



El.En.

ITALIA: SETTORE APPARECCHIATURE LASER NUOVO MERCATO

	Fatturato	Ebitda	Ebit	Utile netto	EV/Fatturato	EV/Ebitda	EV/Ebit	P/E	Yield
	Euro milioni	x	%						
2000	25,955	7,633	6,252	3,004	1,56	5,29	6,46	18,83	1,63%
2001	27,844	3,896	2,592	2,275	0,93	6,68	10,03	24,86	1,63%
2002E	33,690	5,676	4,294	2,569	0,82	4,86	6,42	22,01	1,63%
2003E	38,744	7,350	5,762	3,316	0,73	3,82	4,88	17,06	1,71%
2004E	44,556	8,588	6,761	3,882	0,64	3,31	4,21	14,57	2,03%

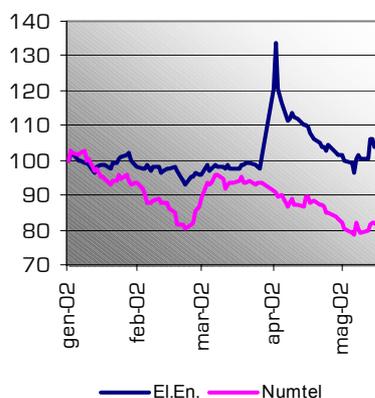
Fonte: El.En. e Banca Aletti & C. SpA

Prezzo al 23/5/2002 (in €)	12,297
Mkt cap (mln €):	56,57
N° azioni (mln):	4,6
Max – Min (52 sett. in €):	10,20-19,40
Raccomandazione	Add
Indice Nuovo Mercato:	1.926

Maggiori azionisti: A. Cangioli 13,52%; F. Muzzi 10,56%; G. Clementi 10,56%; B. Bazzocchi 10,56%; Banca Toscana 10,06%; Imm. del Ciliegio 6,71%; altri 15,34%.

Mercato 22,69%

Andamento quotazioni El.En. e indice Nuovo Mercato (base 2/1/2002=100).



Maggio 2002

- Il Gruppo El.En., **leader** in Italia nel mercato dei laser e tra i primi operatori in Europa, progetta, produce e commercializza a livello mondiale apparecchiature laser medicali ed estetiche e sistemi laser industriali.
- Oltre alla capogruppo El.En. S.p.A. operano altre 7 società, ognuna delle quali è attiva in una nicchia applicativa e svolge una particolare funzione di mercato.
- La vasta gamma dei prodotti offerti spazia dal settore medicale ed estetico al settore industriale, con un livello di innovazione molto elevato.
- Nel mese di maggio si è perfezionato il closing per l'acquisto del 60% della società americana Cynosure, leader nel settore dei laser medicali ed estetici.
- Il settore del laser ha subito nell'anno 2001 un calo delle vendite nel settore laser medicale del 9% dovuto al generalizzato andamento negativo di mercato: El.En. in questo contesto ha realizzato un fatturato in crescita del 7,3%.
- Nel 2001 si è registrato però un forte calo dei margini: il Mol è diminuito del 49%, attestandosi a € 3,896 mln, l'Ebit è sceso del 58,5% fino a € 2,592 mln.
- Il Gruppo chiude comunque l'esercizio 2001 con un utile al netto del risultato di terzi di € 2,275 mln.
- Le previsioni per il triennio 2002-2004 indicano un tasso medio di crescita (CAGR) del fatturato pari al 17%, dell'Ebitda pari al 30,1% e dell'Ebit pari al 37,7%.
- Attraverso l'applicazione del metodo finanziario (Dcf) e, come controllo, del metodo a multipli di mercato otteniamo un prezzo obiettivo pari a € 15,56 ed esprimiamo pertanto una raccomandazione "add".

