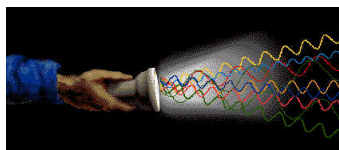




Meliorbanca

ITALIAN EQUITY RESEARCH

28 agosto 2001



El.En. Group Electronic Engineering S.p.A.

	Sales Eu mln.	EV/Sales x	Ebitda Eu mln.	EV/Ebitda x	Ebitda Margin %	Ebit Eu mln.	EV/Ebit x	Ebit Margin %	Net Income Eu mln.	P/E x	D/Y %
1998	17,37	4,17	3,34	21,67	19,22%	2,76	26,25	15,88%	1,01	70,90	0
1999	23,87	2,96	7,50	9,42	31,41%	6,84	10,33	28,65%	2,88	24,89	0
2000	25,96	1,51	7,75	5,07	29,84%	6,22	6,31	23,98%	3,00	23,85	1,3%
2001E	29,07	1,36	4,72	8,37	16,22%	3,60	10,97	12,37%	1,93	37,10	0,8%
2002E	35,16	1,07	7,66	4,91	21,80%	6,43	5,85	18,28%	3,20	22,38	1,3%
2003E	42,94	0,82	10,13	3,49	23,59%	9,02	3,92	21,00%	4,41	16,24	1,8%
2004E	52,98	0,61	13,48	2,39	25,44%	12,35	2,60	23,31%	5,98	11,97	2,5%

Fonte: Gruppo El.En. e previsioni Meliorbanca

- Il Gruppo El.En. è leader in Italia nel settore della progettazione e produzione di sorgenti e apparecchiature laser per applicazioni medicali, estetiche e industriali.
- Il primo semestre 2001 si è chiuso con un incremento del fatturato del 4,5% rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno (l'esercizio 2000 aveva registrato un incremento annuo dell'8,7%). In calo anche i margini reddituali, con un Ebitda Margin del 14% e un Ebit Margin del 10% (rispettivamente 32% e 30% al primo semestre 2000).
- Per il 2001 il Gruppo prevede comunque di realizzare una crescita media del fatturato di +20% (+45-55% per la divisione Sistemi Industriali e +10-15% per la divisione Applicazioni Medicali). Le nostre stime sono più prudenziali: stimiamo una crescita media sull'intero esercizio 2001 di +12%, sino a giungere al 23% nel 2004.
- Al 30 giugno 2001 il Gruppo presenta una Posizione Finanziaria Netta di 30,23 milioni di Euro, frutto dei proventi della quotazione. In proposito è da tempo nei progetti del Gruppo un'acquisizione nel segmento Medico negli Usa che, oltre a garantire l'accesso al mercato americano, potrebbe portare ad uno sviluppo del fatturato di +50%.
- In virtù delle forti prospettive di crescita derivanti da quest'ultima opportunità il nostro rating è **HOLD**.

Prezzo al 28/08/2001 (in €): **15,579**

Target price (in €): **15,32**

Mkt cap (mln. €): **71,7**

N° azioni (mln.): **4,6**

Min – Max (52 sett. in €): **13,58 – 26,20**

Raccomandazione: **HOLD**
(Prev. BUY)

Settore: **apparecchiature laser**

Maggiori azionisti: **A. Cangioli 13,52%; F. Muzzi 10,57%; G. Clementi 10,57%; B. Bazzocchi 10,57%; Banca Toscana 6,37%; Imm. Del Ciliegio 6,71%; altri 6,03%**
(Fonte: Bloomberg)

Flottante: **29,43%**

Gisella Barisone – Tel. (02) 29022.307
gisella.barisone@meliorbanca.com



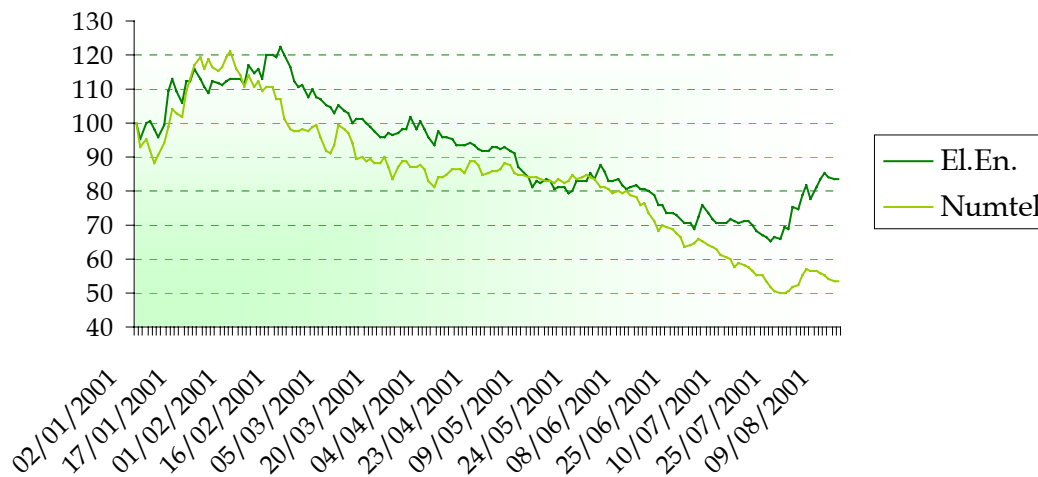
1. Andamento del titolo

Dall'11 dicembre 2000 il Gruppo è quotato al Nuovo Mercato¹, piazza di quotazione atipica per un'azienda manifatturiera, ma giustificata dalle caratteristiche altamente *hi-tech* del core business aziendale.

Dall'IPO del dicembre 2000 a € 26 per azione, le azioni hanno perso il 40% (considerando il prezzo al 28 agosto 2001). Ciononostante, confrontando l'andamento del titolo con l'indice del Nuovo Mercato (Numtel), si registra una **performance positiva**: nel corso del primo semestre 2001 il titolo ha, infatti, sovraperformato l'andamento dell'indice del Nuovo Mercato con una performance relativa positiva media dell'11,2%².

