

**Indicazione d'acquisto**  
**HOLD**

**Target Price**

Azioni ordinarie DDM: 12,81 €  
Azioni ordinarie ERM: 12,94 €

Azioni risparmio DDM: 8,30 €  
Azioni risparmio ERM: 8,37 €

**Informazioni sul titolo**

Ultimo Prezzo: 13,87 Euro  
Titoli in circolazione:  
167,04 mln.  
Capitalizzazione:  
2.108,34 mln. €

**Performance**

1 m	3 m	6 m	12 m
2,14%	24,17%	55,84%	-19,92%

**Multipli**

P/U	P/PN	Yield%
24,12	0,72	5,05

**Pagella**

Redditività	★★
Crescita	★★★★
Rischio	★★★★

**Andamento dei prezzi**



**Profilo societario**

Il Gruppo Fondiaria Sai è composto da oltre 100 società, controllate e collegate, attive non solo nei settori assicurativo, finanziario, bancario, ma anche immobiliare, agricolo, sanitario, dell'assistenza e dei servizi. Il Gruppo è fortemente radicato nel tessuto industriale e finanziario del paese e partecipa al capitale dei principali gruppi italiani quotati. Il Gruppo opera nel settore assicurativo con due Compagnie quotate in borsa, la Capogruppo Fondiaria-Sai, attraverso le rispettive divisioni Sai e Fondiaria, e Milano Assicurazioni S.p.A., presente sul territorio con la propria rete di agenzie e attraverso gli Agenti delle divisioni Nuova Maa, La Previdente e Italia. Fanno parte del Gruppo Fondiaria Sai anche altre Compagnie, tra cui: Siat, specializzata nell'assicurazione Trasporti, Sasa e Sasa Vita, Liguria Assicurazioni e Liguria Vita, Systema Assicurazioni, la compagnia dedicata alla distribuzione di prodotti assicurativi retail attraverso gli sportelli bancari ed Europa Tutela Giudiziaria, specializzata nell'offerta di servizi di Tutela Legale. Con circa 3.500 Agenzie, in cui operano più di 1.500 Promotori Finanziari, il Gruppo Fondiaria Sai conta sul qualificato apporto professionale di una vasta rete distributiva, presente su tutto il territorio nazionale. Oltre ai canali distributivi tradizionali il Gruppo opera nel settore assicurativo anche attraverso canali diretti con la Compagnia Dialogo dedicata al phone-assurance con prodotti auto, malattia e infortuni. Il Gruppo Fondiaria Sai ha inoltre sviluppato accordi di bancassurance con importanti istituti di credito che operano con oltre 3.500 sportelli bancari.

**Dati Finanziari**

	2006	var %	2007	var %	2008
Premi emessi	9.649,84	19,18	11.501,07	-3,02	11.153,55
in % su totale ricavi	87,20		89,06		92,23
Utili da Investimenti	978,32	-9,83	882,17	-52,04	423,09
in % su totale ricavi	8,84		6,83		3,50
Altri ricavi	437,69	21,21	530,51	-2,53	517,10
in % su totale ricavi	3,96		4,11		4,28
Risultato Ante Imposte	908,88	-1,72	893,29	-80,47	174,49
in % su totale ricavi	8,21		6,92		1,44
Risultato Netto	481,20	5,35	506,97	-82,76	87,41
in % su totale ricavi	4,35		3,93		0,72
Patrimonio Netto	5.054,54	2,30	5.170,94	-24,68	3.894,81
Totale Impieghi	31.085,43	14,55	35.608,69	-9,06	32.382,80
ROE	11,89		11,99		2,33

**Commento ai dati di bilancio**

Nel periodo 2006-2008 i premi netti sono aumentati del 15,58% mentre l'utile da investimenti è passato da 978,32 a 423,09 milioni di Euro e gli Altri Ricavi sono cresciuti del 18,14% a 517,10 milioni di Euro. Il Risultato Lordo è calato del 80,80% a 174,49 milioni di Euro (con un aumento dell'incidenza dei oneri tecnici e spese generali di 6,77 punti) e l'utile netto si è ridotto del 81,84%. Gli indicatori di redditività vedono una diminuzione del

ROE di 9,56 punti al 2,33%.