Lucia Ridolfi (02-43358125)

lucia.ridolfi@alettibank.it

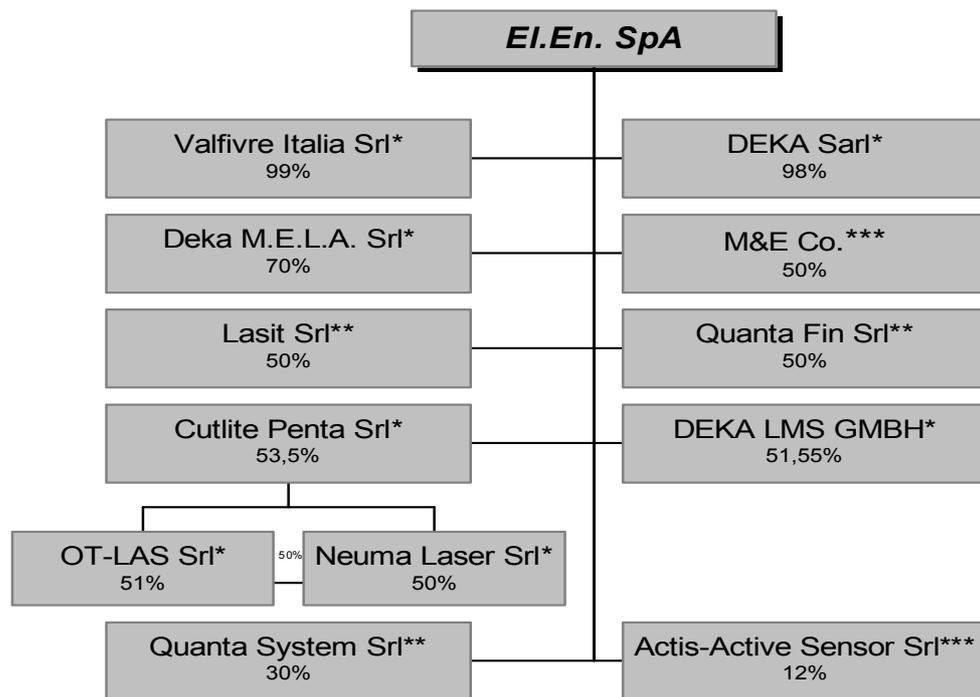
STRUTTURA DEL GRUPPO

Dopo l'acquisizione di Deka Lms GmbH avvenuta nel gennaio 2001, El.En. S.p.A. controlla un gruppo di 7 società operanti nella progettazione, produzione e distribuzione di sorgenti e sistemi laser destinati ad una varietà di segmenti applicativi.

Ad ognuna delle suddette società è riservata una nicchia applicativa ed una particolare funzione di mercato.

Il seguente grafico sintetizza la struttura di Gruppo come risultava a fine aprile 2002.

Grafico 1 - Struttura del gruppo



* Consolidate integralmente

** Consolidate a patrimonio netto

*** Mantenuite al costo

Fonte: El.En SpA.

L'ATTIVITA'

Il core business dell'attività è costituito dalla progettazione, produzione e commercializzazione di sorgenti laser, apparecchiature laser per applicazioni medicali ed estetiche e sistemi laser per applicazioni industriali. A supporto della attività di vendita è stato realizzato un servizio di assistenza clienti. **Sorgenti e applicazioni**

Il Gruppo destina importanti investimenti nei sistemi di produzione, nel controllo della qualità, nel supporto post-vendita e nelle strutture informatiche per garantire il miglior livello qualitativo e la migliore capacità di competizione a livello mondiale. Tutte le attività del Gruppo ruotano attorno alla tecnologia laser, un dispositivo per l'ottenimento di onde elettromagnetiche della stessa natura delle onde luminose, delle onde radio e dei raggi X ma aventi caratteristiche non presenti in nessun'altra radiazione naturale o generata dall'uomo. Le caratteristiche della luce laser sono:

1. **coerenza:** proprietà direttamente connessa all'emissione stimolata, per cui le singole emissioni avvengono in fase tra di loro. Si distingue la coerenza spaziale e la coerenza temporale.
2. **unidirezionalità:** è legata alla coerenza spaziale che, attraverso specchi paralleli, permette che escano e si propaghino solo i fasci che si presentano esattamente perpendicolari alla superficie degli specchi.
3. **brillanza:** è il parametro che contraddistingue la qualità. Si intende la potenza emessa per unità di superficie.

Sono stati sviluppati laser a stato solido, a gas, a stato liquido, a semiconduttori, chimici. Essi differiscono per lunghezza d'onda e potenza del fascio emesso mentre sono accomunati per le caratteristiche sopra descritte.

