prossimo ai 90 milioni se sarà confermata l'ipotesi di crescita dei listini fra il 10% e il 15%

Azimut chiude il 2006 con risultati al di sopra delle più rosee previsioni e il trend, ricordano al quartier generale di Via Cusani a Milano, è confermato anche in questo primo scorcio del 2007 lasciando ben sperare sull'evoluzione di un gruppo che negli ultimi 10 anni ha conseguito una crescita media del 16,9% delle masse (Aum) grazie anche a una raccolta netta che è positiva in modo ininterrotto dall'ottobre del 2002 ed ha raggiunto 1,39 miliardi lo scorso anno. Un esercizio nel quale le masse amministrative (Aum) hanno raggiunto 13,28 miliardi con un progresso del 20%, di cui il 5% relativo alle performance e il 15% alla nuova raccolta. Un esercizio nel quale i ricavi dovrebbero migliorare di oltre il 30% collocandosi intorno ai 325 milioni mentre ancora più accentuato sarà lo sviluppo dell'utile, che dovrebbe aumentare di oltre il 60% e fissarsi intorno agli 80 milioni.



Pietro Giuliani
è presidente del gruppo



Stefano Missora, responsabile dell'area commerciale



Pietro Belotti, responsabile dell'area operativa



Marco Malcontenti è al vertice dell'area finanza

Risultati grazie ai quali il gruppo, ricorda con orgoglio ad Azimut, è ritornato per la prima volta a una posizione di cassa positiva dall'approdo in Borsa avvenuto il 7 luglio del 2004. Un periodo nel corso del quale la società ha ripagato 100 milioni di debiti e creato le condizioni per "estinguerne" pure i 100 milioni di obbligazioni convertibili; scelta attuabile ritardandole dal mercato oppure tramite un apposito buy back al servizio della conversione. Due opzioni alternative nella forma, ma simili nella sostanza poiché, oltretutto, evitano le possibili diluizioni. E se gli scenari di una crescita dei mercati indicati dagli osservatori per il 2007 fra il 10 e il 15% verranno confermati, Azimut dovrebbe portare le masse amministrative intorno ai 16 miliardi rispetto ai 13,3 del 2006, considerando che quasi un miliardo dovrebbe giungere dalle performance sul portafoglio in essere, stimabili in un 7% netto per il cliente, e oltre 1,5 dalla nuova raccolta, che statisticamente si è collocata al di sopra delle performance dei mercati. E se tutto ciò sarà confermato il conto economico dovrebbe chiudere con un utile di circa 90 milioni.