Dal punto di vista patrimoniale si registra una crescita del leverage che passa da 6,15 a 8,31, risultato di un patrimonio netto di 3.894,81 e un totale impieghi di 32.382,80 milioni di Euro

## Ipotesi di valutazione

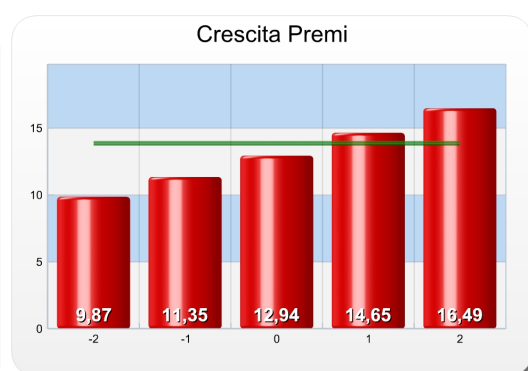
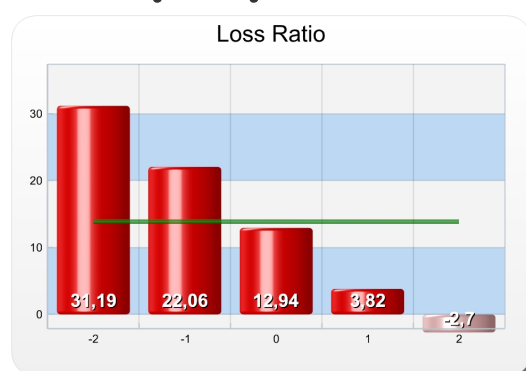
Per la valutazione di Fondiaria - Sai sono state formulate le seguenti ipotesi :

- crescita premi in aumento dal -3,00% al 2,00%
- redditività investimenti in crescita dal 2,00% al 2,50%
- loss ratio costante al 73,50%
- expense ratio costante al 24,00%
- tax rate in calo dal 44,00% al 38,00%

## Calcolo del valore

Crescita prevista (g)	2,00		
Totale Excess Return	-906,83	Totale dividendi scontati	906,71
Excess Return Residui	-1.044,37	Valore dividendi residui	1.022,05
Patrimonio Netto	3.894,81		
Valore Capitale Netto	1.943,61	Valore Capitale netto	1.928,76
Valore Cap. Competenza	1.871,77	Valore Cap. Competenza	1.857,47
Valore azioni priv./risp.	7,90	Valore azioni priv./risp.	7,90
Rettifiche	0,00	Rettifiche	0,00
Valore ai fini della valutazione	1.490,00	Valore ai fini della valutazione	1.475,70
Numero azioni emesse	124,48	Numero azioni emesse	124,48
Valore azione ordinaria	11,97	Valore azione ordinaria	11,85
Valore corretto ordinaria	12,94	Valore corretto ordinaria	12,81
Valore azione risparmio	7,96	Valore azione risparmio	7,90
Valore corretto risparmio	8,37	Valore corretto risparmio	8,30

## Sensitivity analysis



La sensitivity analysis evidenzia una variazione del valore dei titoli di -9,13 Euro per ogni punto percentuale di differenza del loss ratio e di 1,48 Euro per ogni punto percentuale di variazione della crescita premi.

