



BANCA FINNAT

EQUITY RESEARCH



INITIAL PUBLIC OFFERING



05.11.2013

UFFICIO RICERCA ED ANALISI

Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)

+39 06 69933.440

Tatjana Eifrig (AIAF)

+39 06 69933.413

E-mail : ufficio.studi@finnat.it

[Questa pagina è stata lasciata volutamente bianca]

NET INSURANCE

Anno al 31/12	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
Premi Netti (k €)	48417	40400	45200	49700	54650
Totale Ricavi (k €)	58657	48905	53600	59300	65050
Totale Oneri (k €)	(59670)	(49868)	(48568)	(49368)	(50248)
Pre Tax Profit (k €)	(1013)	(963)	5030	9930	14800
Net Profit (k €)	(731)	(862)	3270	6455	9620
EPS (€)	(0,12)	(0,14)	0,53	1,05	1,57
BVPS (€)	7,52	7,49	8,17	9,34	10,97
Roe	–	–	6,5	11,2	14,3
Sinistri/Premi (lordi)	105,1	107,2	95,9	88,9	82,5
Combined Ratio	118,4	116,5	103	95,3	88,3
Indice di Solvibilità	1,99	1,99	2,2	2,4	2,6

Fonte: Net Insurance; Stime: Banca Finnat

Una scommessa sul turn around del segmento

- Net Insurance rappresenta il primo player a livello nazionale, con una quota superiore al 30% in termini di numero di contratti stipulati, nell'offerta di coperture assicurative legate ai finanziamenti assistiti dalla Cessione del Quinto dello Stipendio/Pensione.
- L'intero mercato del Credito al Consumo ha sofferto un triennio difficile, sulla scia del netto deterioramento congiunturale che ha colpito il Paese ma già si riescono ad intravedere i prodromi di una ripresa del settore.
- Il percorso di crescita ipotizzato dal Gruppo, attraverso il continuo rafforzamento della leadership nella Cessione del Quinto, lo sviluppo delle sinergie industriali con il gruppo AXA, recentemente entrato nella compagine societaria, il potenziamento della rete di distribuzione, nonché l'ampliamento della gamma di prodotto, ci inducono a ritenere ampiamente plausibile, per il periodo 2014-2016, l'ipotesi di un importante *turn around* reddituale.

1. Il Mercato di Riferimento

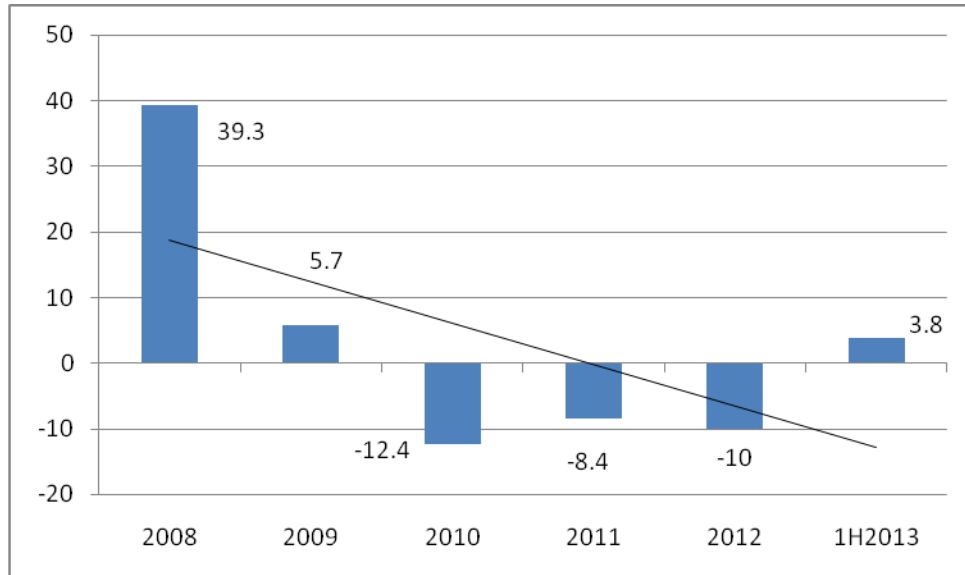
Il business della Società è significativamente influenzato dall'evoluzione del mercato della Cessione del Quinto dello Stipendio/Pensione - particolare segmento del mercato del Credito al Consumo - in quanto l'85% delle coperture assicurative offerte dal gruppo riguardano il rischio impiego (Ramo danni) e i rischi di premorienza (Ramo vita) assunti da banche e società finanziarie erogatrici di finanziamenti richiesti da lavoratori dipendenti (pubblici e privati) o pensionati attraverso la modalità tecnica della Cessione del Quinto dello Stipendio (C.Q.S/P) o della pensione. I finanziamenti con Cessione del Quinto dello Stipendio (C.Q.S/P) e/o pensione sono una forma di finanziamento personale, rientrante nel segmento del credito non finalizzato, offerto da Banche e Società di intermediazione finanziaria e destinata a lavoratori dipendenti / pensionati titolari di un reddito fisso e continuativo derivante da rapporti di lavoro subordinati e a tempo indeterminato. Il finanziamento, che può avere durata massima di 120 mesi, viene rimborsato ratealmente mediante trattenuta diretta sulla retribuzione ad opera del datore di lavoro. Da un punto di vista giuridico, trattasi quindi di una cessione automatica di quote dello stipendio o del salario fino ad un quinto dell'ammontare di tali emolumenti al netto delle ritenute di legge. La cessione si estende in maniera automatica, fino alla concorrenza del debito residuo, anche su quanto spetta al soggetto finanziato in seguito alla cessazione del rapporto di lavoro (tfr e trattamento pensionistico). Tale cessione costituisce una cessione pro solvendo del credito e, conseguentemente, il dipendente cedente garantisce il finanziatore cessionario in merito alla solvenza del datore di lavoro ceduto; pertanto, la liberazione del dipendente cedente è subordinata all'avvenuto integrale pagamento, a favore del finanziatore cessionario, da parte del debitore (datore di lavoro) ceduto. Caratteristica peculiare del contratto in oggetto è che in capo al soggetto finanziatore (cessionario) sussiste l'obbligo legislativo di stipulare apposita copertura assicurativa a garanzia del rischio di perdita del posto di lavoro (cd. rischio impiego) e di premorienza (cd. rischio vita) del lavoratore cedente. Tale copertura assicurativa garantisce il rimborso del debito residuo in caso di cessazione anticipata del rapporto di lavoro o in caso di premorienza del lavoratore.

La platea di soggetti potenzialmente interessati a questa forma di credito al consumo è costituita da circa tre milioni e 500 mila dipendenti pubblici, circa 14 milioni di dipendenti privati e ben 16 milioni di pensionati. Attraverso questa forma di finanziamento, si è inteso consentire, anche per finalità sociali, l'accesso al credito ad un vasto bacino di potenziali mutuatari portatori di un insufficiente merito creditizio in rapporto all'entità del finanziamento da richiedere.

L'evoluzione del mercato della Cessione del Quinto ha risentito, nel corso degli ultimi anni, del netto deterioramento congiunturale che ha colpito il nostro Paese in termini di riduzione del reddito nazionale e contrazione dei consumi. Così il mercato specifico della Cessione del Quinto ha subito una non indifferente contrazione, nei volumi erogati, del 12,4% nel 2010, dell' 8,4% nel 2011 e del 10% nel 2012 mentre la Raccolta Premi del Business Assicurativo legato alla Cessione del Quinto ha anch'essa subito un ridimensionamento di ben il 25% nel 2010, una ulteriore discesa del 13% nel 2011 ed una lieve ripresa del 3% nel 2012.