**El.En. vs. Numtel:
performance positiva**

**Andamento El.En. e Indice Nuovo Mercato
(base 02.01.2001=100)**



Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati Bloomberg

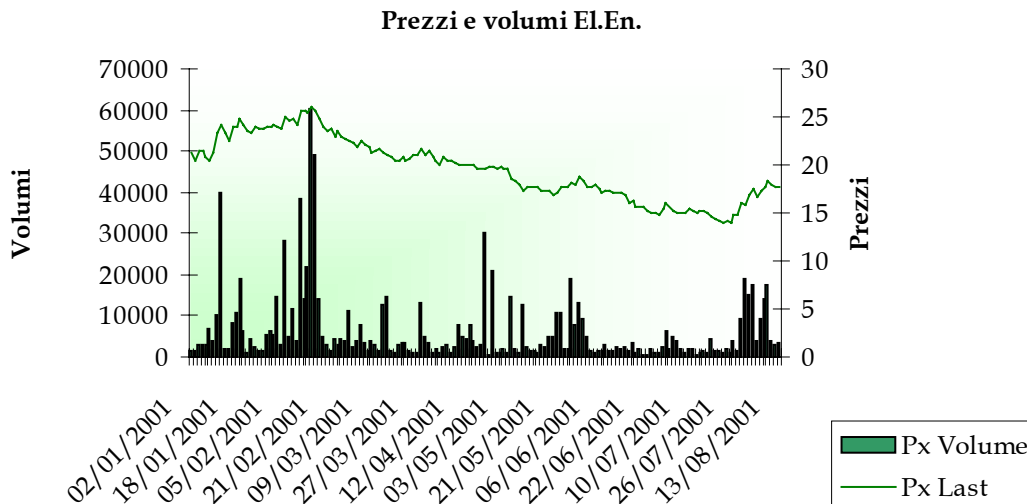
¹ L'IPO ha visto Meliorbanca nella qualità di Global Coordinator e Sponsor dell'operazione e Banca Toscana quale Co-Global Coordinator.

² Sono stati rilevati i prezzi del periodo 02/01/2001 – 13/08/2001.



Per quanto riguarda i volumi negoziati, sempre nel corso del primo semestre 2001, gli scambi medi giornalieri si sono attestati intorno ai 6.160 titoli con un controvalore medio di 120.317 €.

El.En.: Prezzi e volumi



Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati Bloomberg (nel primo semestre 2001: Px last minimo 13,94€ il 23.07.2001 – Px last massimo 26,14€ il 15.02.2001).

Nel complesso, la performance del titolo da inizio quotazione sembra quindi essere il riflesso dell'attuale momento sfavorevole del mercato, pur dimostrando comunque una buona tenuta rispetto all'indice Nuovo Mercato.



2. Valutazione

Abbiamo proceduto alla valutazione del titolo in esame con il metodo dei flussi, e abbiamo proceduto ad effettuare alcuni ragionamenti sulla base delle risultati derivanti dal calcolo dei multipli di mercato di società comparabili.

Determinazione del target price

L'applicazione del **Discounted Cash Flow Model** conduce ad un valore medio di € **15,32**, ma prescinde da qualsiasi valutazione di eventuali acquisizioni estere, dato che non si dispone di informazioni più precise al riguardo; pertanto le stime economico - patrimoniali e la conseguente valutazione del titolo riportata nel presente studio e relativa al Gruppo *stand alone* può essere soggetta a sostanziali scostamenti in senso positivo nell'ipotesi di conclusione della citata operazione.

Indichiamo quindi quale **target price** il valore di € **15,32** per azione, tenendo comunque conto della precisazione sopra citata.

La nostra raccomandazione è **HOLD**, **alla luce degli sviluppi attesi nel prossimo futuro³ con il progetto di acquisizione di una società statunitense**. Si tratterebbe infatti di un evento di notevole rilevanza in termini di impatto economico-finanziario, dato che consentirebbe non solo l'entrata nel mercato americano (che attualmente copre il 65% del fatturato mondiale del settore medicale), ma anche una notevole crescita dimensionale in grado di incrementare il fatturato complessivo di Gruppo di +50% (fonte: El.En.).

Raccomandazione

In proposito, una semplice esercitazione (cfr. par. 2.1) mostra come l'ipotesi del raggiungimento di una dimensione ed operatività di carattere internazionale possa condurre ad un incremento minimo di +45% rispetto all'indicato target price.

³ Il Gruppo continua ad essere ottimista circa la conclusione dell'operazione di acquisizione in Usa nel corso dell'esercizio 2001.



2.1 Metodo dei flussi

Il Discounted Cash Flow Model conduce ad un valore per azione medio di € 15,32.

Le ipotesi fondamentali alla base del metodo in esame sono le seguenti:

- si è stimato un costo del capitale medio ponderato del 12,5%;
- si è proceduto allo sconto degli *unlevered free cash flow* stimati in modo analitico fino all'esercizio 2004, per il periodo seguente si è proceduto al calcolo del *terminal value*;
- ai fini della determinazione del *terminal value* sono stati applicati due differenti metodi:
 - valutazione A): applicazione del multiplo EV/Ebitda relativo all'esercizio 2001 del *comparable* Prima Industrie⁴ all'Ebitda normalizzato di Gruppo;
 - valutazione B): stima di un tasso di crescita perpetuo del 4%.

I risultati delle valutazioni effettuate sono riportati nelle seguenti tabelle.

El.En. Group		
WACC		
<u>Cost of Equity</u>		
Risk free rate		5,20%
Average equity premium		5,00%
Beta levered of the Company		1,45
Cost of Equity		12,45%
% of capital in the capital structure		100,00%
Cost of Equity for the Company		12,45%
<u>Net Cost of Debt</u>		
Cost of Debt		5,00%
Marginal tax rate	37%	-1,85%
Net Cost of Debt		3,15%
% of debt in the capital structure		0,00%
Net Cost of Debt for the Company		0,00%
WACC		12,45%
WACC arrotondato		12,50%

Fonte: elaborazione Meliorbanca

⁴ E' stato scelto il multiplo relativo alla società Prima Industrie perché ritenuta dal Gruppo il *comparable* più diretto e confrontabile.