Nell'intervallo preso in considerazione il valore varia tra 31,19 e -2,70 Euro, per il loss ratio, e tra 9,87 e 16,49 Euro, per la crescita premi, contro un prezzo corrente delle azioni di 13,87 Euro

## Dati prospettici

Anno di previsione	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Impieghi</b>						
Capitale di Funzionamento	5.208,17	5.105,14	5.268,68	5.376,00	5.485,55	5.595,03
Investimenti Netti	27.174,63	26.427,73	26.869,13	27.380,73	27.904,42	28.440,84
<b>Totale Impieghi</b>	<b>32.382,80</b>	<b>31.532,87</b>	<b>32.137,80</b>	<b>32.756,73</b>	<b>33.389,97</b>	<b>34.035,86</b>
<b>Fonti</b>						
Riserve Tecniche Nette	28.487,99	27.588,31	28.140,08	28.702,88	29.276,94	29.862,48
Patrimonio Netto	3.894,81	3.944,55	3.997,72	4.053,85	4.113,03	4.173,39
<b>Totale Fonti</b>	<b>32.382,80</b>	<b>31.532,87</b>	<b>32.137,80</b>	<b>32.756,73</b>	<b>33.389,97</b>	<b>34.035,86</b>
<b>Conto Economico</b>						
Premi	11.153,55	10.818,95	11.035,33	11.256,03	11.481,15	11.710,78
Altri Ricavi	517,10	496,42	516,27	531,76	547,71	558,67
Utili Investimenti	423,09	528,55	671,73	684,52	697,61	711,02
<b>Totale Ricavi</b>	<b>12.093,74</b>	<b>11.843,92</b>	<b>12.223,33</b>	<b>12.472,31</b>	<b>12.726,48</b>	<b>12.980,46</b>
Oneri Tecnici	8.965,05	8.705,28	8.984,14	9.167,15	9.353,96	9.540,64
Spese di gestione	2.954,20	2.842,54	2.933,60	2.993,35	3.054,35	3.115,31
<b>Risultato di Gestione</b>	<b>174,49</b>	<b>296,10</b>	<b>305,58</b>	<b>311,81</b>	<b>318,16</b>	<b>324,51</b>
Componenti Straordinari	-----	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Risultato al lordo delle imposte</b>	<b>174,49</b>	<b>296,10</b>	<b>305,58</b>	<b>311,81</b>	<b>318,16</b>	<b>324,51</b>
Imposte	83,73	130,28	128,34	124,72	120,90	123,31
<b>Utile di Esercizio</b>	<b>90,76</b>	<b>165,81</b>	<b>177,24</b>	<b>187,08</b>	<b>197,26</b>	<b>201,20</b>
* di cui utile di terzi	3,36	-----	-----	-----	-----	-----
<b>Utile netto</b>	<b>87,41</b>	<b>-----</b>	<b>-----</b>	<b>-----</b>	<b>-----</b>	<b>-----</b>
<b>Flussi di Cassa</b>						
Utile	90,76	165,81	177,24	187,08	197,26	201,20
Variazione Capitale Funzionamento	-----	-103,03	163,54	107,32	109,55	109,48
Variazione Riserve Tecniche	-----	-899,67	551,77	562,80	574,06	585,54
<b>Cash flow disponibile</b>	<b>-----</b>	<b>-630,83</b>	<b>565,47</b>	<b>642,57</b>	<b>661,76</b>	<b>677,26</b>
Dividendi	-----	116,07	124,07	130,96	138,08	140,84
<b>Flusso di cassa netto</b>	<b>-----</b>	<b>-746,90</b>	<b>441,40</b>	<b>511,61</b>	<b>523,68</b>	<b>536,42</b>
<b>Indici</b>						
ROE %	-----	4,26	4,49	4,68	4,87	4,89
Redditività investimenti %	-----	2,00	2,50	2,50	2,50	2,50
Loss ratio %	-----	73,50	73,50	73,50	73,50	73,50
Expense ratio %	-----	24,00	24,00	24,00	24,00	24,00
Tax rate %	-----	44,00	42,00	40,00	38,00	38,00
Crescita Premi	-----	-3,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Crescita Altri Ricavi	-----	-4,00	4,00	3,00	3,00	2,00
Reserve Ratio	-----	2,55	2,55	2,55	2,55	2,55
Rotazione Capitale Funzionamento	-----	2,32	2,32	2,32	2,32	2,32
Payout	-----	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00

