

EL.EN.

Laser alla fiorentina

Tanta cassa, soci in movimento, plusvalenze e un mercato, come quello dell'estetica, in pieno boom riportano sotto i riflettori questa società quotata allo Star. Con vista su Wall street grazie alla controllata Cynosure, che è stata acquisita in un momento di difficoltà e completamente risanata. Tutto è nato dalla ricerca tecnologica

a cura di ufficiostudi@borsaexpert.it

Un boom dell'estetica che non conosce soste. E nemmeno confini, se anche in Cina nel 2005 un milione di cinesi (uno su mille) si è sottoposto a interventi di chirurgia estetica con tassi di crescita previsti del 100% all'anno per tutti i tipi di trattamenti di cura e ringiovanimento del corpo. Il maggiore benessere accresce in tutto il pianeta il desiderio di restare giovani il più a lungo possibile in una società che, al contrario, dal punto di vista anagrafico invecchia sempre di più.

Fra le società beneficiarie di questo megatrend a piazza Affari merita una menzione **El.En.**, azienda fiorentina, che all'interno del segmento Star ha dimostrato in questi anni di avere individuato **una nicchia molto interessante come quella legata all'estetica e/o medicale grazie alla produzione e commercializzazione di apparecchiature laser medicali utilizzate in dermatologia, chirurgia, estetica, fisioterapia, otorinolaringoiatria e odontoiatria.** Oltre alla divisione estetica-medica El.En. si occupa (circa il 30% del fatturato) di sistemi laser industriali per applicazioni che spaziano dal taglio, saldatura di metalli e marcatura di legno, plastica, vetro alla decorazione di pelli e tessuti fino al restauro conservativo di opere d'arte.

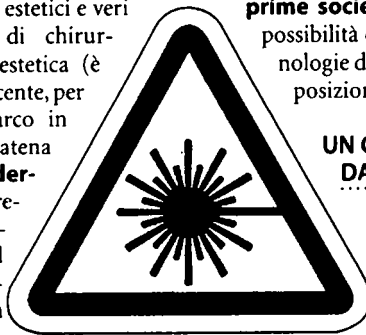
Ma è il mercato legato all'estetica a trainare un settore, dove la tecnologia laser è sempre più utilizzata per trattamenti che vanno dal ringiovanimento della pelle (eliminazione delle rughe) e dell'acne alla rimozione dei tatuaggi, dal trattamento della cellulite allo sbiancamento dei denti, dalla depilazione al foto-ringiovanimento, dalle lesioni vascolari alla fisioterapia. Un mercato in pieno boom con tassi di crescita annui oltre le attese grazie a una buona parte della popolazione dei baby boomer disposta a spendere per trattamenti di questo tipo che offrono buoni risultati con tempi di trattamento sempre più brevi.

Si calcola che nel mondo questo mercato (dove i trattamenti basati sulla luce conquistano la leadership) che nel 2004 valeva un fatturato di 550 milioni di dollari possa superare i mille

milioni di dollari entro il 2009, grazie all'introduzione di continue innovazioni utilizzate da un pubblico di consumatori sempre più vasto. E alla diffusione di centri estetici e veri poliambulatori di chirurgia/trattamenti estetica (è relativamente recente, per esempio, lo sbarco in Italia della catena **Corporacion dermoestetica** recentemente quotata a Madrid con multipli stellari e che conta su oltre 90 cliniche in Europa) che delineano un forte megatrend a livello di paesi avanzati, dove la cura del corpo passerà sempre più attraverso trattamenti di bellezza non più solo a uso di un mercato concentrato sul target femminile di elevate possibilità economiche o con professioni legate all'immagine.