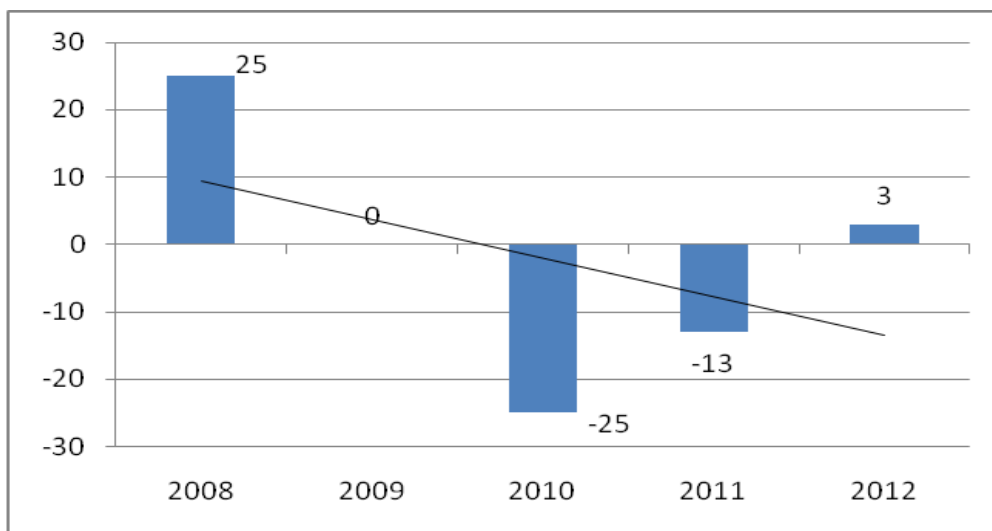
La raccolta premi di Net Insurance, legata al mercato della CQS/P, si è contratta del 29% nel 2010, del 16% nel 2011 ed è ulteriormente calata del 15% anche nel 2012 ma già nel corso del primo semestre 2013 ha fornito un primo segnale positivo di ripresa (+2,1%).

Tassi percentuali di crescita del mercato della Cessione del Quinto (per volumi erogati)

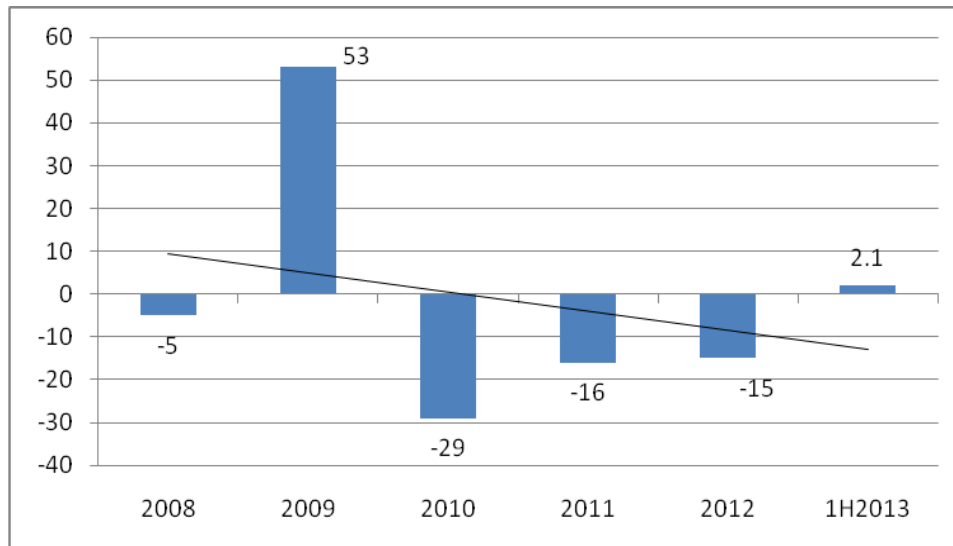


Fonte: Assofin

Tassi percentuali di crescita del Business Assicurativo (Raccolta Premi) legato alla CQS/P



Fonte: EMF Group

Tassi percentuali di crescita della Raccolta Premi di Net Insurance legata al mercato della CQS/P


Fonte: EMF Group

Questo segnale di ripresa si inserisce in un quadro di possibile inversione di tendenza per l'intero mercato della Cessione del Quinto che nei primi 6 mesi del 2013 ha registrato un incremento annuo prossimo al 4%, unico segmento del mercato del credito al consumo in evidente miglioramento. Significativo è anche apparso l'incremento del 7,3% nell'erogazione di finanziamenti assistiti dalla cessione del quinto che i primi cinque clienti del gruppo Net Insurance (Prestitalia, Compass, Unicredit, Agos/Ducato e IBL Banca) hanno registrato, sempre nel primo semestre 2013, rispetto all'analogo periodo dell'esercizio 2012. Le esigenze di soddisfacimento dei bisogni "primari", anche in un contesto ancora difficile per i redditi di molte categorie di lavoratori, potrebbero offrire al comparto buone potenzialità di ripresa/crescita, tenuto conto dell'ampia fascia potenziale di utenti, degli irrisori tassi di *default* che storicamente caratterizzano lo strumento ma anche della possibile migrazione, all'interno del settore del credito al consumo, verso prodotti "garantiti" quali la Cessione del Quinto. L'eventuale possibile ripresa anche del processo di cartolarizzazione dei crediti, ripresa che potrebbe risultare agevolata proprio dalla peculiarità di strumento "garantito" che il finanziamento assistito dalla cessione del quinto implicitamente incorpora, potrebbe finalmente liberare capitali per un incremento dei plafond erogabili. Il ritorno alla crescita nell'erogazione dei finanziamenti potrebbe, parimenti, determinare una ripresa del mercato assicurativo legato alla cessione del quinto.

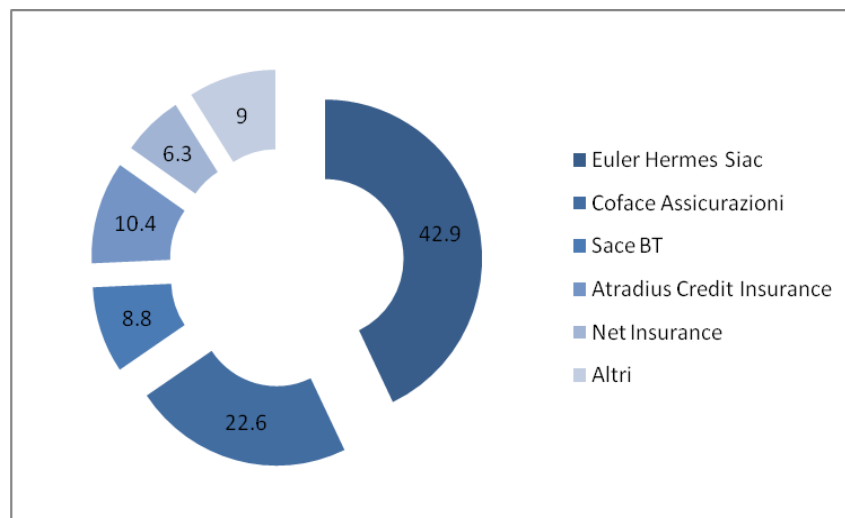
Dall'osservazione della struttura della forza lavoro in Italia, peraltro, si può dedurre come l'attuale negativa dinamica occupazionale, caratterizzata da un sempre più elevato tasso di disoccupazione che nel corso del 2013 ha raggiunto il 12,2% della forza lavoro, risulti prevalentemente determinata da un forte incremento delle persone in cerca di occupazione (inoccupati) e di concerto da una disoccupazione giovanile al 40,1%, piuttosto che dalla perdita del lavoro da parte dei lavoratori già occupati. Non viene, per il momento, ad essere interessata, ai fini di una eventuale aumentata sinistralità per la compagnia, quella categoria di lavoratori dipendenti "permanententi", più che altro pubblici (il 69% dei montanti assicurati fa riferimento a dipendenti pubblici), che costituiscono il "campione" finanziato dagli operatori bancari titolari delle coperture assicurative offerte dal gruppo.

Dati Istat sulla forza lavoro dal 2008 al 2012

	2008	2009	2010	2011	2012
Tasso di disoccupazione %	7,1	8,6	8,4	9,6	11,6
Occupati (x000)	23.349	22.922	22.871	22.953	22.805
Inoccupati (x000)	1.775	2.143	2.102	2.428	2.988
TotForza Lavoro (x000)	25.124	25.065	24.973	25.381	25.793
Peso% dipendenti Pubblici	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2
Peso% dipendenti Privati	81,8	81,8	81,8	81,8	81,8

Fonte: ISTAT

Net Insurance si classifica al 5° posto, in Italia, fra i primi cinque gruppi assicurativi operanti nel Ramo Credito (rischio impiego), con una quota del 7% dei premi lordi da questi contabilizzati nel 2012 mentre nel Ramo Vita, segmento ben più ampio e diversificato rispetto al Ramo Credito, si posiziona al 55° posto.