El.En. Group
DCF valuation

<i>Eu mln.</i>	2001E	2002E	2003E	2004E	Normalised FCF
Net Operating Profit	3,60	6,43	9,02	12,35	
Tax on Net Operating Profit	(1,67)	(2,84)	(3,93)	(5,32)	
NOPAT	1,93	3,59	5,09	7,03	
Depreciation and Provisions	0,95	1,06	0,92	0,91	
Change in NWC	(1,14)	(1,95)	(2,50)	(3,22)	
Net CAPEX	(1,70)	(0,93)	(0,93)	(0,93)	
Unlevered free cash flow	0,03	1,77	2,58	3,79	3,94
WACC	12,40%				
NPV of FCF	0,03	1,58	2,04	2,67	

VALUATION A)

Sum of Discounted FCF (2001 - 2004)	6,33
Terminal value	
. EV/Ebitda Peers' Multiple 2001	4,86
Normalised Ebitda 2004	9,00
Terminal Value 2004	43,72
NPV of Terminal Value 2001	30,79
Enterprise Value	37,11
NFP 2001E	(32,20)
Equity value 2001	69,31
Value per share (Eu)	15,07

VALUATION B)

Sum of Discounted FCF (2001 - 2004)	6,33
Terminal value	
. Perpetuity rate (g)	4%
Normalised FCF 2004	3,94
Terminal Value 2004	46,96
NPV of Terminal Value 2001	33,07
Enterprise Value	39,39
NFP 2001E	(32,20)
Equity value 2001	71,59
Value per share (Eu)	15,56

Fonte: elaborazione Meliorbanca



Riprendendo le considerazioni svolte precedentemente in merito all'importanza di un'eventuale acquisizione estera, abbiamo provato ad effettuare una stima approssimativa del valore del Gruppo in ipotesi del raggiungimento di una dimensione internazionale.

... con acquisizione...

Considerato che:

1. il Terminal Value rappresenta circa l'80-90% dell'enterprise value complessivo, e
2. la società Prima Industrie, unico *competitor* del Gruppo in Italia, è valutata a sconto rispetto alla media del settore (cfr. par. 2.2),

l'applicazione di tale multiplo ai dati di Gruppo conduce necessariamente ad una contrazione della valutazione finale⁵.

Considerato che il più elevato multiplo mediano di settore sia attribuibile probabilmente alla dimensione internazionale dei *comparables* presi in esame, riproponiamo la valutazione A) con applicazione, anziché del multiplo relativo a Prima Industrie, del multiplo EV/Ebitda mediano di settore relativo all'esercizio 2001. A questo proposito, disponendo di poche stime (cfr. par. 2.2), si ipotizza che il multiplo mediano EV/Ebitda presenti nel 2001 la stessa variazione percentuale rispetto all'esercizio precedente del multiplo relativo a Prima Industrie.

$$\text{EV/Ebitda Peers 2001} = \frac{\text{EV/Ebitda Prima Industrie 2001}}{\text{EV/Ebitda Prima Industrie 2000}} * \text{EV/Ebitda Peers 2000}$$

Si giunge in tal modo ad una valutazione di € 22,26 per azione; si sottolinea in proposito che, pur trattandosi di un semplice esercizio, si tratta di una valutazione prudenziale, dato che i flussi presi in esame prescindono da stime relative a crescite dimensionali a carattere straordinario.

⁵ L'applicazione del valore mediano non è allo stato attuale giustificato considerato che:

- 1) è rappresentativo di realtà diverse dal Gruppo per dimensioni e mercati di riferimento;
- 2) mancano informazioni circa gli effetti economico-finanziari di una futura acquisizione che consentano di elaborare stime realistiche;
- 3) il multiplo relativo a Prima Industrie, oltre ad essere relativo ad una realtà maggiormente confrontabile con il Gruppo, conduce ad una valutazione in linea con il metodo del tasso di crescita perpetuo, pertanto prescindendo da qualsiasi elemento di discontinuità nell'operatività aziendale.



Meliorbanca

VALUATION post acquisition

Sum of Discounted FCF (2001 - 2004)

Terminal value

. EV/Ebitda Peers' Multiple 2001	7,80
Normalised Ebitda 2004	9,00
Terminal Value 2004	70,19
NPV of Terminal Value 2001	70,19
Enterprise Value	70,19
NFP 2001E	(32,20)
Equity value 2001	102,38
Value per share (Eu)	22,26

Fonte: elaborazione Meliorbanca



2.2 Multipli di valore

Come già sottolineato, in considerazione delle caratteristiche peculiari del Gruppo, è difficile identificare dei veri *comparables* di mercato, sia in termini di dimensioni, sia in termini di settori di operatività.

I comparables

Effettuata tale precisazione, si riportano di seguito i multipli calcolati sulla base dei prezzi al 28 agosto 2001:

