

Gruppo Vittoria

Dati consolidati, valori in migliaia di euro

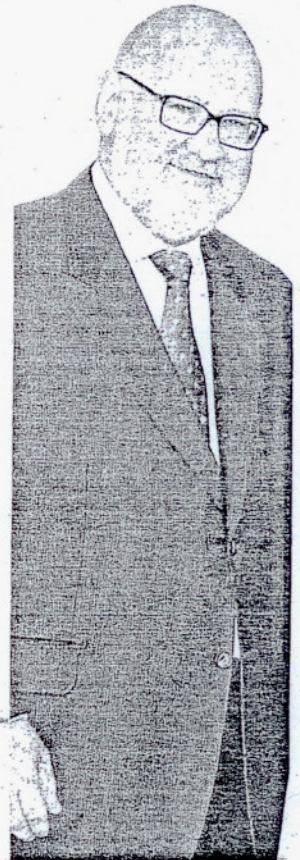
	30/06/2006	30/06/2005
Stato Patrimoniale		
ATTIVO		
Investimenti e disponibilità liquide	1.410.737	1.366.382
disponibilità liquide ed equivalenti	67.519	129.675
investimenti posseduti sino a scadenza	146.915	62.777
attività finanziarie disponibili per la vendita	1.017.796	995.547
attività finanziarie a fair value rilevato a c/e	122.349	132.995
investimenti immobiliari	—	—

partecipazioni in controllate, collegate e JV	43.157	25.697
finanziamenti e crediti	13.001	19.691
Attività materiali e immateriali	100.101	179.304
Altri elementi dell'attivo	43.306	45.890
Totale attivo	1.554.144	1.591.576
PASSIVO		
Riserve tecniche nette	1.144.710	1.071.996
Passività finanziarie	305.072	323.826
Accantonamenti e debiti netti	-143.703	-52.557
Altri elementi del passivo	28.273	44.445
Patrimonio netto gruppo	213.420	194.786
Patrimonio di terzi	6.372	9.080
Passivo totale	1.554.144	1.591.576
Conto Economico		
Premi netti	229.165	217.082

Oneri netti relativi ai sinistri	177.680	175.306
Reddito netto degli investimenti	22.099	23.936
Spese di gestione e interessi passivi	63.418	58.798
Altri proventi netti	7.865	32.616
Utile (perdita) netto di gruppo	20.652	24.641
Altri dati		
Dipendenti medi	465	442
Roe (%) (1)	9,68	12,65
Dati per azione e multipli di mercato (€)		
Utile	0,688	0,821
Patrimonio netto	7,114	6,493
Capitalizzazione totale (mln €)	324,7	248,7
Quotazione az. ord.	10,75	8,29
P / P.N.	1,511	1,277

(1) Dati non annualizzati

Fonte: elaborazione Il Sole-24 Ore, Analisi Mercati Finanziari



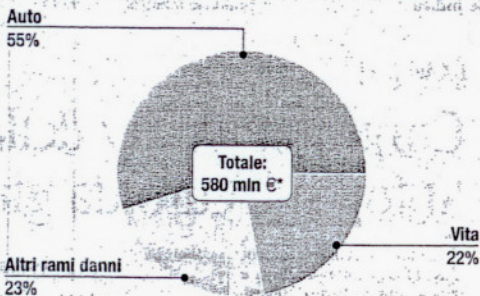
Roberto Guarena (a sinistra nella foto) è il capo azienda, mentre Carlo Acutis è vicepresidente e principale azionista

Vittoria, i premi 2006 a 580 milioni (+50%)

Il trend dovrebbe essere confermato anche nel 2007, ma le novità normative creano incertezza