Percentuale dei Premi lordi contabilizzati sul Totale Ramo Credito 2012


Fonte: ANIA

Premi lordi contabilizzati dei primi cinque gruppi assicurativi operanti nel Ramo Credito

x000	2009	2010	2011	2012
Euler Hermes Siac	161,133	150,697	189,335	191,501
Coface	78,098	96,467	101,820	101,054
SACE BT	50,541	48,485	57,550	39,385
Atradius	49,337	41,068	43,210	46,484
Net Insurance	14,253	33,505	27,017	28,349
Totale Ramo	369,941	396,202	446,852	446,536

Fonte: ANIA

Premi lordi contabilizzati nel Ramo Credito

x000			
Garanzie assicurate	Anni	Premi lordi contabilizzati	% su Totale
Crediti			
Commerciali	2012	361,172	80.9
CQS	2012	47,066	10.5
Altre Garanzie	2012	38,298	8.6
Totale			
Garanzie	2012	446,536	100

Con riferimento al particolare segmento della Cessione del Quinto, gli stessi premi lordi contabilizzati nel 2012 da Net Insurance nel Ramo Credito, pari a 28,35 milioni di euro, hanno rappresentato il 60% dei premi stipulati dell'intero segmento.

Fonte: Net Insurance

Premi lordi contabilizzati di Net Insurance






x000	2010	2011	2012	Var%
Infortunati	296	236	246	4,2
Malattia	30	19	14	-26,3
Incendio	(222)	(121)	(114)	
Altri danni ai beni	1	2	2	
Credito	33,505	27,017	28,349	4,9
Perdite pecuniarie	(185)	(361)	(253)	
Cauzioni	70	95	107	12,6
Tutela giudiziaria	26	31	40	32,3
Assistenza	0	0	1	
Totale Danni	33,521	26,918	28,392	5,5
Totale Vita	64,686	53,994	39,846	-26,2
Totale Generale	98,207	80,912	68,238	-15,7

Rispetto al totale dei premi lordi contabilizzati nel 2012 da Net Insurance, i premi inerenti al Ramo Credito (tra i quali rientrano il Rischio Impiego nella Cessione del Quinto) sono risultati pari al 41,5% mentre i premi Vita hanno raggiunto il 58,4% del totale. Sul totale dei premi del Ramo Danni, la produzione del Ramo Credito (28,349 milioni) ha quindi pesato per il 99,85%. Riteniamo che nel corso dei prossimi anni risulterà fisiologico un progressivo ribilanciamento dei premi a favore degli Altri Rami Danni, con il raggiungimento di circa 20 milioni di premi per il comparto ed un peso fino al 32% nel 2016 ed una contestuale graduale riduzione del peso della produzione del Ramo Credito fino al 68% nel 2016 con circa 40 milioni di premi. Quanto alla proporzione tra Danni e Vita, al 2016 riteniamo che questa potrebbe raggiungere, sul totale della produzione, una quota del 54% per i Danni e al 46% per la componente Vita.

2. Attività e Strategie

Net Insurance S.p.a. è la capogruppo (nata 13 anni fa) di un gruppo assicurativo attivo nei *Rami Danni* e *Vita* attraverso due distinte compagnie: Net Insurance S.p.A. e Net Insurance Life S.p.A. (partecipata al 100%). Il gruppo risulta particolarmente specializzato nell'offerta, ad istituzioni finanziarie, di coperture assicurative (copertura dei rischi di perdita del reddito da parte del mutuatario e copertura del rischio di sua premorienza) legate ai finanziamenti assistiti dalla Cessione del Quinto dello stipendio e della pensione e rappresenta il primo player a livello nazionale con una quota di mercato costantemente superiore al 30% in termini di numero di contratti stipulati. La produzione di Net Insurance derivante da operatori di emanazione bancaria o da "società prodotto" di grandi gruppi è passata dal 58% del 2008 al 97% del primo semestre 2013, anche per effetto dell'estromissione dal mercato, da parte dell'autorità di vigilanza, di intermediari finanziari operanti con modalità non in linea con le istruzioni di vigilanza. I principali 5 clienti risultano operatori di emanazione bancaria che godono di una posizione di assoluta leadership nel mercato della Cessione del Quinto, ciascuno con una incidenza, sul totale dei contratti assicurativi stipulati da Net Insurance, non superiore al 12%.

TOP 5 CLIENTI NET INSURANCE 1H 2013

	% Portafoglio Net	Pos.	Mkt Share
 PRESTITALIA <small>Gruppo ILLIC Banca</small>	12%	7°	6,7%
 COMPASS <small>Gruppo ILLIC Banca</small>	11%	3°	9,0%
 UniCredit	11%	9°	4,8%
 Agos	8%	15°	2,2%
 DUCATO	8%	15°	2,2%
 IBL Banca	7%	2°	11,6%
	49%		

↑ Incidenza sul portafoglio Net Insurance ↓

Nel corso del 2013, inoltre, il portafoglio clienti del gruppo si è arricchito di nuovi operatori leader nel segmento quali IntesaSanPaolo (1°operatore per quota di mercato nel 1° semestre 2013), BNL (5° operatore per quota di mercato sempre nel 1° semestre 2013) e Prestinuova/Banca Popolare di Vicenza (14°operatore per quota di mercato). La copertura dei rischi di impiego (dimissioni, licenziamento, pre-pensionamento) è allocata al Ramo Credito ed è prestata da Net Insurance mentre la copertura del rischio di premorienza è allocata al Ramo Vita ed è prestata da Net Insurance Life. Per gli indennizzi corrisposti da Net Insurance nel Ramo Credito, peraltro, la compagnia subentra nei diritti e nelle azioni alla banca/finanziaria, erogatrice del finanziamento, nei confronti del mutuatario e/o di terzi. Net Insurance è, al tempo stesso, un gruppo verticalmente integrato in grado di presidiare l'intera filiera industriale attraverso società partecipate che si occupano, da un lato, dell'erogazione stessa di finanziamenti secondo la modalità della cessione del quinto – Dynamica Retail S.p.A. (39,9% del capitale) e Terfinance S.p.A. (10,8%) – e, dall'altro, della fornitura di servizi connessi alla gestione del credito al consumo – Techub S.p.A. (43,9%) e Zenith Service S.p.A. (7,1%). Una partecipazione del 15% nel capitale di Anthilia Holding S.r.l. – holding dedicata all'asset management – completa il perimetro delle partecipate. Il gruppo opera, prevalentemente, con una logica “*Business to Business*”, attraverso partnerships con banche e società di credito al consumo, in cui i soggetti erogatori dei finanziamenti personali e che hanno necessità di coprirsi dal rischio di insolvenza dei debitori ceduti, in caso di cessazione anticipata del rapporto di lavoro o in caso di premorienza del lavoratore cedente (mutuatario), risultano, quali contraenti di polizza, i beneficiari delle coperture assicurative ed, in ultima istanza, i percettori degli eventuali indennizzi. I rapporti sono intrattenuti con circa 40 istituti bancari/finanziari ma non mancano affiliazioni distributive anche con Società finanziarie e Società di intermediazione mobiliare attraverso le quali Net Insurance risulta in grado di integrare i servizi (prodotti) da questi offerti (carte di credito, mutui immobiliari, prestiti personali, cessioni del quinto, fondi di investimento, fondi pensione, leasing) con coperture assicurative standardizzate, per la persona e la famiglia, non abbinate a finanziamenti, altamente trasparenti e fortemente concorrenziali. L'utilizzo di tecnologie informatiche avanzate consente a Net Insurance di offrire prodotti assicurativi a basso costo di gestione, consentendo ai partners distributivi di rafforzare la fidelizzazione della propria clientela. Il know how di Net Insurance le consente di collaborare anche con aziende operanti in altri settori merceologici (ad esempio le reti di Franchising), affiancandole nel servizio alla clientela attraverso soluzioni assicurative convenienti e flessibili. Il gruppo opera anche con un approccio “*Business to Consumer*”, condividendo con agenti generali e brokers piani mirati per la distribuzione di prodotti innovativi caratterizzati da chiarezza e semplicità; nonché “*Business to Business to Consumer*” con il quale Net Insurance, attraverso i canali del web marketing e del direct marketing, offre i propri prodotti direttamente a gruppi di clienti retail che presentano caratteristiche comuni. Dal mese di giugno 2013 è operativa l'offerta on-line di prodotti vita (Temporanee caso morte) acquistabili attraverso il sito www.netforlife.it, con l'obiettivo di estendere l'offerta ad altri prodotti sia Vita che Danni.