Comparable Companies Analysis

	Country	Enterprise Value (EV)* as a Multiple of:						Market Capitalisation* as a Multiple of:					
		EBITDA			EBIT			Net Earning			Cash Earning		
		LTM	01E	02E	LTM	01E	02E	LTM	01E	02E	LTM	01E	02E
Prima Industrie S.p.A.	ITALY	6,6 x	4,9 x	3,6 x	7,8 x	n.a. x	n.a. x	12,8 x	13,3 x	10,3 x	9,7 x	5,7 x	6,0 x
Lambda Physik AG	GER	16,4 x	9,0 x	6,4 x	20,7 x	10,9 x	7,4 x	62,3 x	28,9 x	19,2 x	39,4 x	19,3 x	13,3 x
Visx Inc	USA	12,9 x	n.a. x	n.a. x	13,7 x	n.a. x	n.a. x	28,3 x	21,9 x	18,6 x	25,8 x	n.a. x	n.a. x
Asclepion-Meditec AG	GER	n.m. x	n.m. x	n.m. x	n.m. x	n.m. x	n.m. x	16,1 x	8,9 x	6,0 x	10,1 x	n.a. x	n.a. x
Rofin-Sinar Technologies Inc	USA	6,4 x	n.a. x	n.a. x	7,9 x	n.a. x	n.a. x	14,2 x	9,2 x	7,3 x	8,8 x	n.a. x	n.a. x
Coherent Inc	USA	11,0 x	n.a. x	n.a. x	16,1 x	n.a. x	n.a. x	14,8 x	28,7 x	24,3 x	10,8 x	n.a. x	n.a. x
Excel Technology Inc	USA	8,4 x	n.a. x	n.a. x	9,7 x	n.a. x	n.a. x	15,6 x	16,3 x	13,2 x	12,7 x	n.a. x	n.a. x
Candela Corp	USA	1,3 x	n.a. x	n.a. x	1,4 x	n.a. x	n.a. x	3,8 x	9,6 x	7,6 x	3,6 x	n.a. x	n.a. x
Esc Medical Systems Ltd	ISRAEL	39,2 x	n.a. x	n.a. x	47,3 x	n.a. x	n.a. x	53,9 x	24,9 x	15,2 x	43,2 x	n.a. x	n.a. x
GSI Lumonics Inc	CANADA	10,2 x	n.a. x	n.a. x	21,5 x	n.a. x	n.a. x	6,8 x	23,2 x	21,8 x	5,5 x	37,9 x	n.a. x
Spectra-Physics Lasers Inc	USA	23,4 x	n.a. x	n.a. x	51,6 x	n.a. x	n.a. x	237,9 x	20,7 x	n.a. x	35,8 x	n.a. x	n.a. x
Max.		39,2	9,0	6,4	51,6	10,9	7,4	237,9	28,9	24,3	43,2	37,9	13,3
Min.		1,3	4,9	3,6	1,4	10,9	7,4	3,8	8,9	6,0	3,6	5,7	6,0
Average		13,6	6,9	5,0	19,8	10,9	7,4	42,4	18,7	14,3	18,7	21,0	9,6
Median		10,6	6,9	5,0	14,9	10,9	7,4	15,6	20,7	14,2	10,8	19,3	9,6

EV: Enterprise Value, è calcolato come somma tra la capitalizzazione di mercato e l'indebitamento netto.

Market Capitalisation: numero di azioni in circolazione moltiplicate per il prezzo in data 28 agosto 2001.

Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati Bloomberg

Con riferimento al Gruppo, possono essere riportati i seguenti multipli storici e prospettici:

Il Gruppo

Multiples	1998	1999	2000	2001E	2002E	2003E	2004E
P/E	70,9x	24,9x	23,9x	37,1x	22,4x	16,2x	12,0x
P/CF	39,0x	18,0x	14,9x	22,3x	14,9x	11,7x	9,0x
EV/Sales	4,2x	3,0x	1,5x	1,4x	1,1x	0,8x	0,6x
EV/EBITDA	21,7x	9,4x	5,1x	8,4x	4,9x	3,5x	2,4x
EV/EBIT	26,2x	10,3x	6,3x	11,0x	5,9x	3,9x	2,6x

Fonte: elaborazione Meliorbanca (numero azioni in circolazione e prezzo al 28 agosto 2001).



I **multipli storici del Gruppo** presentano un trend in continuo miglioramento, in considerazione della buona performance economico-finanziaria registrata dal Gruppo nel triennio 1998-2000, nonostante le lieve contrazione dei margini nell'ultimo esercizio.

...i multipli storici

In particolare, se si focalizza l'attenzione su EV/Ebitda e EV/Ebit del 2000, maggiormente rappresentativi dell'attività caratteristica aziendale rispetto al P/E, le azioni del Gruppo sono trattate a sconto rispetto ai *comparables*. Ciò trova una duplice giustificazione:

- il mercato sconta già il difficile momento di mercato che il Gruppo sta attraversando e che ha influenzato i risultati economico-finanziari della prima metà di quest'anno;
- i multipli di Gruppo, così come quelli del diretto *comparable* Prima Industrie, sono rappresentativi di una realtà dalle dimensioni limitate e da un diverso grado di internazionalizzazione rispetto alle società del campione.

In questo senso, pertanto, la citata possibilità di un'acquisizione statunitense rappresenterebbe un punto di svolta decisivo, in grado di attribuire al Gruppo dimensione e ambito di operatività a carattere internazionale, in grado di limitare il gap con le società assunte come *comparables* di mercato.

I **multipli prospettici del Gruppo**, dopo un incremento nell'esercizio 2001 per effetto di un rallentamento delle vendite e contrazione dei margini (cfr. par. 3), presentano nuovamente un trend decrescente.

...i multipli prospettici

Pertanto, dall'applicazione dei valori mediani dei multipli relativi ai *comparables* ai valori economico - patrimoniali del Gruppo si giunge ai seguenti valori per azione:

Valutazione

Average PEERS' MULTIPLES VALUATION (Eu)*

Multiple	Year		
	LTM	01E	02E
EV/Sales	16,9	18,5	19,1
EV/EBITDA	24,9	14,1	15,8
EV/EBIT	27,2	15,5	17,8
P/E	10,2	8,7	9,9
P/Book Value	21,1	26,2	23,7
P/Cash Earning	9,1	12,1	8,9
Average	20,1	16,6	17,2