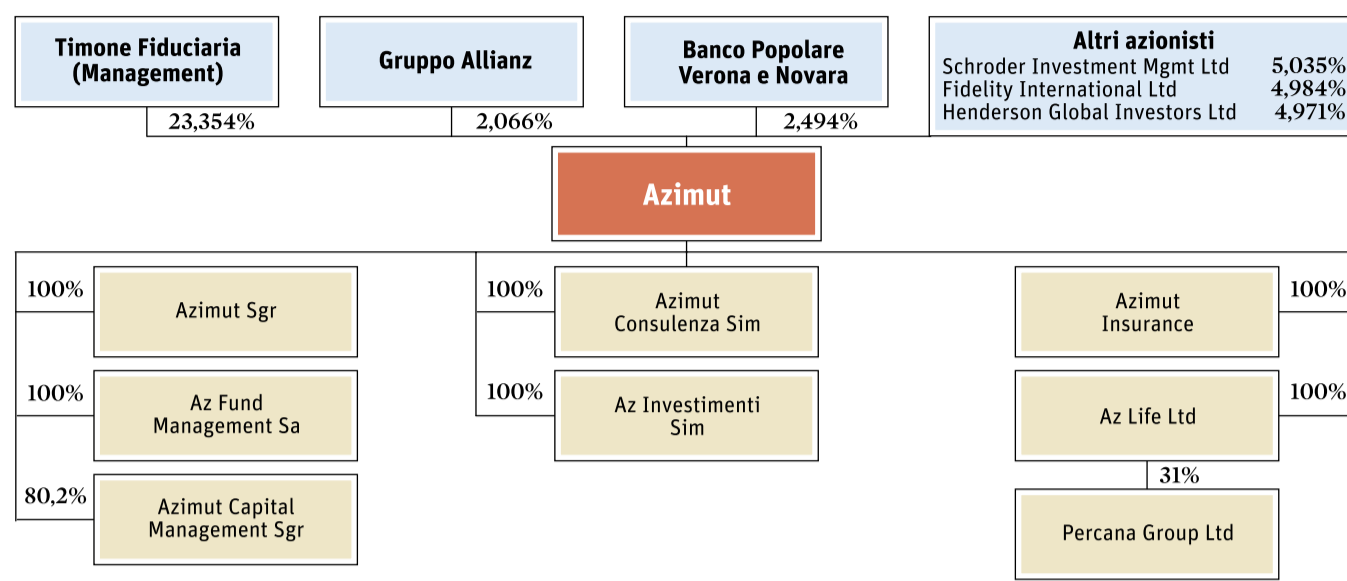
Risultati conseguibili grazie anche a quella capacità proattiva che caratterizza l'operato dello staff che affianca Pietro Giuliani alla guida dell'azienda. Caratteristiche, aggiungono con orgoglio ad Azimut, grazie alle quali il gruppo si colloca al vertice dei rendimenti forniti ai clienti, «il fulcro attorno a cui ruotano le nostre strategie» come sottolinea con forza il presidente Giuliani. Ed è anche per tutto ciò che il gruppo, puntualizza Giuliani, resta alla costante ricerca delle opzioni migliori per mettere a punto prodotti in grado di ottimizzare il rapporto rischi/rendimenti per il cliente e così facendo per l'azionista. Una ricerca che ha portato al lancio dei fondi hedge e al progressivo rafforzamento dei fondi flessibili, con contestuale contrazione della componente rappresentata dalla cassa e dai bond (oramai inferiore al 10% per i clienti retail). Nel tempo la società vuole rafforzare i bilanciati e assottigliare gli azionari puri.

Il tutto con la precisa finalità di aumentare le leve a disposizione dei gestori, che così potranno avere mani libere per ridurre velocemente la componente azionaria se e quando percepiranno l'approssimarsi dell'inversione del trend. Il tutto, ricorda, con un'unica finalità: «Salvaguardare il rendimento degli investimenti dei clienti, ottimizzandone i ritorni» facendo leva su un team di gestori che da anni viene selezionato e preparato per gestire quei fondi flessibili lanciati da Azimut nel 1993 con Azimut Trend; uno strumento che da allora, precisano con orgoglio, ha reso al cliente più del 10% medio annuo.

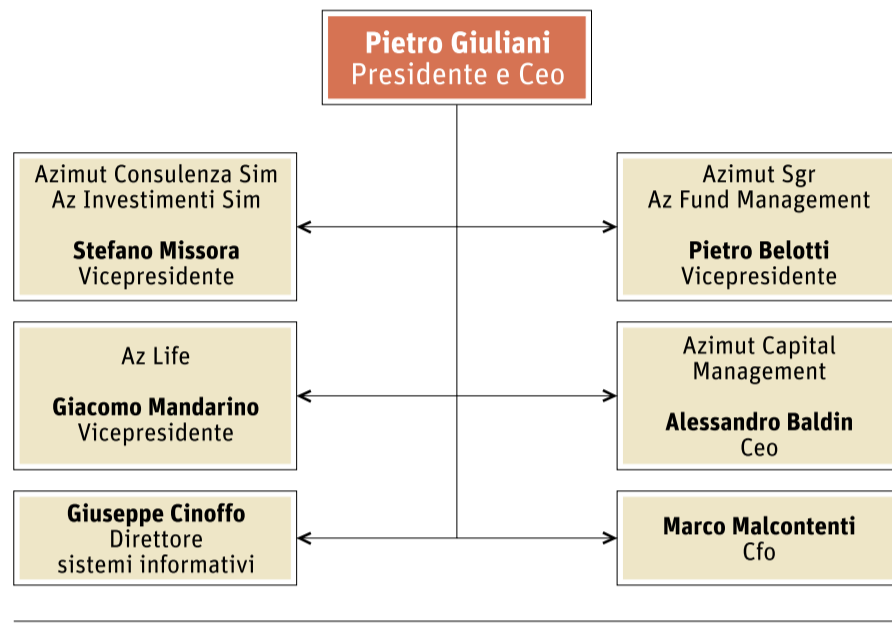
È doveroso ricordare che i fondi azionari sono vincolati a investire quasi tutte le loro disponibilità in azioni, mentre i bilanciati possono oscillare fra il 30 e il 70 per cento; percentuale che si espande da 0 a 100 per i flessibili; quelli dove il gestore può massimizzare la propria capacità di creare valore, applicando quella gestione attiva che è nel dna di Azimut come ribadisce con forza Giuliani, colui che ha dato un contributo determinante a quel successo basato proprio