Nel corso del tempo, alla offerta di polizze per la copertura delle operazioni di Cessione del Quinto, è stata affiancata l'offerta di altri prodotti, destinati, in particolare, alla clientela retail e rappresentati da Polizze Vita (Temporanee caso morte), Polizze infortuni, Polizze rischi agricoli, Polizze incendio e furto abitazione, Polizze multi garanzia per la famiglia, Polizze di tutela del locatore di immobili residenziali. L'offerta resta circoscritta a prodotti “small business” non essendo intenzione del gruppo, per il momento, sviluppare linee di prodotti per imprese o rischi industriali.

Circa il 45% dei Premi Lordi, in una logica di minimizzazione dei rischi, viene ceduto a primarie compagnie di Riassicurazione quali *Hannover Re*, *Gen Re*, *Munich Re* ed *AXA*, per i contratti a latere della Cessione del Quinto e *Swiss Re* per tutti gli altri rischi.

Allo sviluppo del catalogo prodotti si è associato un contestuale sviluppo di una rete commerciale *retail* (agenti e brokers) deputata all'offerta di prodotti a persone e famiglie; in tal senso, un processo di potenziamento di questa struttura distributiva risulta già in atto al fine del perseguimento dell'obiettivo strategico di una maggiore diversificazione dell'offerta. Tale diversificazione è resa possibile dalla licenza ad operare su rami quali Infortuni, Malattia, Incendio, Altri danni a beni, Responsabilità civile generale, Credito, Cauzioni, Perdite pecuniarie, Tutela legale, Assistenza e Ramo vita I.

Le opportunità commerciali, sia nel *core business* della cessione del quinto sia per le altre linee di prodotto, sono state nel tempo rafforzate non solo dall'ingresso nel capitale dell'emittente di soggetti istituzionali, con i quali erano già in corso rapporti commerciali, quanto dall'acquisizione, da parte di Net Insurance, di partecipazioni in società operanti in settori sinergici. Hanno così acquisito una partecipazione nel capitale dell'emittente soci istituzionali quali Swiss Re (2004), Unicredit SpA (2006), Ubi Banca (2007), Banca Monte dei Paschi di Siena e Banca Etruria (2011), Veneto Banca e Methorios Capital (2012), Banca Popolare di Bari ed AXA (2013). Relativamente a quest'ultima, è stato recentemente sottoscritto un accordo industriale che prevede, all'atto dell'ingresso della compagnia francese nell'azionariato di Net Insurance, la contestuale sottoscrizione di un trattato di riassicurazione per la cessione di una quota significativa del portafoglio premi del gruppo afferente la cessione del quinto. L'ingresso nel capitale di Net Insurance, da parte di soci istituzionali, ha così consentito al gruppo di sviluppare, con tali soggetti, stretti rapporti commerciali funzionali allo sviluppo del *core business* aziendale. Il medesimo obiettivo è stato perseguito anche attraverso una accorta politica di acquisizione di partecipazioni di minoranza, strategiche e sinergiche, da parte di Net Insurance, in Dynamica Retail S.p.A. e Terfinance S.p.A., entrambe attive nella cessione del quinto, nonché in Zenith Service S.p.A., società che gestisce, quale outsourcer di banche e società finanziarie, attività di contabilizzazione e gestione dei flussi di ammortamento di portafogli di finanziamenti e in Techub S.p.A., società informatica specializzata nella fornitura di prodotti e servizi a banche e società finanziarie.

L'operazione di quotazione sull'AIM Italia appare quindi funzionale non solo al consolidamento della propria presenza nel settore della Cessione del Quinto quanto allo sviluppo della distribuzione "retail" di propri prodotti assicurativi (attraverso una più capillare rete di Agenti e Brokers) e, soprattutto, alla realizzazione di investimenti partecipativi nel mondo bancario territoriale per un ulteriore sviluppo non solo del segmento, già presidiato, della Cessione del Quinto quanto, soprattutto, di un maggior coinvolgimento nell'offerta di un ampio spettro di prodotti di Bank-Assurance.

	Net Insurance			Net Insurance Life	
	2012	30/06/2013		2012	30/06/2013
Agenti	10	19	Agenti	7	16
Brokers	18	29	Brokers	15	25
Intermediari	20	21	Intermediari	25	26

Fonte: Net Insurance

Le principali strategie di crescita:

➤ Mantenimento della leadership nella nicchia della Cessione del Quinto

Attraverso il consolidamento dei rapporti con i partners operativi;

Attraverso lo sviluppo del recente accordo industriale con il Gruppo assicurativo AXA;

Attraverso il miglioramento della redditività tecnica del prodotto;

Attraverso un maggior presidio verso i dipendenti (più che altro pubblici) a scapito dei pensionati;

Attraverso una politica di forte selezione nell'assunzione dei rischi - su 120.000 aziende censite solo il 15% assumibili e solo aziende con oltre 15 dipendenti – la copertura assicurativa non viene prestata per prestiti a dipendenti di aziende che, per settore merceologico o stagionalità del ciclo produttivo, sono fisiologicamente caratterizzate da elevato turn-over del personale;

Attraverso una limitata esposizione per singola unità di rischio. Polizze tra 10.000 e 30.000 euro rappresentano più del 75% di tutte le polizze emesse dal gruppo. L'incidenza dei finanziamenti eccedenti gli 80.000 euro rappresenta solo lo 0,25% del totale dei finanziamenti garantiti.

➤ Sviluppo della rete commerciale

Attraverso l'ampliamento del network di Agenti e Brokers che stimiamo potrebbero raggiungere il numero complessivo di 50 nel 2014, 65 nel 2015 e 75 unità nel 2016;

Attraverso il potenziamento della rete di distribuzione da attuarsi con accordi e scambi partecipativi con banche regionali e la creazione di ulteriori partnership con reti bancarie;

Attraverso il potenziamento dell'offerta diretta (internet e telefono).

➤ Ampliamento della gamma di prodotto

Attraverso l'espansione in nuove nicchie di mercato non presidiate dai competitors (pet insurance; polizze su contratti di locazione).

3. Risultati FY 2011 - 2012 e 1H 2013

EUR (K)	FY 2010	FY2011	FY2012	VAR%	1H012	1H013	VAR%
Premi Netti	67343	53293	48417	-9,15	23794	20482	-13,9
Premi Lordi di Competenza	117705	100836	86946	-13,8	43535	40170	-7,7
Premi ceduti in riassicurazione	(50362)	(47543)	(38529)	-19	19741	19689	-0,3
Proventi finanziari ed investimenti imm.	7604	7076	9927	40,3	4783	4110	-14,1
Altri ricavi	227	154	313	103,2	84	408	385,7
TOTALE RICAVI E PROVENTI	75174	60523	58657	-3,1	28661	25000	-12,8
Oneri netti relativi a sinistri	(65639)	(52800)	(50222)	-4,9	(23215)	(22763)	-1,95
Oneri lordi e variazione riserve	(111691)	(96594)	(91379)	-5,4	(42941)	(42844)	-0,2
Quote a carico dei riassicuratori	46052	43794	41157	-6	19726	20081	1,8
Commissioni passive	(107)	0	0		0	0	
Oneri da strum. finanziari ed inv.imm.	(1970)	(3759)	(2378)	-36,7	(1166)	(1376)	18
Spese di Gestione	(1658)	207	(6077)		(3649)	(834)	-77,1
Provvigioni e spese di acquisizione	629	2479	(3875)		(2601)	261	
Spese gestione investimenti	(47)	(17)	(18)		0	(18)	
Altre spese amministrative	(2240)	(2255)	(2184)	-3,1	(1048)	(1077)	2,8
Altri costi	(1670)	(781)	(993)	27,1	(591)	(757)	28,1
TOTALE COSTI E ONERI	(71044)	(57132)	(59670)	4,4	(28621)	(25730)	-10,1
RISULTATO ANTE IMPOSTE	4130	3390	(1013)		40	(730)	
Imposte	(1602)	(1340)	282		(34)	101	
Tax rate (%)	38,8	39,5			85		
RISULTATO NETTO	2528	2050	(731)		6	(629)	
Utile/Perdita su Att.finanz. AFS	(5504)	(6734)	10252		2967	272	
Risultato complessivo Consolidato	(2976)	(4684)	9521		2973	(357)	
ROE	6,7	6,7	-				
ROA	0,6	0,5	-				
Net Profit/Premi Netti	3,8	3,85	-				
Sinistri / Premi (lordi)	94,9	95,8	105,1		98,6	106,7	
Combined Ratio	102,6	100,1	118,4		115,4	116,5	
Indice di solvibilità	2,04	1,60	1,99				
Totale Attivo	396710	412545	426192			441231	
Investimenti	203538	188519	187362			186915	
Totale Patrimonio Netto	37720	30645	46232			45786	
Riserve Tecniche Lorde	336042	338620	332393			335605	
Riserve Tecniche Nette	188523	187156	186298			185511	