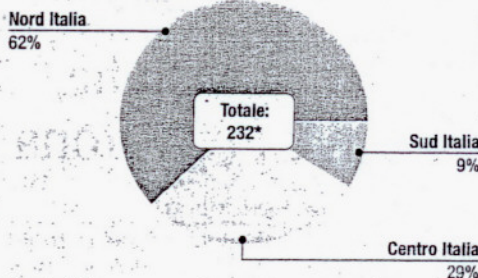
Spingere l'acceleratore sulla crescita organica e salvaguardare la redditività agendo sulle leve del business assicurativo oltreché sull'attività immobiliare, che darà contributi importanti anche nel prossimo futuro. Sono queste le linee guida a cui lavora lo staff che affianca Roberto Guarena al comando di Vittoria Assicurazioni; la compagnia controllata dalla famiglia Acutis. Un gruppo, ricordano gli analisti, «gestito con grande prudenza e una maniacale attenzione ai costi, pur senza lesinare le risorse alla crescita». E questo proprio perché, puntualizzano alla Vittoria, «la crescita avverrà nel rispetto della redditività, che è il vero driver dello sviluppo». E la strada maestra sarà la rete degli agenti, che dovrebbe salire dai 230 attuali ai 250 attesi nel 2008 per poi puntare a quota 300, di cui oltre il 60% nel Nord e quasi il 30% nel Centro Italia. Il tutto senza considerare le 290 sub-agenzie già attive sul territorio e i consulenti assicurativi. «Una vera scuola di agenti assicurativi» poiché, precisano alla Vittoria, «diventeranno veri e propri agenti dopo averli affiancati operando sui prodotti Vita e rami elementari». Una forza di 50 operatori, che oltretutto dovrebbe crescere in misura significativa, pur

Riparto portafoglio premi



*Stime fine 2006

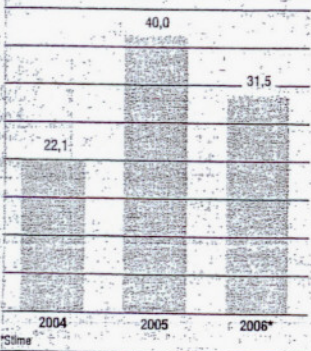
Agenzie per area geografica



*Stime fine 2006

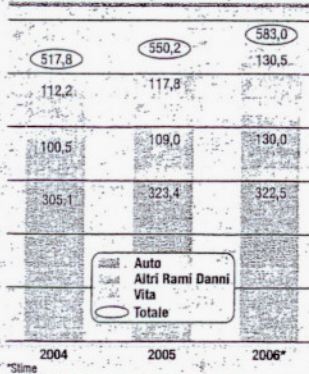
Utile netto consolidato

Dati in milioni di euro



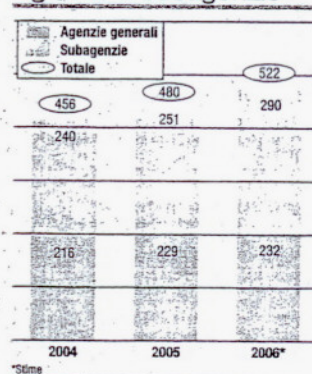
*Stime

Premi 2004, 2005, 2006



*Stime

Agenzie e subagenzie



*Stime

scontando un turnover elevato e il richiamato passaggio alla rete agenziale.

Rete considerata dagli operatori «fra le più fidelizzate ed efficienti» anche perché la compagnia «gli ha sempre riservato molta attenzione mettendola in grado di lavorare al meglio grazie anche ai supporti informatici» accanto alla

progressiva estensione dei cosiddetti «budget di agenzia» per salvaguardare la qualità del portafoglio. La redditività beneficia inoltre della cura con la quale viene mantenuta in efficienza la rete dei liquidatori costruita nel 1986 dai nuovi azionisti. Scelta grazie alla quale i giorni di liquidazione dei sinistri Cid sono scesi a 45 con-

tro una media di 52 del mercato. Vittoria, inoltre, liquida il 42% dei sinistri nei primi 25 giorni contro il 33% del richiamato mercato. E nel comparso Re Auto al di fuori dei sinistri Cid, Vittoria è scesa da 55 a 40 giorni, collocandosi fra i migliori. Considerazioni riproposte a livello di combined ratio, che per Vittoria si colloca