LA CORSA DEI FLESSIBILI
Sarà accelerata, come lo sviluppo degli hedge, per aumentare la capacità di azione proattiva dei gestori, qualora si profili un'inversione del trend di Borsa

sulla capacità di gestione dei gestori. Un'area, quella dove il gestore può esercitare appieno il proprio ruolo proattivo, che già oggi supera abbondantemente il 60% delle masse gestite, ma che dovrebbe rafforzarsi ulteriormente considerando la dinamica della nuova produzione e le iniziative in atto. Il gruppo trasformerà entro il primo aprile tre fondi azionari in altrettanti fondi flessibili (Azimut America Trend, Azimut European Trend e Azimut Pacific Trend) ed entro luglio procederà alla fusione di sette fondi nei tre sopra indicati.



Le percentuali si riferiscono alle quote di partecipazione complessive (dirette più indirette) sull'intero capitale sociale. Fonte: elaborazione Il Sole-24 Ore, Analisi mercati finanziari



COSA NON VA

Dai temi fiscali al rischio mercato

Le dimensioni restano contenute e si affiancano a una sovraesposizione all'azionario, mentre la crescita dei fondi lussemburghesi aumenta i rischi di un intervento legislativo sui temi fiscali. Ci sono poi le componenti più prettamente borsistiche e più in particolare i timori di un'inversione di quel trend positivo che dura da quasi quattro anni. Temi su cui si sofferma l'attenzione di tutti gli operatori, anche se è doveroso ricordare che sino ad ora Azimut ha dimostrato di «saper reagire con proattività, anticipando l'evoluzione delle variabili chiave e conseguendo performance di vera eccellenza». Ed è anche per questo che la società milanese è considerata da quasi tutti gli analisti «una delle migliori del settore, grazie anche a un management team che ha garantito ai propri azionisti e ai propri clienti soddisfazioni da primato».

Ma nonostante ciò restano aperte alcune sfide, come quella inerente all'integrazione e sviluppo di AZ Investimenti, la società di distribuzione rilevata negli scorsi anni dalla Banca Popolare di Verona. Una realtà che dovrebbe trasformarsi nel braccio operativo del gruppo per sviluppare il modello multibrand, ma che, almeno sino ad ora, marcia a rilento accumulando sensibili ritardi sulla tabella di marcia.

Ci sono poi quei temi dimensionali che già lo scorso anno erano stati posti al vertice delle priorità di un management che però non è ancora riuscito a fornire le soluzioni attese. Questo anche se è doveroso ricordare che una parte non trascurabile delle energie è stata assorbita dalla messa a punto delle nuove strategie e degli strumenti per attuarla, come quei fondi flessibili a cui è demandata la capacità di limitare l'impatto di eventuali scossoni sui mercati finanziari.

Scelta di grande valenza "industriale" ma non priva di rischi, anche perché una componente significativa dei nuovi strumenti ha sede in Lussemburgo e ciò potrebbe sollecitare l'intervento di un legislatore «alla ricerca di una maggiore equità fiscale».

Gli analisti. Opinioni a confronto

Prezzi ai massimi con «buy» all'unanimità

Azimut supera di slancio gli 11 euro e segna il nuovo massimo a 11,20 lasciando alle spalle la brusca flessione della scorsa primavera, quando in poche battute il titolo ha subito un crollo superiore al 20%, passando da oltre 10 euro a meno di otto euro.

Un ridimensionamento intervenuto dopo quasi 15 mesi di crescita pressoché ininterrotta, con i prezzi saliti dai 3,9 euro del 3 gennaio 2005 ai 10,77 euro del 20 marzo dello scorso anno.