Fonte: Elaborazioni Banca Finnat su dati Società

FY 2011 / FY 2012:

Le recenti difficoltà macroeconomiche, con un conseguente drastico calo della domanda aggregata, hanno inciso profondamente sul mercato del credito al consumo, impattando negativamente anche sul segmento della *Cessione del Quinto*. Il gruppo ha indubbiamente risentito della contrazione dei volumi di finanziamento erogati dal sistema bancario, del forte ridimensionamento del numero degli intermediari finanziari operanti nel settore e della volontaria riduzione dell'offerta di coperture assicurative per i rischi relativi al comparto dei pensionati in seguito a politiche di riduzione dei tassi di premio praticati dalla concorrenza. Di fronte ad uno scenario in così rapido deterioramento, il gruppo ha altresì inteso adottare una maggiore prudenza e selettività nell'assunzione dei rischi assicurativi anche con l'obiettivo di salvaguardare la marginalità. In questo senso va letta la diminuzione, non indifferente, dei premi netti consolidati registrata negli esercizi 2011 e 2012 (rispettivamente -20,9% e -9,1%). Quanto alla sinistralità, mentre gli oneri netti relativi ai sinistri, nel resoconto consolidato, appaiono fortemente condizionati, in positivo, dalla variazione delle riserve – oneri per sinistri scesi del 19,6% nel 2011 e del 4,9% nel 2012 - i sinistri realmente pagati, quali risultanti dai conti tecnici assicurativi, registrano, viceversa, incrementi non indifferenti. Il gruppo si è trovato così a subire un considerevole deterioramento non solo del rapporto oneri lordi per sinistri / premi lordi di competenza, passati dal 94,9% del 2010 al 105,1% nel 2012 ma soprattutto del *combined ratio*, aumentato al 118,4% nel 2012 dal 100,1% fatto registrare nel 2011. L'innalzamento del primo quoziente si è concretizzato a seguito dell'improvvisa tardiva emersione di sinistri pregressi che non dovrebbero, comunque, generare ulteriori effetti di trascinarsi negativo pluriennale mentre il peggioramento del secondo è risultato ascrivibile al cambiamento della politica riassicurativa dei riassicuratori con i quali il gruppo opera. Questi, a causa del recente mutato rischio creditizio riconosciuto al nostro Paese, modificando (riducendo) l'assunzione di rischi nel ramo credito, hanno giocoforza determinato minori commissioni attive (provvigioni) da riconoscere al gruppo, appesantendone l'*expense ratio*.

Relativamente al risultato netto 2012, chiuso con una perdita consolidata di 731 migliaia di euro, a fronte di un utile di 2,05 milioni nel 2011, rileviamo come la politica di bilancio del gruppo, in presenza di un forte miglioramento dei mercati finanziari tale da generare un utile da valutazione sugli strumenti AFS per 10,25 milioni dopo una perdita di 6,7 milioni nell'esercizio precedente, abbia privilegiato il rafforzamento patrimoniale (+51% il patrimonio netto) piuttosto che il passaggio a conto economico degli utili sulle attività finanziarie classificate *available for sale* attraverso la realizzazione delle plusvalenze latenti. In termini di risultato complessivo consolidato, l'apporto di queste plusvalenze non realizzate ha determinato un risultato positivo di 9,5 milioni da uno negativo pari a 4,7 milioni registrato nel precedente esercizio.

In merito all'Indice di Solvibilità, questo risulta essere ben superiore al requisito minimo (pari ad 1) previsto dalla normativa di vigilanza (Solvency 1) mentre i valori di ROE, registrati nel biennio 2010/2011 e pari al 6,7%, appaiono superiori alla media del comparto assicurativo italiano.

ROE %	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Francia	18	9	10,1	11,8	9,9	9,8
Italia	16,9	2,6	4,5	4,9	3,3	5,6
Regno Unito	21,2	8	19,7	14,2	7,4	12,4
Germania	14,9	0,2	10,3	12,3	8,8	15,5

Fonte: Elaborazione ANIA su dati Thomson Reuters, Datastream

Risultati Tecnici della GESTIONE ASSICURATIVA
Premi lordi contabilizzati di Net Insurance

x000	2010	2011	2012	Var%
Infortuni	296	236	246	4,2
Malattia	30	19	14	-26,3
Incendio	(222)	(121)	(114)	
Altri danni ai beni	1	2	2	
Credito	33,505	27,017	28,349	4,9
Perdite pecuniarie	(185)	(361)	(253)	
Cauzioni	70	95	107	12,6
Tutela giudiziaria	26	31	40	32,3
Assistenza	0	0	1	
Totale Danni	33,521	26,918	28,392	5,5
Totale Vita	64,686	53,994	39,846	-26,2
Totale Generale	98,207	80,912	68,238	-15,7

Fonte: Net Insurance

Ramo Credito

x000	2010	2011	2012	VAR%
Premi lordi cont.	33,505	27,017	28,349	4,9
Variatione riserve premi	(26,973)	(18,329)	(15,863)	
Premi lordi di comp.	6,532	8,688	12,486	43,7
Oneri per Sinistri	(4,850)	(10,814)	(17,268)	59,7
Spese gestione	(5,346)	(4,723)	(5,560)	17,7
Saldo riassicurazione	4,658	6,096	4,849	-20,5
Utile gestione finanz.	752	340	2,017	493,2
RISULTATO TECNICO	1,746	(413)	(3,476)	

Ramo Vita

x000	2010	2011	2012	Var%
Premi lordi cont.	64,686	53,994	39,846	-26,2
Variatione riserve matematiche	(39,637)	(26,694)	(9,226)	
Premi lordi di comp.	25,049	27,300	30,620	
Oneri per Sinistri	(11,607)	(19,876)	(31,946)	60,7
Variatione riservesinistri	(2,956)	(2,139)	(1,170)	
Spese gestione	(10,348)	(8,408)	(4,733)	-43,7
Saldo riassicurazione	4,440	5,437	4,855	-10,7
Utile gestione finanz.	(141)	727	5,200	615,3
RISULTATO TECNICO	4,437	3,041	2,826	-7,1

Fonte: Net Insurance

Relativamente alla Gestione Assicurativa, non possiamo non rilevare la contrazione dei premi lordi contabilizzati che si è registrata nel biennio 2011/2012, rispettivamente del 17,6% e del 15,7%, a ragione, in particolar modo, della forte diminuzione dei premi del settore vita, ridimensionati del 16,5% nel 2011 e di ben il 26,2% nel 2012.

Come già rilevato, l'incremento degli oneri relativi ai sinistri (generalizzato per i rami credito e vita) nonché l'aumento, nel 2012, delle spese di gestione (per il ramo credito) sono ascrivibili, per i primi, a code di sinistralità sulla produzione pregressa (2008/2009) - la sinistralità si concentra fra il secondo e quarto anno successivi all'emissione della polizza - mentre per le seconde a minori provvigioni attive ricevute dai riassicuratori a seguito non solo di minori quote cedute quanto alla rinegoziazione penalizzante delle provvigioni stesse subita sui nuovi contratti sottoscritti a seguito del recepimento degli effetti negativi del contesto macroeconomico.

Nel Ramo Credito, quindi, un aumento dei sinistri del 123% nel 2011 e del 59,7% nel 2012 sono risultati determinanti nel contribuire ad un progressivo appesantimento del Risultato Tecnico che da un valore positivo pari a 1,75 milioni del 2010 ha raggiunto un valore negativo di 413 migliaia nel 2011 fino ad una perdita "tecnica" di 3,5 milioni a fine 2012.

Nel Ramo Vita, un aumento dei sinistri del 71,2% nel 2011 e del 60,7% nel 2012 hanno comportato una diminuzione del 31,5% del Risultato Tecnico 2011, rispetto all'esercizio precedente, (da 4,4 milioni del 2010 a 3 milioni nel 2011) ed una ulteriore contrazione del 7% del Risultato Tecnico 2012, pur in presenza di un significativo apporto di utili derivanti dalla gestione finanziaria.