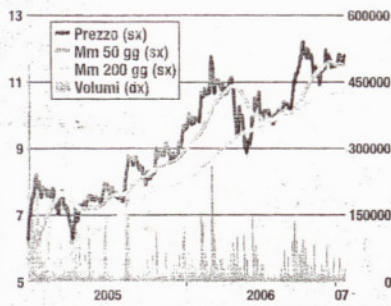
intorno al 98%, pur scontando la maggiore incidenza dei costi fissi e gli effetti della politica prudenziale che si traduce in circa due punti in più del settore poiché «scontiamo tutti i costi nell'anno, anche quelli immateriali e di sviluppo commerciale». Prudenza riproposta anche sul versante delle riserve e della gestione immo-

bilare. La compagnia ha inoltre costituito un pool di specialisti del settore ed è una delle poche che realizza da anni con successo anche il business dello sviluppo. Attività da cui sono attese altre soddisfazioni sia per la componente diretta sia per quella indiretta tramite la partecipazine di oltre il 20% nella francese Cogedim, considerata un vero gioiello. Da rilevare che il portafoglio immobiliare totale ha superato oggi i 260 milioni su un portafoglio investimenti totale di 1,37 miliardi (vedere grafici in pagina), mentre il capitale allocabile nella sola componente del Portello a Milano è stimabile complessivamente in 350 milioni e incorpora una plusvalenza potenziale superiore al 20% sulla base delle proiezioni al 2011, quando dovrebbe essere completata anche la componente residenziale che vedrà l'ingresso di partner operativi. Nel frattempo dovrebbero prendere corpo pure le altre operazioni a Genova, Livorno, Mantova, Parma, Peschiera Borromeo e Torino. Iniziative i cui effetti si dovrebbero completare nel prossimo lustro, ma presenti nei conti in esame. Il 2006 dovrebbe presentare una raccolta premi di 580 milioni (+5%) di cui il 55% nell'auto e il 22% nel Vita. Il combined dovrebbe invece peggiorare leggermente, pur restando prossimo al 98% mentre il conto economico dovrebbe chiudersi con un utile di quasi 32 milioni. Più articolate le proiezioni 2007 in quanto lo sviluppo dei premi dovrebbe riprodurre l'andamento del 2006, mentre le innovazioni in atto, fra le quali l'indennizzo diretto, non consentono previsioni attendibili sul versante reddituale anche a causa delle incognite ancora irrisolte.



Analisi tecnica

Andamento dei prezzi e volumi del titolo



Vittoria Assicurazioni ha trovato in area 13 un ostacolo che per due volte ne ha frenato la spinta rialzista. Il titolo mantiene un'impostazione interessante e si prepara a un nuovo attacco ai citati 13 €. Il superamento di tale scoglio permetterebbe di raggiungere target ambiziosi a 14,50 e fino a 16,00/16,50. Le prospettive di crescita verranno indebolite dal cedimento di quota 12. Sarà però necessaria la violazione di 11,50 per un ribasso verso i minimi (10,37 €). A cura di FTAOnline

La fotografia

Sintesi dei principali numeri della società

Società	Capitalizzazione al 23/1/07 (€/mln)	EPS 2006	P/E 2006	Consensus di mercato
Vittoria Assicurazioni	381	1,08	11,3	Hold

Nota: EPS = utile per azione; P/E = rapporto prezzo a fine anno su utile. Fonte: elaborazione Analisi Mercati Finanziari su dati di consensus JCF

«Non ci sono compagnie assicurative quotate in Italia comparabili con Vittoria Assicurazioni per dimensioni. Per l'esercizio appena concluso la società si è posta la priorità di conseguire l'utile tecnico. Il gruppo intende ridurre l'incidenza dei costi e cogliere opportunità

nell'area immobiliare. L'obiettivo sul Roe è confermato al 16% (in linea con il '04 anche se inferiore al 24,2% del '05, esercizio che comprendeva però maggiori proventi immobiliari). È previsto un aumento dei dividendi in linea con gli esercizi precedenti.