In particolare le società del Gruppo svolgono le seguenti attività:

- **DEKA M.E.L.A. S.r.l.:** la società svolge attività di distribuzione in Italia e all'estero delle apparecchiature laser medicali prodotte da El.En. S.p.A.
- **Cutlite Penta S.r.l.:** la società svolge attività di produzione di sistemi laser per applicazioni industriali di taglio e marcatura, installando su movimentazioni controllate da CNC le sorgenti laser di potenza prodotte da El.En. S.p.A. La società sta attraversando una fase di sviluppo accelerato, come evidenziato dall'incremento di fatturato e confermato dalla consistenza del portafoglio ordini. Questa fase di espansione è stata ottenuta anche grazie ad operazioni di promozione commerciale e ad un incremento delle spese per il personale e di sviluppo dei nuovi sistemi.
- **Valfivre Italia S.r.l.:** svolge attività di produzione ed assistenza tecnica su sistemi laser speciali per applicazioni industriali oltre ad attività di servizio per le imprese del gruppo.
- **OT-LAS S.r.l.:** progetta e produce sistemi speciali di marcatura laser a CO₂ per decorazioni di grandi superfici. L'esercizio 2001 ha coronato gli anni di lavoro e gli investimenti in sviluppo volti al perfezionamento dei complessi sistemi di marcatura per grandi superfici prodotti dalla società. La società è leader in tale segmento in cui si propone con soluzioni tecnologiche di assoluta avanguardia anche grazie alla stretta cooperazione tecnologica con la capogruppo El.En. per la messa a punto dei componenti strategici.
- **Neuma Laser S.r.l.:** la società ha svolto attività di assistenza tecnica post-vendita, nonché di servizio di supporto tecnico all'attività commerciale in Estremo Oriente e in Sud America, per le apparecchiature e sistemi laser industriali venduti dalle società del Gruppo ed in particolare sui sistemi prodotti dalle controllanti Cutlite

**Attività delle
società del
Gruppo**

Penta S.r.l. e Ot-Las S.r.l.

- **Deka Sarl:** la società distribuisce in Francia apparecchiature laser medicali-estetiche e relativi accessori prodotti da El.En. e fornisce servizi post-vendita per i laser industriali, medicali ed estetici.
- **Deka Lms GmbH:** la società, acquisita nel gennaio 2001, è incaricata della distribuzione in Germania delle apparecchiature laser medicali estetiche prodotte da El.En. S.p.A.

I PRODOTTI

Attualmente il Gruppo El.En. offre una vastissima gamma di prodotti che comprende: 2 sorgenti laser, 3 prodotti inseriti nella categoria “laser per la conservazione”, 18 prodotti per le applicazioni medicali, 4 laser industriali per il taglio e 4 per la marcatura. Nella tabella seguente riportiamo nomi e caratteristiche peculiari.