In tutti questi mercati dai tassi di crescita decisamente interessanti El.En. opera direttamente e tramite una serie di società controllate in Germania e negli Stati Uniti dove nel 2002 ha acquisito una società concorrente (**Cynosure**) in difficoltà per risanarla e dopo un triennio quotarla sul finire dello scorso anno al Nasdaq, realizzando un'operazione da manua-

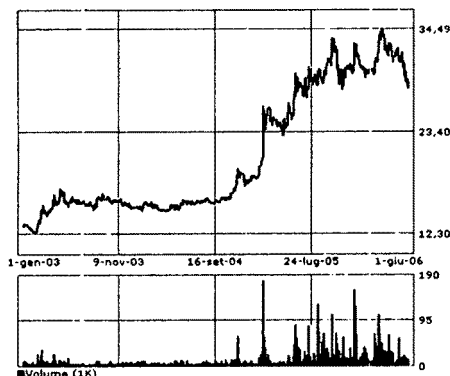
le. Un gruppo, quello di El.En. che vale già nei trattamenti laser estetico-medicali il 10% circa del mercato mondiale e quindi **fa parte delle tre prime società al mondo** con forti possibilità di crescita grazie alle tecnologie di cui dispone e una solida posizione finanziaria.



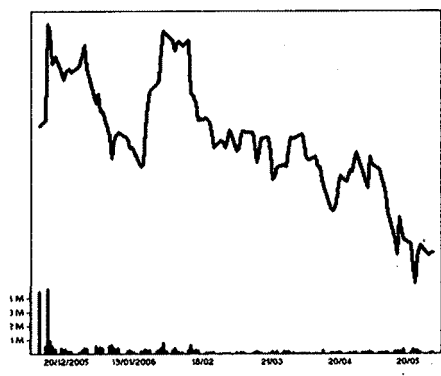
UN COLLOCAMENTO DA MANUALE

Con il collocamento di Cynosure avvenuto nel dicembre 2005, la società ha effettuato un'operazione che gli ha permesso di valorizzare al meglio questa partecipazione, spuntando un valore di 15 dollari per le azioni collocate, di cui 1.000.000 cedute fra quelle in bilancio mentre le restanti 4.750.000 frutto di un aumento di capitale. E' stato così possibile mettere a segno una plusvalenza ante imposte di quasi 20 milioni di euro già nel bilancio 2005 di El.En. oltre che incassare consistenti risorse (60 milioni di euro) per probabili acquisizioni nel settore che potrebbero farla diventare ancora più forte alle spalle della numero uno (**Rofin Sinar**). A fronte di una capitalizzazione borsistica di circa 130 milioni di euro a piazza Affari El.En., dopo il collocamento Cynosure, ha visto la posizione

EL.EN. TRE ANNI



CYNOSURE DALL'INGRESSO IN BORSA



finanziaria consolidata diventare positiva per quasi 71 milioni di euro: in pratica più di metà del valore attuale di El.En. è rappresentato dalla sola cassa che vale oltre 15,3 euro per azione. El.En., pur avendo ridotto la propria partecipazione in Cynosure al 35,14% grazie a un'apposita modifica nello statuto (con l'esistenza di due tipi di azioni che attribuiscono poteri diversi) ha mantenuto di fatto e di diritto il controllo della società, avendo il potere di nominare e rimuovere la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione. E vi è da sottolineare la capacità del management italiano nel gestire questa partecipazione che nel 2002 perdeva oltre 2 milioni di euro all'anno ed era stata acquisita per 15 milioni di dollari, procedendo poi a un rinnovamento completo del management e della linea prodotti e all'integrazione con la casa madre.

E vi è da rilevare che il Nasdaq ha premiato questo collocamento con il titolo balzato anche sopra 20 dollari (attualmente vale circa 15 dollari) con un valore di mercato di questa partecipazione di circa 45 milioni di euro (El.En. detiene ancora 3.888.628 azioni) contro un valore di carico consolidato della partecipazione di 16 milioni di euro con un'ulteriore plusvalenza lorda di quasi 30 milioni di euro. Un titolo, quello Cynosure, che ha trovato fra gli estimatori anche **Jim Cramer**, giornalista economico, ex gestore di fondi, fondatore del sito finanziario **Thestreet.com** ma diventato famoso negli Usa grazie al successo della sua trasmissione in onda su Cnbc, dove dispensa consigli a raffica sui titoli da comprare e vendere in modo molto colorito e irriverente (sui titoli del settore come Cynosure dice che comprarli significa trovare il modo di fare soldi sulla vanità).