Un balzo del 180% sostenuto dai fondamentali di un gruppo che, puntualizzano in coro gli analisti, «è riuscito a conseguire uno sviluppo delle masse superiore al mercato e raggiungere ottimi risultati reddituali grazie anche alla capacità di un management che ha sempre saputo reagire proattivamente, offrendo performance eccellenti ai propri clienti».

Ed è anche per tutto ciò che la quasi totalità degli analisti mantiene l'indicazione di acquisto, nonostante il titolo segni nuovi massimi e il mercato di riferimento evidenzia chiari sintomi di affaticamento. Il tutto pur in presenza di «quella doverosa cautela conseguente a quasi quattro anni di mercati in crescita». Incertezze che

però, aggiungono gli operatori, rendono ancora più apprezzabili le doti di un management che «dimostra la propria proattività, rafforzando sempre più il ruolo dei fondi flessibili e cioè quelli che possono reagire con maggiore prontezza alle fluttuazioni dei mercati».

Il buy giunge così da Goldman Sachs e Intermonte, dove ricordano che Azimut «continuerà a crescere sfruttando la debolezza degli operatori bancari e facendo leva sulla qualità della rete distributiva oltreché sulla strategia di innovazione di prodotto come testimoniano il ruolo assegnato ai fondi flessibili e agli hedge».

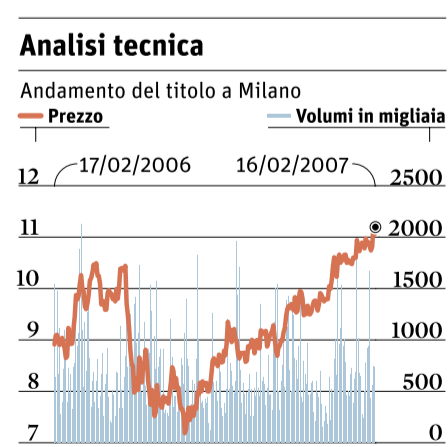
Considerazioni centrali pure per Banca Leonardo, che ha iniziato la copertura a metà gennaio con buy e target price a 12,5 euro perché «resta sottovalutata rispetto ai competitor, considerando le ottime prospettive di crescita grazie alla dimostrata capacità di aumentare le masse e la redditività».

Giudizi positivi accompagnati dal rating outperform giungono pure da Cazenove e Mediobanca, dove hanno recentemente alzato il target price perché «i risultati 2006 sono stati superiori alle attese e le proiezioni sul 2007 restano improntate al bello come evidenza anche la raccolta di

gennaio». Risultati, concludono, «conseguiti grazie alla forza della rete e alla capacità di predisporre nuovi prodotti nel rispetto di quella proattività che contraddistingue il management».

Il buy giunge pure da Euromobiliare, Ubm e Kepler, i cui analisti ricordano che Azimut «resta sottovalutata sui fondamentali perché crediamo che la raccolta netta da 1,5 miliardi sia sostenibile per i prossimi anni grazie anche allo sviluppo della rete Az Investimenti, mentre la redditività si avvantaggerà della crescita delle commissioni e dei benefici della progressiva crescita dei fondi lussemburghesi».

Lusinghiere anche le osservazioni di Cheuvreux, che conferma l'indicazione di acquisto con target price a 13 euro e mantiene Azimut nella lista dei titoli preferiti perché «è uno dei pochi operatori che non ha mai deluso i clienti, a cui sono state garantite performance da primato, nonostante i costi siano più alti di quelli dei competitor». Ed è proprio per questo che, concludono, «ci attendiamo un'ulteriore crescita delle masse oltreché dei margini, su cui incideranno pure i benefici fiscali connessi al trasferimento delle masse sui fondi lussemburghesi».



I prezzi di Azimut hanno oltrepassato i massimi di area 10,80, scongiurando la possibilità che potesse formarsi un doppio massimo su queste resistenze. È tuttavia necessario un ulteriore sforzo che prevede una nuova accelerazione che permetta di lasciarsi alle spalle anche gli ostacoli di quota 11. Oltre tali livelli obiettivi a 12 e poi 13 €, che potranno essere raggiunti nella prossima estate. Tali prospettive verranno compromesse con discese sotto 10 €, preludio a una correzione con obiettivi a 9,20.

A cura di FTAAOnline

I CONSIGLI DI...