Fonte: elaborazione Meliorbanca



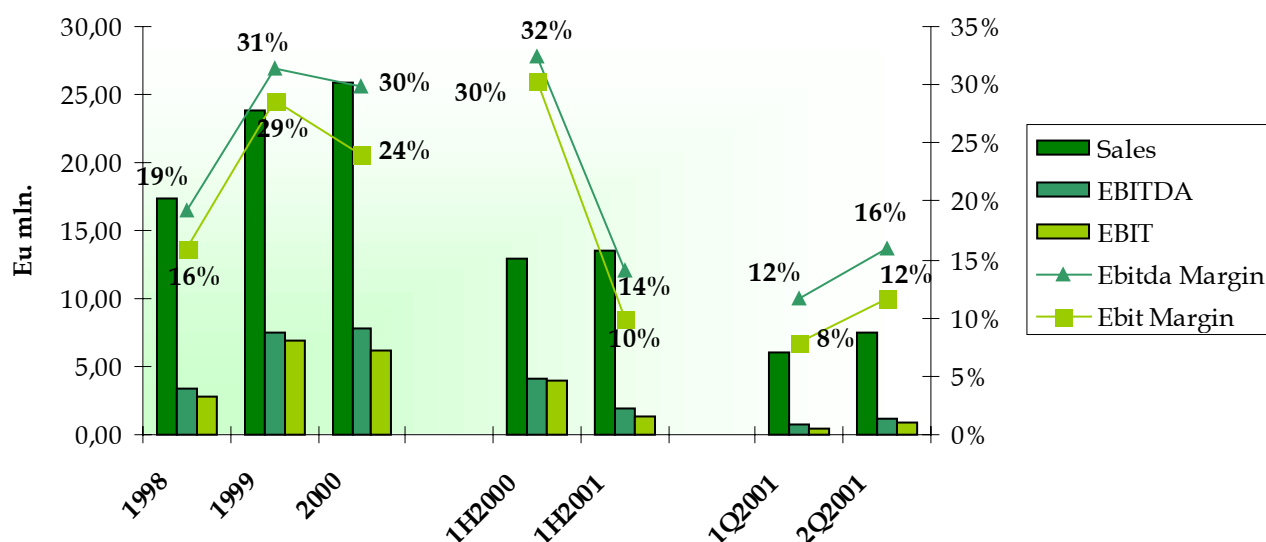
3. Financials

3.1 1H2001

Il primo semestre 2001 si è chiuso con un incremento del fatturato del 4,5% rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno e con margini reddituali in diminuzione: Ebitda Margin del 14% ed Ebit Margin del 10% (rispettivamente 32% e 30% al primo semestre 2000).

Risultati, quindi, inferiori alle attese che ipotizzavano un aumento del fatturato di circa il 20% e margini in linea con il trend storico di elevata redditività, sebbene il secondo trimestre 2001 abbia comunque segnato un deciso incremento rispetto al trimestre precedente⁶.

1H2001						
<i>Eu mln.</i>	1H2000	1H2001	% change	1Q2001	2Q2001	% change
Sales	12,88	13,46	4,5%	6,01	7,44	23,8%
EBITDA	4,17	1,89	-54,8%	0,70	1,19	69,7%
Ebitda Margin	32%	14%		12%	16%	
EBIT	3,91	1,34	-65,7%	0,48	0,86	79,8%
Ebit Margin	30%	10%		8%	12%	
Pre-tax profit	3,90	2,05	-47,3%	0,80	1,25	56,5%
% of sales	30%	15%		13%	17%	



Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati di Gruppo

⁶ Non è possibile effettuare un confronto tra i risultati trimestrali al 30 giugno 2001 e quelli del corrispondente trimestre dell'esercizio precedente, dato che il Gruppo non aveva redatto il bilancio consolidato trimestrale al 30 giugno 2000.

**Fatturato**

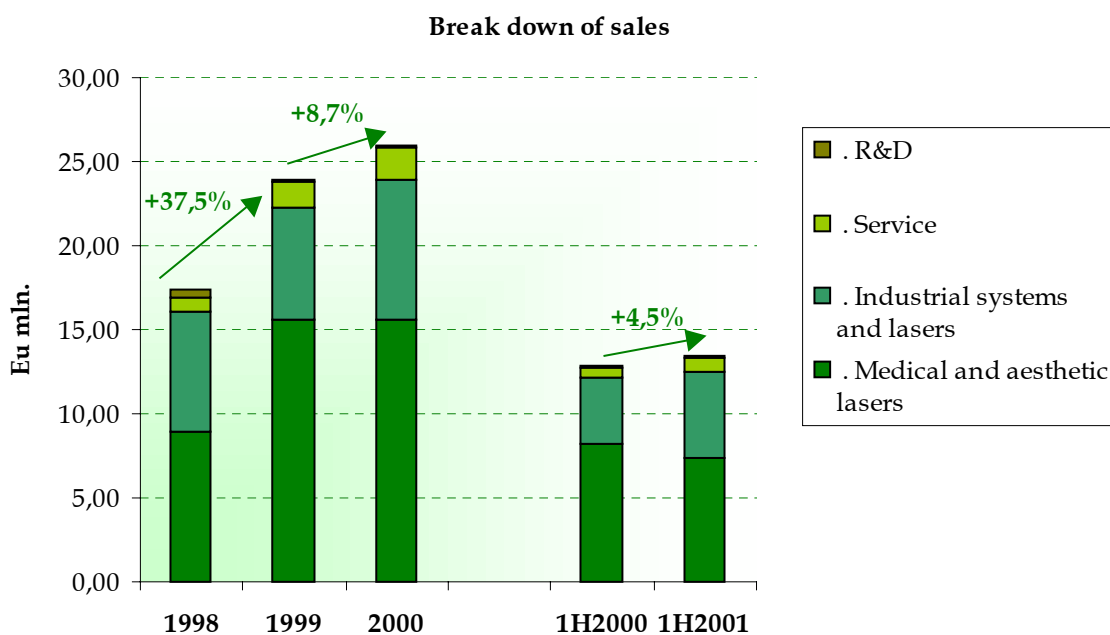
Nel corso del primo semestre 2001 il settore che ha registrato la crescita maggiore è quello dei **sistemi industriali** (+30%), in seguito all'offerta di sorgenti e sistemi di nuova generazione e i ricavi per **servizi** di assistenza e fornitura di ricambistica (+36%), grazie alla maggiore presenza sul mercato di prodotti installati dal Gruppo.

Il segmento più significativo, quello dei laser per **applicazioni medicali ed estetiche**, ha invece registrato un decremento delle vendite del 10%, a causa soprattutto della debolezza dei mercati internazionali (Giappone e mercati europei in primo luogo); in diminuzione anche i ricavi relativi alla **ricerca** del 29%, a causa dell'impossibilità di contabilizzare i rimborsi su spese già sostenute per progetti in corso di svolgimento, i cui relativi proventi saranno contabilizzati solo al momento della definitiva approvazione ed erogazione da parte degli organi preposti.

Break down of sales

Eu mln.	1998	%	1999	%	2000	%	1H2000	%	1H2001	%	Chg. %
. Medical and aesthetic lasers	8,90	51%	15,61	65%	15,60	60%	8,19	64%	7,38	55%	-10%
. Industrial systems and lasers	7,13	41%	6,67	28%	8,33	32%	3,91	30%	5,10	38%	30%
. Service	0,90	5%	1,46	6%	1,89	7%	0,65	5%	0,89	7%	36%
. R&D	0,45	3%	0,12	1%	0,14	1%	0,13	1%	0,09	1%	-29%
Total sales	17,37	100%	23,87	100%	25,96	100%	12,88	100%	13,46	100%	4%

Fonte: Gruppo El.En.