## News sul Titolo

### Fondiaria Sai: utili 2008 in forte calo, le attese sui prossimi esercizi - 25/03/2009

Fondiaria Sai ha chiuso il bilancio al 31-12-2008 con premi netti in calo del 3% rispetto all'anno precedente a 11,2 miliardi di Euro, una diminuzione degli altri ricavi del 2,5% ed un sostanziale dimezzamento degli utili da investimenti a 423 milioni. Nel complesso i ricavi sono diminuiti del 6,4% e, a fronte di costi sostanzialmente invariati sul 2007, il risultato lordo si è ridotto del 80% e quello netto del 82,7%.

Dal punto di vista della redditività si registra una consistente flessione del Roe (return on equity) sceso di quasi 10 punti al 2,3%.

Il peggioramento dei conti 2008 è in gran parte dovuto alla crisi dei mercati finanziari (degli oltre 700 milioni di riduzione del risultato lordo ben 460 sono determinati da minori utili da investimenti) ed in misura minore al peggioramento dei conti tecnici (il combined ratio a livello consolidato è peggiorato di quasi 4 punti).

Visto il perdurare delle condizioni di incertezza nei mercati finanziari, anche per il 2009 prevediamo un limitato contributo della redditività degli investimenti che dovrebbe però migliorare di circa mezzo punto a quota 2% mentre dovrebbe essere negativa la crescita dei premi ed altri ricavi per tornare a salire dal 2010. Lutile è visto in miglioramento a 165 milioni di Euro nell'anno in corso e a 177 milioni nel 2010.

Riteniamo che Fondiaria Sai sia stata eccessivamente penalizzata negli ultimi mesi: anche formulando ipotesi molto prudenti, con una redditività inferiore al costo del capitale ed un tasso di crescita contenuto si ottengono valori maggiori dei prezzi correnti; il risultato della nostra valutazione è di 14,3 per le azioni ordinarie e 9,8 per le risparmio.

## Nota metodologica e Glossario dei termini utilizzati

Indicazione d'acquisto: l'indicazione d'acquisto è determinata sulla base del raffronto tra il valore per azione, calcolato con l'applicazione degli appositi metodi di valutazione, ed il prezzo di mercato; nel dettaglio si ottengono le seguenti indicazioni

STRONG BUY: quando il valore per azione supera di oltre il 40% il prezzo di mercato

BUY: quando il valore per azione supera il prezzo di mercato di una percentuale compresa tra il 15% e il 40%

HOLD: quando il valore per azione è compreso in un intervallo tra +15% e -15% rispetto al prezzo di mercato

REDUCE: quando il valore per azione è inferiore al prezzo di mercato di una percentuale compresa tra il 15% e il 40%

SELL: quando il valore per azione è inferiore di oltre il 40% rispetto al prezzo di mercato

Target price

Metodo Eva (Economic Value Added): metodo che calcola il valore dell'impresa sulla base della creazione (distruzione) di valore e sul calcolo di un opportuno Goodwill (Badwill) da applicare al patrimonio netto

Metodo DCF (Discounted Cash Flow): metodo che calcola il valore dell'impresa sulla base dei flussi di cassa scontati al costo medio ponderato del capitale

Metodo ERM (Excess Return): metodo che calcola il valore dell'impresa sulla base della capacità di generare utili in eccesso rispetto al costo del capitale (analogo dell'Eva per le aziende finanziarie)

Metodo DDM (Dividend Discount Model): metodo che calcola il valore dell'impresa sulla base dei dividendi attesi scontati al costo del capitale proprio

Multipli

P/U: rapporto tra prezzo (corrente) e utile per azione

P/PN: rapporto tra prezzo e patrimonio netto

Yield%: rendimento dei dividendi (rapporto percentuale tra ultimo dividendo distribuito e prezzo corrente)