UNA GAMMA ESTESA

Nell'ultimo esercizio è stato il settore estetico a trainare le vendite con una crescita del 45% grazie alla domanda di tecnologie laser soprattutto negli Stati Uniti dove è fortissima la domanda di questo tipo. Una gamma di prodotti per la parte estetico-medica completa, che si affianca all'attività di produzione e distribuzione di laser per utilizzo industriale che ha mostrato nell'ultimo esercizio forti segnali di risveglio (+19% il fatturato generato rispetto all'esercizio precedente) e che probabilmente vedrà nel prossimo futuro, secondo le intenzioni della società, la realizzazione di accordi distribuzione/produzione più importanti in Estremo oriente (Cina o India) dove la quota esportata è ancora modesta in base alle potenzialità del settore e delle

tecnologie possedute.

Nel 2000, quando il gruppo fiorentino è sbarcato sul listino milanese, era una micro cap con un giro d'affari di circa 27 milioni di euro. In cinque anni il fatturato si è moltiplicato per ben cinque volte raggiungendo a fine dicembre quasi quota 120 milioni di euro. La società è stata fino a poche settimane fa controllata da un patto di sindacato che raggruppava il 49,85% con presenti l'amministratore **Andrea Cangioli** (11,7%), **Gabriele Clementi** (9,15%), docente universitario, insieme ad alcuni fondatori della società. E' recente però lo scioglimento con Francesco Muzzi che ha iniziato negli ultimi mesi a diminuire la sua quota di circa il 9% come indicano le dichiarazioni dell'internal dealing e il successivo conferimento di una quota dell'8,5% in un trust (Cacique). Come ulteriori soci compare il partner bancario (Monte dei Paschi di Siena) che aveva accompagnato El.En. alla quotazione nel 2000 (a 26 euro) che ora possiede il 2,2% dopo avere fortemente ridotto nella scorsa primavera la partecipazione originaria del 10% grazie a un private placement avvenuto intorno ai 28/29 euro a metà dello scorso anno. Pochissimi i gestori italiani, infatti, presenti nel capitale sociale con quote superiori al 2%: solo gli svizzeri di Banca Syz con un fondo Oyster gestito da Alessandro Pacchiani hanno infranto questo muro e Banca Ifigest (tramite la fiduciaria Sevian), mentre nel recente passato si erano distinti quelli di Fidelity. ■

LA CASE HISTORY

Nasce tutto da un ricercatore

Merita anche una annotazione particolare la storia di questa società che caso particolare per la realtà italiana (e più comune per quella americana) è nata dall'intuizione di un ricercatore universitario (**Gabriele Clementi**, azionista della società) che appena laureato in fisica all'università di Firenze inizia a studiare i laser per poterli modificare per le esigenze di ricerca. Queste innovazioni si dimostrano interessanti sotto il profilo commerciale, tanto da lanciarsi con altri colleghi di studio nella creazione di El.En. acronimo di **Electronic engineering**.

Una società che vede qualche anno dopo l'ingresso di **Andrea Cangioli**, amministratore della società, classe 1965, che tradisce la tradizione di famiglia nel tessile (le famiglie di provenienza Cangioli e Pecci fanno parte della storia del distretto pratese), acquisendo, dopo essersi laureato in ingegneria delle tecnologie industriali, il 20% della società e diventando la mente finanziaria e manageriale del gruppo.

Riguardo all'ingente liquidità ora a disposizione di 71 milioni di euro (soprattutto presso Cynosure) è probabile che vengano spesi per acquisizioni nel settore, come confermato dal dividendo staccato recentemente di 0,55 euro (+67% rispetto comunque all'esercizio precedente) che ha indicato come la cassa si intenda utilizzarla per eventuali acquisizioni.