Il mercato

Metri quadri complessivi

Residenziale	Terziario	Totale
140.847	130.450	271.297
126.961	75.053	202.014
56.659	52.469	109.128
52.469	55.397	107.866
13.886	4.190	18.076
2004	2005	2006

Portafoglio immobiliare

Comprese quote di terzi (mln euro)

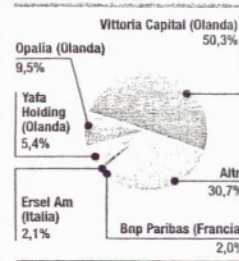
186,4	109,2	262,9
2004	2005	2006

Portafoglio investimenti

Dati in milioni di euro

1.164,8	1.261,0	1.369,9
2004	2005	2006*

Gli azionisti



In cerca di nuovi massimi

I PUNTI DI FORZA...

Portafoglio di qualità Business immobiliare

La qualità del portafoglio è mantenuta elevata grazie anche ad agenti affidabili, mentre i buoni risultati tecnici sono agevolati pure da una rete di liquidatori mantenuta a livelli di eccellenza, come di eccellenza sono i tempi di liquidazione dei sinistri. Il gruppo vanta inoltre di un'attività immobiliare pressoché unica e attiva con successo pure nello sviluppo con grandi successi. Il tutto, ricordano gli analisti, merito la cura con cui il management segue il business assicurativo e quello immobiliare, a cui lavora un apposito staff.

«Alta qualità del portafoglio. È considerata fra le migliori anche perché Vittoria può contare su una rete agenziale decisamente affidabile e sollecitata sui risultati economici oltreché fidelizzata.

«I risultati tecnici. Si collocano nella fascia alta del sistema, pur scontando circa due punti di "penalizzazione" poiché il gruppo spesa pienamente a conto economico tutti i costi, compresi quelli per lo sviluppo che potrebbero essere ripartiti su più esercizi. Un criterio prudenziale che rappresenta una delle caratteristiche storiche del gruppo.

«La velocità di liquidazione. È a livelli di vera eccellenza anche perché Vittoria ha sempre prestato molta attenzione alla rete dei liquidatori, dotandola anche di supporti avanzati come quelli che sono messi a disposizione delle agenzie, fra le prime a poter operare on line su tutta la filiera e quindi con la possibilità di stampare il contratto anche nella casa del cliente.

«Management e business immobiliare. Il vertice è considerato preparato, preciso e dedito allo sviluppo del gruppo, pur nel solco della prudenza come dimostra anche l'andamento del business immobiliare, ove la compagnia è fra le più attive e particolarmente attenta anche alla componente dello sviluppo, che continua a dare grande soddisfazioni economiche.

Vittoria Assicurazioni ha sovraperformato il settore e il Mibtel per oltre un triennio, ma tutto ciò, come puntualizzano gli analisti, «è sostenuto dai fondamentali di una compagnia che continua a presentare un'accorta gestione del business assicurativo accanto agli ottimi risultati nella gestione dell'attività immobiliare, che rappresenta uno dei punti di forza della compagnia».

Considerazioni più che lusinghiere, sulle quali giocano un ruolo determinante proprio le aspettative implicite nelle iniziative immobiliari in corso (vedere servizi in pagina). Scenario grazie al quale nessuno degli analisti che seguono il titolo consiglia di alleggerire le posizioni, anche se la sovraperformance ha rafforzato il fronte dei cauti. Gli apprezzamenti diventano poi granitici quando l'attenzione è posta sulla compagnia, considerata «un piccolo gioiello, ben gestito e con potenzialità inespresse».

Peccato però che, continuano, tali potenzialità «rischiano di restare inespresse ancora per molto tempo» anche perché «tali tematiche non compaiono al vertice delle priorità del management che guida la compagnia con grande cura e ottimi risultati». E riflessioni analoghe possono essere fatte pure sull'ottimizzazione della struttura patrimoniale, oltreché sulla politica dei dividendi e sulla liquidità, che resta contenuta come limitata è la visibilità, che

è migliorata ma resta lontana dagli standard anglosassoni, generando le lamentele degli operatori. E forse è anche per questo che il numero degli analisti che segue con puntualità e completezza il titolo resta un'esigua minoranza.