Pagella: per ogni caratteristica è espresso un giudizio sintetico (sotto forma di stelle) che può andare da 1 (valutazione negativa) a 5 (valutazione positiva); i giudizi sono elaborati come segue

Redditività: calcolata sulla base del Roe (Return on Equity) medio negli ultimi 3 anni

Solidità: calcolata sulla base del rapporto tra indebitamento finanziario netto e patrimonio netto dell'ultimo anno

Crescita: calcolata sulla base della crescita media dei ricavi negli ultimi 3 anni

Rischio: calcolato sulla base del beta (rischio sistematico o non diversificabile) del titolo

## Calcolo del valore

Totale Cash Flow scontati: somma dei flussi di cassa scontati relativi al periodo di previsione esplicita

Crescita prevista (g): tasso di crescita previsto oltre il periodo di previsione esplicita

Valore residuo: valore ottenuto per mezzo della stima sintetica dei cash flow oltre il periodo di previsione esplicita

Totale EVA futuri: somma degli Eva scontati del periodo di previsione esplicita

Valore EVA residui: valore ottenuto per mezzo della stima sintetica degli Eva oltre il periodo di previsione esplicita

Totale Excess Return: somma degli Excess Return scontati del periodo di previsione esplicita

Excess Return Residui: valore ottenuto per mezzo della stima sintetica degli Excess Return oltre il periodo di previsione esplicita

Totale dividendi scontati: somma dei dividendi del periodo di previsione esplicita

Valore dividendi residui: valore ottenuto per mezzo della stima sintetica dei Dividendi oltre il periodo di previsione esplicita

Valore Capitale netto: valore dell'impresa (bancaria o assicurativa)

Valore impresa unlevered: valore al lordo dell'indebitamento

Indebitamento finanziario netto: somma algebrica di debiti finanziari (con segno +) e attività finanziarie (con segno -)

Valore totale: valore dell'impresa al netto dell'indebitamento

Valore capitale competenza: valore dell'impresa rettificato per eventuali quote di competenza di terzi

Rettifiche: ulteriori variazioni da apportare al valore per operazioni sul capitale o dividendi straordinari

Valore ai fini della valutazione: valore dell'impresa utilizzato per il calcolo del valore delle singole azioni

Numero azioni emesse: numero azioni componenti il capitale sociale

Valore azione ordinaria: risultato della divisione tra Valore ai fini della valutazione e Numero azioni emesse

Valore corretto ordinaria: Valore azione ordinaria portato alla data odierna e corretto per eventuali dividendi distribuiti nel periodo

Sensitivity analysis: la sensitivity analysis (analisi di sensitività) indica come varia il valore dell'impresa in funzione della variazione di uno dei parametri oggetto di valutazione e permette di identificare un range di valori su cui è lecito attendersi che possa situarsi il fair value dell'impresa analizzata invece di un singolo dato numerico.

## Disclaimer

Le presenti informazioni sono state redatte con la massima perizia possibile in ragione dello stato dell'arte delle conoscenze e delle tecnologie; la loro accuratezza e la loro affidabilità non sono comunque in alcun modo e forma fonte di responsabilità da parte di Evaluation.it né di alcuno. Tutte le informazioni pubblicate NON devono essere considerate un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di valori mobiliari, ma vogliono svolgere una funzione di supporto per l'investitore, che rimane totalmente responsabile delle proprie operazioni. Le informazioni fornite sono inoltre frutto di notizie ed opinioni che possono essere modificate in qualsiasi momento e senza alcun preavviso. In ogni caso Evaluation.it non si ritiene responsabile nei confronti di alcun utente o terze parti di eventuali danni diretti o indiretti dovuti ad un uso improprio delle informazioni fornite o da eventuali inesattezze o non completezza nelle informazioni e nei dati.