I MULTIPLI

Meglio dei concorrenti

Una società con numeri interessanti (liquidità, plusvalenze, multipli) inserita in un settore in forte espansione con una posizione di leadership a livello mondiale con una forte attenzione alla ricerca e sviluppo (dove investe il 7% del fatturato) e con un management che si è dimostrato estremamente capace di risanare in pochi anni la controllata oltre oceano e sviluppare il proprio business in Europa. **Sono 19 le società operative a livello mondiale che fanno capo a El.En. in diversi segmenti applicativi complementari.** Il fatturato ogni anno è generato per il 50% da innovazioni di prodotto grazie a un'intensa attività di ricerca e sviluppo che riceve anche in parte il sostegno di contratti di ricerca stipulati per conto del ministero dell'istruzione università e ricerca e con l'Unione Europea. Può essere interessante confrontare i multipli di aziende comparabili con El.En. quotate al Nasdaq o su altre borse estere (**Candela, Palomar, Cutera, Syneron Rofin Sinar, Lumenis**) dove si evidenzia la sottovalutazione di El.En. sia dai multipli Ev/Sales (il valore d'impresa rapportato al fatturato), dove il gruppo italiano viene valutato sulle stime 2006 circa una volta il fatturato contro una media aritmetica di quasi due volte dei concorrenti e 11 volte l'Ebit rispetto al valore d'impresa contro una media di 15 dei concorrenti. Riguardo al 2006 le previsioni a livello di budget di El.En (per gli ordini in questo settore i tempi di consegna non vanno oltre i 90 giorni e quindi non si lavora su un portafoglio ordini significativo) formulate dalla società sono di un fatturato a 140 milioni di euro e un Ebit (utili prima delle imposte) di 12 milioni di euro su un rapporto di cambio euro/dollaro di 1,24.

L'ULTIMA TRIMESTRALE

Una crescita del 37%

I dati dell'ultima trimestrale hanno confermato l'ottimo andamento delle vendite in tutto il mondo e soprattutto negli Stati Uniti, trainati dal comparto estetico e da un rapporto euro/dollaro favorevole, ma con margini in lieve flessione per effetto di maggiori accantonamenti e svalutazioni dei crediti da ricondurre al franchisor **Sona**. Una società che era stata ceduta qualche anno fa dalla controllata Cynosure e che ha visto nel primo trimestre la decisione di Cynosure di procedere a una svalutazione del magazzino e di alcuni crediti per un controvalore di circa 0,75 milioni di euro. Senza questo evento particolare e mantenendo lo stesso criterio di redazioni di bilancio dell'anno precedente, la controllata Cynosure ha mostrato un andamento decisamente favorevole, con vendite in salita del 41,5% e margini in aumento con una politica di espansione commerciale che dovrebbe generare anche nel futuro ritorni interessanti.

A livello consolidato il gruppo El.En. chiude quindi con un **fatturato consolidato di 34 milioni di euro in crescita del 37%, rispetto al primo trimestre 2005**, confermando l'ottimo andamento del ramo laser medicale ed estetico, ancora una volta caratterizzato da tassi di crescita decisamente importanti (+44%) con una ripresa del settore laser industriale (+13,7% le vendite).

Il margine di contribuzione lordo è di 18 milioni di euro, in aumento trimestre su trimestre del 32%; il margine operativo lordo, pari a circa 3 milioni di euro, cresce del 26% rispetto ai 2,3 milioni di euro del 31 marzo 2005.

Il gruppo El.En. archivia così il primo trimestre dell'anno con un risultato operativo di 1,7 milioni di euro, pari al 5% sul fatturato, e un risultato ante imposte di oltre 2 milioni di euro in crescita del 36% rispetto agli 1,6 milioni di euro dell'analogo trimestre 2005.