Fonte: elaborazione Meliorbanca



In particolare, con riferimento al settore dei **laser medicali**, possono essere svolte le seguenti considerazioni:

- il semestre si è rivelato particolarmente difficile sia in Francia che in Germania, dove le società controllate dedite alla distribuzione hanno registrato un fatturato al di sotto delle aspettative e conseguenti perdite di esercizio;
- la riduzione del fatturato è stata inoltre determinata dal taglio dei prezzi di vendita, conseguente alla fase del ciclo di vita di alcuni prodotti del settore medicale.

In proposito, il Gruppo prevede comunque un notevole miglioramento nel corso del secondo semestre, per l'effetto combinato di due fattori:

- secondo semestre tradizionalmente più favorevole sia per il mercato francese che tedesco;
- introduzione di nuovi prodotti nella gamma offerta.

In termini di ripartizione del fatturato per linea di prodotto, il segmento della medicina estetica (i prodotti principali sono quelli per la epilazione, le lesioni vascolari e la lipolisi) continua a presentare il peso percentuale maggiore.

A fronte di un generalizzato decremento del fatturato è interessante segnalare, da un lato, la crescita registrata nel segmento odontoiatrico, grazie alla collaborazione con Anthos Impianti, distributore per il segmento in Italia che ha messo a frutto il rinnovamento della gamma, dall'altro, la crescita del segmento "altri sistemi" a seguito dell'introduzione dei laser a coloranti per le lesioni vascolari.

Medical and aesthetic lasers

<i>Eu mln.</i>	1H2000	%	1H2001	%	Chg. %
Surgical CO2	0,94	11%	0,78	11%	-17%
Physiotherapy	0,47	6%	0,42	6%	-11%
Aesthetic	5,47	67%	4,79	65%	-12%
Dental	0,39	5%	0,76	10%	97%
Other medical lasers	0,35	4%	0,47	6%	34%
Accessories	0,58	7%	0,16	2%	-73%
Total	8,19	100%	7,38	100%	-10%

Fonte: Gruppo El.En.

Il settore dei **laser industriali** ha registrato un incremento del 30%, conseguito per la quasi totalità nel corso del secondo trimestre. E' da segnalare comunque il perseguimento da parte del Gruppo di una politica commerciale particolarmente aggressiva, orientata al conseguimento di quote di mercato.



In termini di ripartizione per linea di prodotto, la parte preponderante del fatturato proviene dal “taglio”, che copre il 60% del fatturato relativo a tale linea di prodotti. Il semestre ha però visto anche un deciso incremento del peso percentuale del segmento “marcatura”, grazie al successo riscontrato dalle nuove marchatrici ad alta potenza per grandi superfici.

Industrial systems and lasers

<i>Eu mln.</i>	1H2000	%	1H2001	%	Chg. %
Cutting	2,52	64%	3,08	60%	22%
Marking	0,81	21%	1,43	28%	75%
Laser sources	0,40	10%	0,49	10%	23%
Welding	0,18	5%	0,10	2%	-47%
Total	3,91	100%	5,10	100%	30%

Fonte: Gruppo El.En.

Con riferimento ai margini reddituali, il Gruppo presenta **Ebitda ed Ebit Margin** in contrazione, pari rispettivamente al **14%** e **10%** (ex 32% e 30% al primo semestre 2000). Le principali determinanti di tale andamento sono le seguenti:

Ebitda, Ebit Margin

- i costi di struttura e del personale sono dimensionati per un volume di attività maggiore di quello sviluppato nel semestre, penalizzando pertanto la redditività aziendale. In particolare, i costi per servizi presentano al primo semestre 2001 un'incidenza percentuale sul fatturato del 31% (25% al 31.12.2000) ed il costo del personale del 16%⁷ (12% al 31.12.2000);
- le spese sostenute per la riorganizzazione interna finalizzata alla quotazione al Nuovo Mercato, anche per via dei maggiori ammortamenti relativi agli oneri sostenuti per la quotazione⁸.

Con riferimento alla **struttura finanziaria**, al 30 giugno 2001 il Gruppo presenta una posizione finanziaria netta positiva per 30,2 milioni di Euro, ancora frutto dell'incasso dei due aumenti di capitale effettuati nel corso dello scorso esercizio. Tali disponibilità finanziarie consentiranno il finanziamento di operazioni di carattere straordinario volte all'espansione dell'attività del Gruppo all'estero, limitando il peso dell'indebitamento di medio-lungo termine.

Struttura finanziaria

⁷ L'organico medio del Gruppo ha raggiunto le 108 unità (90 al primo semestre 2000); l'incremento ha interessato in particolare l'area ricerca e sviluppo, il settore commerciale e alcune posizioni amministrative e di produzione.

⁸ Il Gruppo ha capitalizzato costi per complessive Lire 3.500 milioni, ammortizzate nel 2000 per circa Lire 740 milioni.



3.2 Previsioni 2001 e seguenti

Nonostante il non favorevole andamento del primo semestre 2001, il Gruppo prevede di realizzare una **crescita media del fatturato di +20%**, sia per l'esercizio in corso, sia per quelli seguenti.

Il fatturato: le previsioni del Gruppo...

In particolare, il Gruppo stima una crescita del settore **Sistemi Industriali** di **+ 45-55%**, in seguito al successo dei nuovi prodotti introdotti sul mercato, alcuni dei quali (i sistemi di marcatura a grande superficie di ultima generazione) hanno già contribuito al volume d'affari del primo semestre.

Per la divisione **Sistemi Medicali** il Gruppo stima una crescita di **+10-15%**, grazie al lancio di nuovi prodotti (sistemi di depilazione a luce pulsata e sistemi laser per la rimozione della cellulite) che, già immessi sul mercato dalla fine del mese di giugno, hanno consentito di rilanciare l'attività sul mercato giapponese.

Alla luce dei risultati relativi al primo semestre 2001, riteniamo opportuno assumere un atteggiamento più prudentiale, stimiamo pertanto un **aumento medio del fatturato del 12%** per l'esercizio in corso (l'esercizio 2000 aveva registrato un incremento di +8,7%), sino a giungere a +23% nel 2004.