Tab. 1 – I prodotti del Gruppo

SORGENTI LASER	
BLADE	100-200-500-1000
COMPACT SERIES	C800-C1200-C1700-C2000-C3000
LASER PER CONSERVAZIONE	
EOS 1000	Un sistema laser di ampia versatilità e facile impiego, per laboratori e scuole di conservazione
SMART CLEAN	Un sistema laser dedicato alla conservazione delle opere d'arte
DW 400	Sistema laser per la saldatura ed il restauro dei gioielli
LASER MEDICALI	
SMARTOFFICEplus	CW e PW laser. Massima potenza 25W. Indicato per Dermatologia, ENT, Odontoiatria, Ginecologia e Chirurgia Estetica
SMARTCLINIC	CW e PW laser. Massima potenza 50W. Indicato per Dermatologia, ENT, Odontoiatria, Ginecologia e Chirurgia Estetica
SMARTPULSE10.6	CW e PW laser. Massima potenza 35 W. Indicato per la chirurgia estetica
DERMOBEAM	CW e PW laser. Massima potenza 20 w. Indicato per terapia
NEUROLAS	Laser per stimolazione dei potenziali evocati
	Manipoli per ogni applicazione. Scanners, Micromanipolatori e Guide ottiche
SMARTEPIL	Specificatamente progettato per la depilazione
SMARTEPIL II	Per trattamenti vascolari e per la depilazione
SMARTEPIL LS	Per trattamenti vascolari e per la depilazione
SMARTY - A10	Laser dentale per odontoiatria
SMARTBEAM	Laser indicato per la terapia
SMART 1064	Laser clinico utilizzato in Urologia, Gastroenterologia, Pneumologia.
SMART 2940	Particolarmente utilizzato in Dermatologia e Odontoiatria
SMART DELIVERY	Manipoli speciali e scanner per Dermatologia e Odontoiatria
SMART 2100-20 W	Laser impiegato in urologia
DERMOBEAM 2000	Specificatamente progettato per uso dermatologico
TRIACTIVE	Una triplice azione per combattere efficacemente gli inestetismi della cellulite
PHOTOSILK	Grazie alla luce pulsata una risposta rapida ai peli indesiderati
LASER INDUSTRIALI PER IL TAGLIO	
OM Laser Cutting System	Progettato per ottimizzare l'utilizzo del materiale su ampie superfici
OF Laser Cutting System	Sistemi laser integrati per il taglio delle fustelle
PL Laser Cutting System	Sistemi compatti progettati per le necessità delle piccole e medie aziende
PLN Laser Cutting System	Sistema innovativo di elevata potenza per ampie aree di lavorazione con ridotto ingombro a terra
LASER INDUSTRIALI PER LA MARCATURA	
GHIBLI	Per lavorare superfici fino a 600x600 mm, potenze 100 W e 200 W
WAY	Per lavorare superfici fino a 1000x1000 mm, potenze fino a 500 W
STRAIK	Per lavorazioni con particolari esigenze produttive
GOAL	Per superfici fino a 1600x1600 mm, potenze fino a 500 W. Adatto per tessuti e pelli intere

Fonte: El.En. S.p.A.

IL SETTORE

Il Gruppo opera nell'ambito di un settore altamente tecnologico, relativamente giovane (la prima apparecchiatura commerciale risale al 1960) e con infiniti sbocchi applicativi. La tecnologia laser trova infatti applicazione in quattro macro segmenti: medicale ed estetico, industriale, scientifico e militare. Pur vantando negli ultimi anni un notevole sviluppo, l'anno 2001 per l'industria del laser è stato decisamente negativo, con un pesante crollo del mercato mondiale.

Oltre il 60% del fatturato mondiale viene realizzato in America, in cui sono attive numerose società soprattutto nel settore medicale ed estetico. Nel 1998 il fatturato mondiale delle apparecchiature laser medicali ha superato i 1.650 milioni di US\$, nel 1999 l'incremento è stato stimato pari al 18,21% mentre per il 2000 l'incremento è stato del 16% rispetto al 1999. A livello mondiale il settore laser medicale ha fatto segnare nel 2001 una flessione del 9% del volume d'affari.

Le principali aziende del settore hanno infatti riportato un calo generalizzato delle vendite conseguito in un anno di andamento negativo del mercato.

Riportiamo alcuni dati riguardanti il fatturato realizzato da alcune rappresentative aziende del settore.

Tab. 2 – Suddivisione fatturato per area di business e per area geografica

Mln di \$	2000	2001	Variazione %
Lumenis (ESC + Coherent Medical)	161,63	315,20	95,01%
Candela	75,39	64,77	-14,09%
Laserscope	35,4	35,09	-0,88%
Asclepion-Meditec*	41,9	40,95	-2,27%

* in milioni di euro

Fonte: nostra elaborazione su dati Bloomberg

Come si può notare nella tabella tutte le principali società del settore hanno subito sostanziali cali del fatturato: solo Lumenis sembra aver quasi raddoppiato le vendite ma è un dato fuorviante perché il 2001 mostra gli effetti del consolidamento di ESC e Coherent Medical.

LINEE STRATEGICHE

Sul fronte delle applicazioni medicale ed estetiche, continua la produzione di apparecchiature innovative:

- Sorgente ad eccimeri per la psoriasi
- IPL per photorejuvenation
- Sistema per PDT

Nel settore dei laser industriali, la società intende sostenere la crescita attraverso l'individuazione di nuove applicazioni di nicchia:

- Nobilitazione dei tessuti e dei pellami
- Taglio dei metalli per clienti di job shop

e nuovi programmi di sviluppo che prevedono l'uso di sorgenti laser CO₂ di alta potenza (5 kW).