Intermonte
Confermiamo il buy perché continuerà a crescere sfruttando la debolezza degli operatori bancari e facendo leva sulla qualità della rete distributiva oltreché sulla dimostrata validità della politica di innovazione dei prodotti.

Mediobanca
Manteniamo l'outperform dopo aver rivisto al rialzo i target perché i risultati 2006 sono stati superiori alle attese e le proiezioni sul 2007 restano improntate al bello, come evidenzia anche la raccolta di gennaio.

Ubm
Rilanciamo il buy perché i risultati 2006 sono stati superiori alle attese e le prospettive sul 2007 si confermano buone sia in termini di volumi, sia di redditività.

Cheuvreux
È il titolo preferito del comparto e manteniamo l'outperform perché è uno dei pochi operatori che non ha mai deluso i clienti, a cui sono garantite performance da primato, nonostante i costi siano più alti.

Euromobiliare
Confermiamo il buy perché presenta i multipli più interessanti ed ha saputo ridurre l'esposizione ai rischi mercato, merito anche alla scelta sui fondi flessibili.

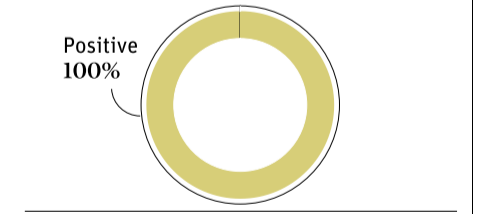
Gruppo Azimut

Dati consolidati. Valori in migliaia di euro

	30/6/06	30/6/05
Stato patrimoniale		
ATTIVO		
Cassa e disponibilità	77	11
Attività finanzia. a fair value	901.399	475.234
Att. fin. disponibili per la vendita	15.563	3.388
Crediti	98.179	70.111
Partecipazioni	1.650	1.100
Attività materiali	2.487	1.484
Attività immateriali	318.612	314.982
Attività fiscali	14.826	24.051
Altre attività	35.331	27.614
Totale attivo	1.388.124	917.975
PASSIVO		
Debiti	69.684	97.535
Titoli in circolazione	97.976	97.972
Riserve tecniche con rischio a carico assicurati	729.688	474.770
Altre riserve tecniche	277	17
Passività finanzia. a fair value	171.023	0
Altre passività	72.678	53.631
Fondi per rischi e oneri	16.025	13.199
Patrimonio netto complessivo	230.773	180.851
Totale passivo	1.388.124	917.975
Conto economico riclassificato		
Totale ricavi	146.222	109.803
di cui commiss. gestione fisse	87.933	64.714
di cui commiss. gestione variab.	40.983	32.820
Totale costi	98.444	73.754
di cui costi di acquisizione	71.004	53.019
Reddito operat.	47.778	36.049
Interessi passivi	3.373	3.228
Utile (perdita) lordo	47.126	32.573
Imposte	15.319	11.633
Utile (perdita) netta	31.807	20.940
Utile di terzi	298	0
Utile (perdita) di gruppo	31.509	20.940
Altri dati		
Posiz. fin. netta	-52.820	-121.072
Raccolta netta risparmio gestito	1.081.000	973.000
Patrimonio netto risparmio gestito	12.080.000	9.643.000
Indici di bilancio (%)		
Roe (1)	13,67	11,58
Pos. fin. netta/ totale attivo	-3,81	-13,19
Pos. fin. netta/ patrimonio netto	-22,89	-66,95
Dati per azione e multipli di mercato (€)		
Utile	0,218	0,145
Patrimonio netto	0,147	1,253
Capitalizzazione totale (mln euro)	1.181	741
Quotaz. az. ord.	8,177	5,135
P/Pn	55,60	4,10

(1) Dato non annualizzato
Fonte: el. Il Sole-24 Ore, Amf-Business Unit finanza

Raccomandazioni



Le stime di consenso degli analisti

		Min.	Medio	Max
Utile netto (mln €)	2007	77,5	92,4	100,8
	2008	92,8	109,6	122,6
Utile per azione	2007	0,54	0,64	0,71
	2008	0,64	0,75	0,80
Dividendo	2007	0,15	0,20	0,30
	2008	0,15	0,27	0,40
P/e *	2007	19,89	16,78	15,13
	2008	16,78	14,32	13,43
Target price	2007	12,2	12,5	13,0

* Prezzo al 13/2/2007
Fonte: Consensus Jcf