1H 2013:

Anche i dati al 30 giugno 2013 confermano il momento ancora particolare che sta vivendo il settore. Se la contrazione di quasi il 14% nei premi netti consolidati di competenza è da ascrivere all'effetto di una maggiore conservazione in portafoglio dei rischi assunti nelle generazioni precedenti a seguito dei recenti interventi normativi in materia di estinzione anticipata dei finanziamenti, si deve registrare che sulla perdita netta d'esercizio, pari a 629 migliaia di euro, ha pesato il calo del 24% dei proventi finanziari netti da investimenti non controbilanciato da una più che sensibile riduzione, di ben il 77%, delle spese di gestione, riduzione resa possibile da un raddoppio delle provvigioni ricevute dai riassicuratori alla luce delle diverse condizioni dei nuovi contratti sottoscritti nel 2013, nonché derivanti dall'aumento della quota ceduta riveniente dalla produzione grandine che prevede una quota di cessione pari al 97,5%. Ancora negative la sinistralità ed il *combined ratio*, già particolarmente appesantiti a fine dicembre 2012. Il rapporto sinistri (lordi) / premi (lordi) di competenza si è portato da 98,6 di giugno 2012 a 106,7 mentre il *combined ratio* è aumentato da 115,4 (a fine primo semestre 2012) a 116,5.

Gestione Tecnica Assicurativa - Premi lordi contabilizzati

x000	6/2012	6/2013	Var%
Infortuni	89	205	130,3
Malattia	8	8	-
Incendio	(77)	(11)	-85,7
Altri danni ai beni	2	7,526	
Credito	12,403	16,054	29,4
Perdite pecuniarie	(105)	(96)	-8,6
Cauzioni	57	60	5,3
Tutela giudiziaria	20	23	15
Assistenza	0	2	
Totale Danni	12,397	23,771	91,7
Totale Vita	21,605	19,011	-12
Totale Generale	34,002	42,782	25,8

Fonte: Net Insurance

Quanto alla Gestione Tecnica Assicurativa, positiva è risultata la dinamica dei premi lordi contabilizzati, cresciuti, nel semestre, rispetto al periodo di riferimento dell'esercizio precedente, di quasi il 26% sulla scia di un sensibile incremento dei premi lordi del Ramo Credito (+29%) e dei premi riconducibili al Ramo Altri Danni ai Beni e rivenienti dalle nuove coperture assicurative offerte per danni subiti da colture agricole a causa di grandine, gelo ed altre avversità atmosferiche.

In flessione (-12%) rimangono i premi contabilizzati del comparto Vita, in forte controtendenza con la dinamica del mercato della nuova produzione Vita che per i primi otto mesi dell'anno corrente sta registrando tassi di crescita annua superiori al 29%, per effetto della persistente flessione nel comparto dei prestiti personali con rimborso mediante quote della pensione.

4. Outlook 2013-2016

EUR (K)	FY 2013E	FY2014E	VAR%	FY2015E	VAR%	FY2016E	VAR%
Premi Netti	40400	45200	11,9	49700	10	54650	10
Premi Lordi di Competenza	79300	90400	14	99400	10	109300	10
Premi ceduti in riassicurazione	(38900)	(45200)		(49700)		(54650)	
Proventi finanziari ed investimenti imm.	8505	8400	-1,2	9600	14,3	10400	8,3
Altri ricavi							
TOTALE RICAVI E PROVENTI	48905	53600	9,6	59300	10,6	65050	9,7
Oneri netti relativi a sinistri	(43400)	(43400)		(44200)	1,8	(45080)	2
Oneri lordi e variazione riserve	(85000)	(86700)	2	(88400)	2	(90160)	2
Quote a carico dei riassicuratori	41600	43300		44200		45080	
Commissioni passive	0	0		0		0	
Oneri da strum. finanziari ed inv.imm.	(2750)	(2000)		(2000)		(2000)	
Spese di Gestione	(2818)	(2818)		(2818)		(2818)	
Provvigioni e spese di acquisizione	(500)	(500)		(500)		(500)	
Spese gestione investimenti	(18)	(18)		(18)		(18)	
Altre spese amministrative	(2300)	(2300)		(2300)		(2300)	
Altri costi	(900)	(350)		(350)		(350)	
TOTALE COSTI E ONERI	(49868)	(48568)	-2,6	(49368)	1,65	(50248)	1,8
RISULTATO ANTE IMPOSTE	(963)	5030		9930	97,4	14800	49
Imposte	101	(1760)		(3475)		(5180)	
Tax rate (%)		35		35		35	
RISULTATO NETTO	(862)	3270		6455	97,4	9620	49
ROE	-	6,5		11,2		14,3	
ROA	-	0,8		1,5		2,05	
Net Profit/Premi Netti	-	7,2		13		17,6	
Sinistri / Premi (lordi)	107,2	95,9		88,9		82,5	
Combined Ratio	116,5	103		95,3		88,3	
Indice di solvibilità	1,99	2,2		2,4		2,6	
Totale Attivo	440000	410000		440000		470000	
Investimenti	189000	210000		240000		270000	
Totale Patrimonio Netto	46000	50200		57400		67400	
Riserve Tecniche Lorde	335000	337000		340000		345000	

Fonte: Stime Banca Finnat

In merito alle stime formulate per fine 2013, ci attendiamo una contrazione dei premi netti consolidati di quasi il 17% rispetto all'esercizio 2012 e la materializzazione di una perdita consolidata netta pari a 862 migliaia di euro. Per il periodo previsionale 2014 – 2016, invece, riteniamo ampiamente plausibile l'ipotesi di un importante *turn around* reddituale. Il percorso di crescita ipotizzato, attraverso il continuo rafforzamento della leadership nella Cessione del Quinto, lo sviluppo delle sinergie industriali con il Gruppo AXA, il potenziamento della rete di distribuzione, nonché l'ampliamento della gamma di prodotto, ci inducono a ritenere realistica l'ipotesi di un incremento dei premi lordi di competenza pari al 14% per l'esercizio 2014 e del 10% in ognuno degli esercizi successivi (2015 e 2016). Gli oneri per sinistri dovrebbero poter registrare una crescita costante ben inferiore alla dinamica dei premi e limitata al 2% annuo. La riduzione progressiva della sinistralità sarà in grado di essere conseguita attraverso non solo una politica assuntiva molto stringente ma anche in virtù di una contrazione attesa delle quote capitale (debiti residui e quindi importi potenziali degli eventuali indennizzi di polizza) per effetto di un latente incremento atteso dei TAN, evento già in osservazione, sui finanziamenti erogati nella Cessione del Quinto. A parità di montante assicurato, infatti, affinché la rata del finanziamento possa rientrare nella capienza del quinto dello stipendio, all'aumentare degli interessi il capitale residuo (onere per sinistro) dovrà, necessariamente, risultare più basso. Il rapporto *Sinistri/Premi* (lordi) dovrebbe, quindi, poter essere in grado di portarsi da un valore pari al 107,2%, previsto per fine 2013, al 95,9% di fine 2014 e scendere ulteriormente all' 82,5% a fine 2016. Ipotizziamo stabili, nell'intero periodo previsionale, le spese di gestione (i maggiori oneri attesi per l'implementazione della rete distributiva dovrebbero risultare ampiamente controbilanciati da maggiori provvigioni attive ricevute dai riassicuratori), con una dinamica totale di *Costi ed Oneri* in discesa del 2,6% nel 2014 ed in incremento medio annuo inferiore al 2% nel biennio successivo, tali da poter abbattere il *Combined Ratio* dal valore attuale pari al 116,5% al 95,3% di fine 2015 ed all' 88,3% a fine 2016.

Con un risultato netto consolidato di Gruppo atteso a 3,3 milioni di euro a fine 2014 ed in crescita media annua ad un tasso superiore al 70% per i successivi due esercizi 2015/2016, il *Return on Equity* dovrebbe potersi incrementare dal 6,5% di fine 2014 al 14,3% per fine 2016. L' *Indice di Solvibilità* dovrebbe passare da 1,99 (2013) a 2,2 (2014), 2,4 (2015), 2,6 (2016).