... le nostre previsioni

In particolare per la divisione **Sistemi Industriali** prevediamo il mantenimento dell'attuale trend di crescita di **+35%**, mentre per la divisione **Sistemi Medicali** stimiamo per il 2001 un semplice recupero del decremento registrato nel corso del primo semestre con un incremento di **+1%** rispetto all'esercizio 2000 e per gli esercizi seguenti una crescita di +10%.

Per quanto riguarda i margini reddituali, manteniamo per il 2001 la stessa incidenza percentuale dei costi operativi registrata nel corso del secondo trimestre, con un progressivo recupero di efficienza negli esercizi seguenti anche a seguito del previsto aumento del fatturato, generato sia dall'introduzione di nuovi prodotti che dalla generalizzata ripresa del mercato.

Margini reddituali

Pertanto, dopo una diminuzione dell'**Ebitda** ed **Ebit Margin** rispettivamente al **16%** e **12%** nel 2001 (30% e 24% a fine 2000; 14% e 10% a fine primo semestre 2001), è prevista una ripresa fino a giungere rispettivamente al 25% e 23% a fine esercizio 2004 (cfr. appendici).

Si sottolinea ancora che le previsioni elaborate non tengono conto dell'effetto di eventuali possibili acquisizioni estere, rimane infatti obiettivo dell'esercizio in corso la penetrazione sui mercati internazionali, anche per mezzo di operazioni straordinarie di M&A.



Meliorbanca

Appendici

Conto Economico riclassificato

El.En. Group

Income statement <i>Eu million</i>	Historic		Forecast				
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Sales	17,37	23,87	25,96	29,07	35,16	42,94	52,98
Change in inventories	0,17	1,05	1,58	1,03	1,63	2,08	2,68
Other revenues	0,31	0,40	0,24	0,33	0,40	0,49	0,60
VALUE OF PRODUCTION	17,84	25,33	27,77	30,43	37,18	45,51	56,26
Raw material	-7,55	-8,63	-10,32	-12,80	-15,47	-18,90	-23,32
Services and use of third part assets	-4,63	-6,23	-6,55	-8,80	-9,84	-11,81	-14,30
Labour Costs	-2,33	-2,97	-3,16	-4,12	-4,20	-4,67	-5,16
EBITDA	3,34	7,50	7,75	4,72	7,66	10,13	13,48
Provisions to employees' indemnity fund	-0,11	-0,12	-0,14	-0,17	-0,18	-0,19	-0,22
Amortization of intangible fixed assets	-0,09	-0,09	-0,39	-0,43	-0,46	-0,48	-0,48
Depreciation of tangible fixed assets	-0,35	-0,35	-0,48	-0,52	-0,60	-0,44	-0,43
Provisions to risk reserves	0,00	-0,05	-0,42	0,00	0,00	0,00	0,00
Writeoffs	-0,03	-0,05	-0,09	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	2,76	6,84	6,22	3,60	6,43	9,02	12,35
Net financial income/(expense)	-0,27	-0,26	0,23	0,51	0,54	0,58	0,67
Net extraordinary gain/(loss)	0,01	-0,14	0,02	0,10	0,00	0,00	0,00
Other	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	2,49	6,43	6,47	4,20	6,97	9,60	13,02
Income taxes	-1,10	-2,95	-2,94	-1,93	-3,20	-4,42	-5,99
Earnings before minorities	1,39	3,49	3,53	2,27	3,76	5,18	7,03
Minorities (earnings)/losses	-0,38	-0,61	-0,53	-0,34	-0,56	-0,77	-1,05
Net earnings	1,01	2,88	3,00	1,93	3,20	4,41	5,98
Adjusted net earnings	1,01	2,96	2,99	1,88	3,20	4,41	5,98
Cash flow	1,84	3,98	4,82	3,22	4,82	6,10	7,95

Fonte: Gruppo El.En. e previsioni Meliorbanca



Meliorbanca

Stato patrimoniale riclassificato

El.En. Group

Balance Sheet <i>Eu million</i>	Historic		Forecast				
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Inventories	2,30	4,03	6,74	7,77	9,40	11,48	14,17
Receivables	4,81	4,92	7,16	7,97	9,63	11,76	14,51
Trade accounts payable	-4,11	-4,75	-6,04	-6,77	-8,19	-10,00	-12,34
Part payment	-0,22	-0,40	-0,21	-0,23	-0,28	-0,34	-0,42
COMMERCIAL NET WORKING CAPITAL^A	2,78	3,81	7,66	8,74	10,56	12,90	15,92
Other current assets	1,00	2,62	1,91	2,14	2,59	3,16	3,90
Other liabilities	-1,87	-2,97	-1,39	-1,56	-1,88	-2,30	-2,83
NET WORKING CAPITAL	1,91	3,45	8,18	9,32	11,27	13,77	16,99
Intangible Fixed Assets	0,10	0,03	1,50	1,43	1,08	0,71	0,33
Tangible Fixed Assets	3,46	3,41	3,70	4,01	4,23	4,62	5,01
Financial Fixed assets	1,07	1,03	1,09	1,60	1,60	1,60	1,60
GROSS CAPITAL EMPLOYED	6,55	7,92	14,47	16,37	18,18	20,69	23,93
Provision for employee severance pay	-0,43	-0,46	-0,57	-0,74	-0,91	-1,11	-1,32
Provision for risks and charges	-0,65	-0,83	-1,28	-1,44	-1,74	-2,13	-2,62
NET CAPITAL EMPLOYED	5,46	6,63	12,62	14,19	15,53	17,46	19,98
Short term net debt (cash)	-2,59	-4,41	-35,42	-35,35	-36,88	-38,25	-41,11
Long-term debt	3,29	3,40	3,01	3,15	2,85	1,92	1,59
NET FINANCIAL POSITION	0,69	-1,00	-32,42	-32,20	-34,04	-36,33	-39,52
Share capital	1,24	1,24	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38
Reserves	1,86	2,46	38,34	40,43	41,78	44,02	47,11
Net income for the year	1,01	2,88	3,00	1,93	3,20	4,41	5,98
SHAREHOLDERS' EQUITY	4,11	6,57	43,72	44,74	47,36	50,81	55,47
Minorities interests	0,28	0,45	0,79	1,31	1,65	2,21	2,98
Income/(loss) attributable to minority	0,38	0,61	0,53	0,34	0,56	0,77	1,05
MINORITIES INTERESTS	0,66	1,06	1,31	1,65	2,21	2,98	4,03
TOTAL EQUITY	4,77	7,63	45,04	46,39	49,57	53,79	59,50
TOTAL SOURCES	5,46	6,63	12,62	14,19	15,53	17,46	19,98