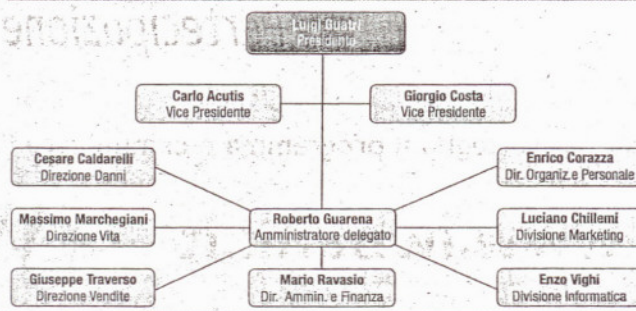
Nonostante ciò, come ricordato, i giudizi su società, strategie e management restano più che positivi anche se il fattore prezzo ha indotto a una maggiore cautela. L'hold è espresso da Euromobiliare poiché «è correttamente valutata sui fondamentali e prezzi superiori potrebbero essere giustificati solo da eventuali variazioni degli assetti di controllo». Il tutto, concludono, pur esprimendo «giudizi più che positivi su una società gestita in modo eccellente».

Considerazioni riproposte da Kepler, dove però ripropongono il buy perché «apprezziamo la buona profittabilità nei rami danni, che crescono a ritmi decisamente superiori a quelli del mercato, e l'ottima gestione degli investimenti immobiliari, che contribuiscono in misura significativa al risultato economico».

Sul fronte dei cauti, con rating hold, si pone Caboto perché «ha sovraperformato e raggiunto in nostri target». Questo anche se, concludono, «è una compagnia gestita in modo eccellente, come emerge anche dai risultati del business assicurativo oltreché dalla gestione dell'attività immobiliare».

I fondamentali sostengono le performance

Il vertice



...E QUELLI DI DEBOLEZZA

Dimensione ridotta con varie inefficienze

La struttura del capitale è considerata inefficiente e tale handicap è destinato a rafforzarsi anche perché la politica di gestione è improntata alla massima prudenza. Nel contempo la dimensione resta contenuta e l'incidenza dei costi fissi elevata, oltreché crescente, anche perché aumentano le incombenze a cui le compagnie devono adempiere. Vittoria resta inoltre debole sul Vita, la cui incidenza è vicina al 20 per cento, mentre sui temi borsistici è doveroso segnalare il flottante contenuto, e la bassa visibilità.

«Struttura del capitale. È considerata inefficiente dalla maggioranza degli operatori, che infatti lamentano la sostanziale assenza della leva. Uno scenario destinato a riprodursi nel tempo anche perché la politica prudenziale che storicamente caratterizza il gruppo e i suoi azionisti è applicata pure alla politica dei dividendi proprio perché viene privilegiato il rafforzamento patrimoniale.

«Dimensione e indicatori di redditività. Il tema delle economie di scala emerge con evidenza dai conti poiché la dimensione contenuta non permette di diluire l'incidenza dei costi "fissi", che oltretutto sono destinati a crescere poiché aumentano sempre più le incombenze a cui le compagnie devono assolvere, con conseguente aumento dei costi "fissi". E ciò si riflette anche sul loss ratio, appesantito quel combined che comunque, come ricordato, si colloca nella fascia alta del mercato.

«Bassa presenza nel Vita. L'incidenza del Vita resta poco superiore al 20% e quindi decisamente al di sotto dei principali operatori, ma ciò non sembra impensierire quel vertice privilegia i temi reddituali a quelli dimensionali.

«Performance, liquidità e visibilità. Il titolo ha sovraperformato e ciò ha indotto a una maggior cautela, anche perché la liquidità resta contenuta e le riconosciute potenzialità restano inespresse anche perché il tema della visibilità, seppur migliorata, non compare fra le priorità.