5. SWOT Analysis

➤ **Strengths**

- Leader in un settore di nicchia
- Capacità di innovazione nelle coperture offerte
- Integrazione verticale del business
- Supporto ai clienti nello scoring dei rischi; capacità di stimare il rischio nella procedura di concessione del finanziamento da parte dell'intermediario finanziario
- Elevata expertise nella gestione dei sinistri e nell'attività di recupero crediti
- Puntualità e Velocità nella liquidazione dei sinistri
- Società di riassicurazione tra le più affidabili del mercato
- Compagine azionaria di elevato standing e funzionale al core business

➤ **Weaknesses**

- Per il momento, gruppo assicurativo sostanzialmente monoprodotto
- Rete distributiva da implementare efficacemente

➤ **Opportunities**

- Mercato CQS con prospettive di ulteriore crescita
- Sviluppo del canale di BankAssurance
- Sviluppo della distribuzione "retail"
- Potenziamento della vendita diretta attraverso web e direct marketing

➤ **Threats**

- Assenza di importanti barriere all'ingresso
- Ingresso di players esteri nella nicchia della Cessione del Quinto
- Possibile riduzione della marginalità a seguito dello sviluppo dei canali distributivi "retail"

6. Struttura dell' Offerta

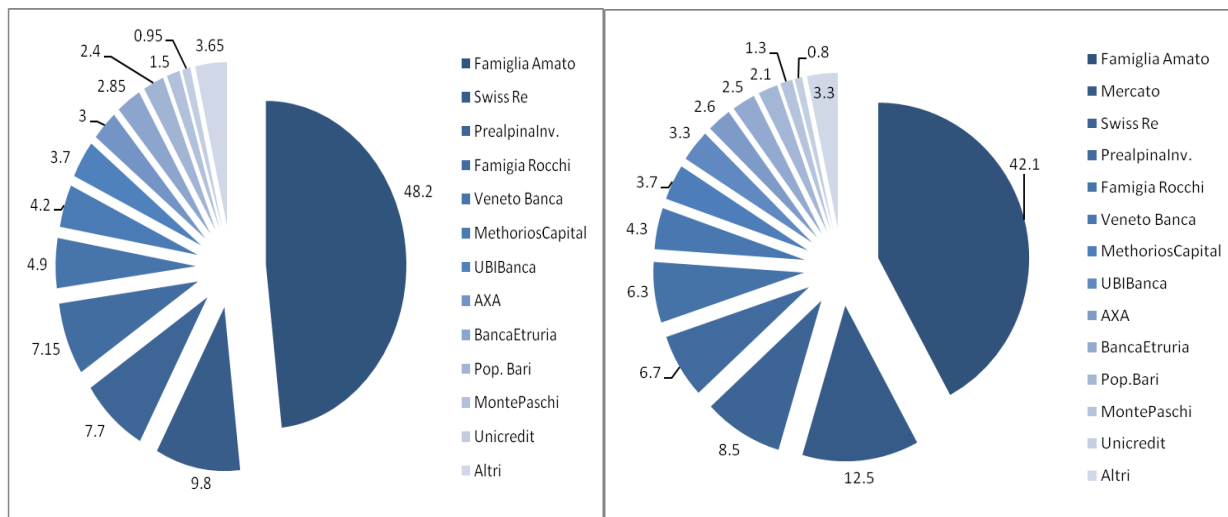
L'operazione consiste in un'offerta globale di sottoscrizione avente per oggetto massime n. 880.000 azioni ordinarie della società emittente corrispondenti al 12,5% del capitale sociale post offerta. L'offerta sarà articolata come segue:

- n. 800.000 azioni ordinarie di nuova emissione, offerte in sottoscrizione;
- n. 80.000 Bonus Share riservate a coloro che abbiano sottoscritto le Azioni della Prima Tranche, nell'ambito del collocamento, nella misura di una Bonus Share per ogni dieci azioni possedute ove il sottoscrittore non abbia alienato le azioni sottoscritte, in sede di Prima Tranche dell'aumento di capitale, sino allo scadere del diciottesimo mese di calendario successivo alla data di regolamento del collocamento.

Il numero di azioni passerà, inizialmente, dai 6.145.000 a 6.945.000, in seguito all'integrale sottoscrizione dell'aumento di capitale e, successivamente, assumendo il pieno esercizio della Bonus Share prevista, a 7.025.000.

Struttura dell'Azionariato pre IPO

Struttura dell'Azionariato post IPO*



* post assegnazione Bonus Share

L'intera operazione è finalizzata all' ammissione delle azioni della società emittente alle negoziazioni sul sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale – organizzato e gestito da Borsa italiana S.p.A. AIM Italia è un sistema multilaterale di negoziazione dedicato primariamente alle piccole e medie imprese ed alle società ad alto potenziale di crescita alle quali è tipicamente collegato un livello di rischio superiore rispetto agli emittenti di maggiori dimensioni o con business consolidati.

7. Valuation

Quale metodologia valutativa adottiamo un modello reddituale semplice basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa rappresentati dai risultati netti consolidati attesi per il periodo esplicito 2013-2016 a cui si aggiungerà il valore residuale (Valore finale attualizzato) della Società nonché il capitale in eccesso eccedenza degli elementi costitutivi il Margine di Solvibilità Consolidato.

Per l'attualizzazione, utilizziamo un tasso risk-free al 4,2% (Ita Gov 10Yr), un Beta pari a 0,7 ed un Market Risk Premium al 6%. Il costo dell'Equity risulta quindi pari all'8,4%. Per la determinazione del Valore Finale avanziamo un'ipotesi di tasso di crescita (**G**) all'1,5%. Dall'utilizzo di tale metodologia, otteniamo un **Valore Fair per azione**, sulla base del numero di azioni pre IPO, pari ad Euro **23,64**.

(x000)

	2013E	2014E	2015E	2016E
Premi Netti	40400	45200	49700	54650
Totale Ricavi	48905	53600	59300	65050
Totale Costi	(49868)	(48568)	(49368)	(50248)
PreTax Profit	(963)	5030	9930	14800
Imposte	101	(1760)	(3475)	(5180)
Netto	(862)	3270	6455	9620
Consolidato				

Fonte: Stime Banca Finnat

X000	2013E	2014E	2015E	2016E	Total
Net Profit Consolidato	(862)	3270	6455	9620	
NPV of net profit	(850,46)	2976,215	5419,803	7451,317	
Somma dei NPV of net profits					14996,88
Valore Finale Attualizzato					109609,9
Capitale in eccesso					20652
Equity Value					145258,8
N° Azioni (000) Pre IPO					6145
Value x Share					23,64

Fonte: Stime Banca Finnat

INCOME STATEMENT (Eur k)	2013E	2014E	2015E	2016 E
Premi Netti	40400	45200	49700	54650
Premi Lordi di Competenza	79300	90400	99400	109300
Premi ceduti in riassicurazione	(38900)	(45200)	(49700)	(54650)
Proventi da strumenti finanziari	8505	8400	9600	10400
Totale Ricavi & Proventi	48905	53600	59300	65050
Oneri netti relativi a sinistri	(43400)	(43400)	(44200)	(45080)
Oneri lordi e variazione riserve	(85000)	(86700)	(88400)	(90160)
Quote a carico dei riassicuratori	41600	43300	44200	45080
Oneri da strumenti finanziari	(2750)	(2000)	(2000)	(2000)
Spese di Gestione	(2818)	(2818)	(2818)	(2818)
Altri Costi	(900)	(350)	(350)	(350)
Totale Costi & Oneri	(49868)	(48568)	(49368)	(50248)
Pre Tax Profit	(963)	5030	9930	14800
Taxes	101	(1760)	(3475)	(5180)
Tax-rate (%)		35	35	35
Net Profit	(862)	3270	6455	9620
BALANCE SHEET (Eur k)	2013E	2014 E	2015 E	2016 E
Totale Patrimonio Netto	46000	50200	57400	67400
Totale Attivo	440000	410000	440000	470000
Investimenti	189000	210000	240000	270000
Riserve Tecniche Lorde	335000	337000	340000	345000
FINANCIAL RATIOS (%)	2013E	2014 E	2015 E	2016 E
ROE	-	6,5	11,2	14,3
ROA	-	0,8	1,5	2,05
Net Profit/Premi Netti	-	7,2	13	17,6
Sinistri/Premi (lordi)	107,2	95,9	88,9	82,5
Combined Ratio	116,5	103	95,3	88,3
Indice di Solvibilità	1,99	2,2	2,4	2,6
GROWTH (%)	2013E	2014 E	2015 E	2016 E
Premi Netti	-16,6	11,9	10	10
Totale Ricavi & Proventi	-16,6	9,6	10,6	9,7
Totale Costi & Oneri	-16,4	-2,6	1,65	1,8
PreTax Profit	-	-	97,4	49
Net Profit	-	-	97,4	49
VALUES X SHARE (€)	2012 A	2014 E	2015 E	2016 E
EPS	(0,14)	0,53	1,05	1,57
BVPS	7,49	8,17	9,34	10,97