Fonte: Gruppo El.En. e previsioni Meliorbanca



Meliorbanca

Cash Flow Statement

El.En. Group

Cash flow statement	Historic		Forecast			
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<i>Eu million</i>						
EBITDA	7,50	7,75	4,72	7,66	10,13	13,48
Income taxes	-2,95	-2,94	-1,93	-3,20	-4,42	-5,99
Change in Net Working Capital	-1,54	-4,73	-1,14	-1,95	-2,50	-3,22
OPERATING CASH FLOW	3,02	0,07	1,64	2,51	3,22	4,27
Intangibles	-0,02	-1,86	-0,36	-0,10	-0,10	-0,10
Capex	-0,30	-0,77	-0,83	-0,83	-0,83	-0,83
Financial (acquisitions)/disposals	0,05	-0,06	-0,51	0,00	0,00	0,00
Change in provision for employee severance pay	-0,09	-0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in provision for risks and charges	0,13	0,04	0,15	0,30	0,39	0,50
Writeoffs of fixed assets	-0,05	-0,09	0,00	0,00	0,00	0,00
UNLEVERED CASH FLOW	2,73	-2,71	0,09	1,88	2,67	3,84
Change in equity (dividend & capital increase)	-0,63	33,88	-0,92	-0,58	-0,96	-1,32
Net financial income/(expense)	-0,26	0,23	0,51	0,54	0,58	0,67
Net extraordinary gain/(loss)	-0,14	0,02	0,10	0,00	0,00	0,00
Other	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW	1,70	31,42	-0,22	1,84	2,29	3,19
Beginning NFP	-0,69	1,00	32,42	32,20	34,04	36,33
Final NFP	1,00	32,42	32,20	34,04	36,33	39,52
Average NFP	0,15	16,71	32,31	33,12	35,18	37,92

Fonte: Gruppo El.En. e previsioni Meliorbanca



Meliorbanca

IL PRESENTE DOCUMENTO È STATO PREPARATO DA E RIFLETTE L'ATTUALE PUNTO DI VISTA DI MELIORBANCA. ESSO È DESTINATO AL PUBBLICO E VIENE FORNITO CON LA FINALITÀ E NELL'INTENTO DI OFFRIRE UN'INFORMAZIONE FINANZIARIA AGGIORNATA ED IL PIÙ POSSIBILE VALIDA ED ACCURATA.

AI SENSI DELL'ART. 69 DEL REGOLAMENTO CONSOB N. 11971/1999 (E SUCCESSIVE MODIFICHE E INTEGRAZIONI), SI EVIDENZIA CHE IL PRESENTE DOCUMENTO È STATO REDATTO DA UN SOGGETTO CHE PUÒ AVERE UN PROPRIO SPECIFICO INTERESSE RIGUARDO AGLI EMITTENTI, AGLI STRUMENTI FINANZIARI ED ALLE OPERAZIONI FINANZIARIE OGGETTO DI ANALISI. A TAL RIGUARDO, SI EVIDENZIA CHE MELIORBANCA È STATO SPONSOR NEL PROCESSO DI QUOTAZIONE E GLOBAL COORDINATOR NELL'OFFERTA DELLE AZIONI DELLA EL.EN. S.P.A.

LE INFORMAZIONI E LE VALUTAZIONI CONTENUTE NEL PRESENTE DOCUMENTO SONO STATE RICAIVATE DA FONTI RITENUTE ATTENDIBILI ED ACCURATE DA MELIORBANCA, MA NESSUNA ASSICURAZIONE O GARANZIA, ESPLICITA O IMPLICITA, PUÒ ESSERE FORNITA DALLA STESSA MELIORBANCA RIGUARDO ALLA COMPLETEZZA, ALLA CORRETTEZZA E ALL'AFFIDABILITÀ DI TALI FONTI. INOLTRE, LE INFORMAZIONI E LE VALUTAZIONI CONTENUTE NEL PRESENTE DOCUMENTO SONO SOGGETTE IN OGNI MOMENTO A CAMBIAMENTI SENZA PREAVVISO E, PERTANTO, NON POSSONO ESSERE CONSIDERATE IMPEGNATIVE PER MELIORBANCA.

NÉ MELIORBANCA NÉ LE SOCIETÀ DA ESSA CONTROLLATE O AD ESSA COLLEGATE (E I LORO RISPETTIVI DIPENDENTI E COLLABORATORI) ACCETTANO RESPONSABILITÀ DI SORTA PER QUALSIVOGLIA DANNO CHE POSSA DIRETTAMENTE O INDIRETTAMENTE DERIVARE DALL'UTILIZZO DEL PRESENTE DOCUMENTO O DEL SUO CONTENUTO.

IL PRESENTE DOCUMENTO È DESTINATO AD INVESTITORI ISTITUZIONALI. IN PARTICOLARE, ESSO NON È NÉ INTENDE COSTITUIRE NÉ POTRÀ ESSERE INTERPRETATO COME UN DOCUMENTO PER LA SOLLECITAZIONE AL PUBBLICO RISPARMIO.

PERTANTO, NULLA DI QUANTO CONTENUTO NEL PRESENTE DOCUMENTO REDATTO DA MELIORBANCA PUÒ ESSERE INTERPRETATO COME UN INVITO, UN'OFFERTA O UNA RACCOMANDAZIONE AD ACQUISTARE O COLLOCARE INVESTIMENTI DI ALCUN GENERE O AD EFFETTUARE UNA QUALSIASI ALTRA TRANSAZIONE.



Meliorbanca
Via Turati, 16/18
20121 Milano

Telefono (02) 29022.8 – Telefax (02) 29000333