Fonte: Net Insurance Stime : Banca Finnat

QUESTA RICERCA E' STATA REDATTA DALL'UFFICIO STUDI E RICERCHE DI BANCA FINNAT S.p.A. (DI SEGUITO "BF"), NELL'AMBITO DELL'INCARICO, RICEVUTO DA NET INSURANCE S.p.A. DI COLLOCATORE UNICO, NONCHE' GLOBAL COORDINATOR, DELL'OFFERTA DI STRUMENTI FINANZIARI, EMESSI DALLA PREDETTA SOCIETA' E RISERVATA AD INVESTITORI QUALIFICATI NONCHE' AD INVESTITORI RETAIL IN NUMERO NON SUPERIORE A 150, EX ART. 100 DEL D.LGS. N. 58/1998 (DI SEGUITO ANCHE "TUF"). L' OFFERTA E' FINALIZZATA ALLA QUOTAZIONE DI NET INSURANCE Sp.A. SUL SISTEMA MULTILATERALE DI NEGOZIAZIONE DI BORSA ITALIANA DENOMINATO AIM. SUCCESSIVAMENTE AL COLLOCAMENTO, BF ASSUMERÀ L'INCARICO DI SPECIALIST SUL TITOLO QUOTATO.

BF E' STATA ABILITATA DALLA BANCA D'ITALIA ALLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO DI CUI AL D.LGS. N. 58/1998.

LA PRESENTE ANALISI E' STATA PREDISPOSTA DALL'ANALISTA GIAN FRANCO TRAVERSO IN PIENA INDIPENDENZA ED AUTONOMIA E NESSUNA RICOMPENSA DIRETTA E/O INDIRETTA È STATA, NÈ VERRA', RICEVUTA DALL'ANALISTA A SEGUITO DELLE OPINIONI ESPRESSE NELL'ANALISI O E' CORRELATA AL SUCCESSO DELL'OPERAZIONE DI COLLOCAMENTO DI NET INSURANCE.

NESSUN ANALISTA DELL'UFFICIO STUDI E RICERCHE DI BANCA FINNAT S.p.A. DETIENE STRUMENTI FINANZIARI EMESSI DALL'EMITTENTE, NE' SVOLGE RUOLI DI AMMINISTRAZIONE, DIREZIONE O CONSULENZA PER L'EMITTENTE STESSO.

BF, FINO A DUE MESI SUCCESSIVI ALLA CONCLUSIONE DELLA OPERAZIONE DI COLLOCAMENTO, HA VIETATO A TUTTI I DIPENDENTI DELLA BANCA, IVI COMPRESI I COMPONENTI DELL'UFFICIO STUDI, DI COMPIERE QUALSIASI OPERAZIONE PERSONALE RIGUARDANTE LO STRUMENTO FINANZIARIO OGGETTO DELLA RICERCA.

E' STATO INOLTRE VIETATO RICEVERE COMUNQUE INCENTIVI DA PARTE DELL'EMITTENTE O PROMETTERE TRATTAMENTI DI FAVORE NEI CONFRONTI DEL MEDESIMO EMITTENTE.

QUALSIASI OPINIONE, PREVISIONE O STIMA CONTENUTA NEL PRESENTE DOCUMENTO È ESPRESSA SULLA BASE DELLA SITUAZIONE CORRENTE E NON VI È ALCUNA GARANZIA CHE I RISULTATI O GLI AVVENIMENTI FUTURI SI VERIFICHERANNO IN LINEA CON QUANTO INDICATO IN TALI OPINIONI, PREVISIONI E STIME.

SEBBENE LE INFORMAZIONI IVI CONTENUTE PROVENGANO DALLA SOCIETÀ OGGETTO DELL'ANALISI O DA ALTRE FONTI RITENUTE ATTENDIBILI ED ACCURATE, COSTITUITE DALLE PUBBLICAZIONI PERIODICHE DELLA SOCIETÀ' OGGETTO DI ANALISI (RELAZIONI DI BILANCIO E BILANCI CONSOLIDATI), SI SOTTOLINEA CHE L'ACCURATEZZA E/O COMPLETEZZA DELLE STESSE NON SONO GARANTITE. IN PARTICOLARE, NÈ BF, NÈ LA SOCIETÀ (NÈ ALCUNO DEI SUOI AZIONISTI) NÈ ALCUN CONSULENTE NÈ OGNI ALTRA PERSONA COINVOLTA NELL'OFFERTA HANNO VERIFICATO LE INFORMAZIONI CONTENUTE NEL PRESENTE DOCUMENTO. NE' BF, I SUOI AZIONISTI, I RISPETTIVI AMMINISTRATORI, DIRIGENTI O DIPENDENTI, I CONSULENTI, POTRANNO QUINDI IN ALCUN MODO (CON RIFERIMENTO A RESPONSABILITÀ DIRETTA O INDIRETTA, CONTRATTUALE O EXTRA CONTRATTUALE) ESSERE RITENUTI RESPONSABILI PER IL CONTENUTO O L'ACCURATEZZA DI QUESTO DOCUMENTO O PER QUALSIASI OMISSIONE DERIVANTE DAL PRESENTE DOCUMENTO, NONCHÉ PER PERDITE IN QUALSIASI MODO DERIVANTI DALL'USO DEL PRESENTE DOCUMENTO O COMUNQUE AD ESSO RICONDUCIBILI.

LE INFORMAZIONI IVI CONTENUTE POSSONO ESSERE CAMBIATE SENZA PREAVVISO.

IL PRESENTE DOCUMENTO E' FORNITO A SOLO SCOPO INFORMATIVO E NON DEVE ESSERE, IN NESSUN CASO, CONSIDERATO QUALE OFFERTA DI PRODOTTI FINANZIARI AI SENSI DELL'ART.1 COMMA 1 LETTERA T) DEL DECRETO LEGISLATIVO N°58/1998, NE' COSTITUISCE CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI AI SENSI DEL CITATO ART. 1, COMMA 5, LETT. F). INOLTRE NON VA INTESO COME DOCUMENTO IN GRADO DI INDICARE QUALSIASI RISCHIO, DIRETTO O INDIRETTO, DERIVANTE DALLA SOTTOSCRIZIONE/ACQUISTO DELLO STRUMENTO FINANZIARIO EMESSO DALLA SOCIETÀ IN QUESTIONE.

LA BANCA NON SI IMPEGNA A AGGIORNARE, MODIFICARE, O EMENDARE TALE RICERCA E DI AVVISARE CONSEGUENTEMENTE COLORO CHE LEGGONO IL PRESENTE DOCUMENTO.

E' PRASSI SOTTOPORRE LA BOZZA DELL'ANALISI EFFETTUATA, SENZA VALUTAZIONE O PREZZO DI RIFERIMENTO, ALL'UFFICIO "INVESTOR RELATOR" DELLA SOCIETÀ' OGGETTO DI ANALISI, ESCLUSIVAMENTE AL FINE DI VERIFICARE LA CORRETTEZZA DELLE INFORMAZIONI IVI CONTENUTE E NON DELLA VALUTAZIONE.

LA RIPRODUZIONE, ANCHE PARZIALE, DI QUESTO DOCUMENTO È CONSENTITA PREVIA CITAZIONE DELLA FONTE. IL PRESENTE DOCUMENTO, O COPIA O PARTI DI ESSO, NON POSSONO ESSERE PORTATI, TRASMESSI, DISTRIBUITI O COMUNQUE UTILIZZATI NEGLI STATI UNITI D'AMERICA O DA PERSONA STATUNITENSE, NE' IN CANADA, AUSTRALIA, GIAPPONE O DA ALCUNA PERSONA IVI RESIDENTE.

LA DISTRIBUZIONE DEL PRESENTE DOCUMENTO IN ALTRI STATI POTRÀ ESSERE OGGETTO DI RESTRIZIONI NORMATIVE E LE PERSONE CHE SIANO IN POSSESSO DEL PRESENTE DOCUMENTO DOVRANNO INFORMARSI SULL'ESISTENZA DI TALI RESTRIZIONI E OSSERVARLE. CON L'ACCETTAZIONE DELLA PRESENTE ANALISI FINANZIARIA SI ACCETTA DI ESSERE VINCOLATI DALLE RESTRIZIONI SOPRA ILLUSTRATE.