RECENTI SVILUPPI- L'ACQUISIZIONE DELL'AMERICANA CYNOSURE

Il 2 aprile 2002 El.En. S.p.A. ha annunciato l'acquisto del controllo della americana Cynosure, specializzata nei sistemi laser per uso medicale ed estetico. L'accordo preliminare per l'acquisto del 60% del capitale della società americana è stato perfezionato con un aumento di capitale i cui proventi sono stati utilizzati per un buy back di azioni da parte di Cynosure. Il 6 maggio 2002 a Boston El.En. S.p.A. ha effettuato il closing per l'acquisizione della quota di controllo sancendo definitivamente l'accordo. In quella sede è stato corrisposto un importo pari a 9.896 mila dollari, pari all'80% dell'importo globale.

El.En. corrisponderà il saldo tra dodici mesi: sarà pari a 2.474 mila dollari nel caso in cui Cynosure registri nel 2002 un fatturato pari a quello realizzato nel 2001 e sarà rettificato in funzione dell'andamento del fatturato del 2002.

L'acquisizione di Cynosure, fondata nel 1991 da Horace Furumoto, presidente attuale della società, consentirà ad El.En. di disporre di nuove tecnologie ma soprattutto di sviluppare una nuova rete commerciale in grado di aggredire il mercato laser statunitense, che assorbe attualmente oltre il 50% delle vendite mondiali. Potranno nascere sinergie importanti in quanto le due società operano su nicchie di mercato complementari.

ANDAMENTO ECONOMICO-FINANZIARIO

Il Gruppo ha realizzato nell'anno 2001 un fatturato di € 27,8 mln, in crescita del 7,3%, quasi interamente realizzato nei 3 principali settori di attività: settore delle apparecchiature laser estetico/medicali, il settore dei sistemi e delle sorgenti per applicazioni industriali e il settore del servizio tecnico di assistenza post-vendita.

Anche l'attività di ricerca e sviluppo ha apportato una piccola quota di ricavi a titolo di contributo per la realizzazione di specifici progetti nonché di rimborsi per spese di ricerca.

Nella tabella sottostante riportiamo la suddivisione del fatturato tra i quattro segmenti di attività e per area geografica:

Tab. 3 - Suddivisione fatturato per area di business e per area geografica					
Euro/000	2000	In %	2001	In %	var 2000/2001
Sistemi industriali	8.333	32,10%	10.649	38,24%	27,80%
Laser medicali	15.599	60,10%	15.099	54,23%	-3,20%
Ricerca	135	0,52%	86	0,31%	-36,21%
Assistenza	1.889	7,28%	2.010	7,22%	6,44%
Totale	25.955	100,00%	27.844	100,00%	7,28%
Italia	13.461	51,86%	14.479	52,00%	7,56%
Europa	5.452	21,01%	6.861	24,64%	25,84%
Resto del mondo	7.041	27,13%	6.505	23,36%	-7,62%
Totale	25.955	100,00%	27.844	100,00%	7,28%

Fonte: El.En. SpA

In linea generale i ricavi complessivi sono aumentati del 7,28%, molto inferiori alle aspettative formulate all'inizio dell'anno.

Il maggior contributo deriva, anche per l'anno 2001, dai ricavi del segmento dei laser medicali con € 15,099 mln seppur in calo del 3,2% sul 2000 mentre il segmento dei laser

industriali segna un incremento del 27,80% rispetto al 2000, arrivando a sfiorare gli 11 milioni di euro. Pur essendo un risultato soddisfacente è senz'altro penalizzato rispetto alle attese.

Buono è il risultato dell'attività di service post-vendita: l'incremento del fatturato beneficia del crescente numero delle installazioni che vengono servite. I servizi post-vendita sono importantissimi in quanto percepiti dal cliente come essenziali elementi di identificazione della qualità del prodotto.

Il segmento della ricerca ha invece fatto registrare un'ulteriore riduzione ai già minimi ricavi, nonostante l'intensa attività svolta nell'esercizio in esame.

Se spostiamo l'attenzione sulla realizzazione del fatturato da un punto di vista geografico, si può notare come le vendite siano state premiate in Italia e negli altri Paesi Europei a svantaggio del resto del mondo. Le due consociate dedite alla distribuzione in Francia e Germania (Deka S.a.r.l. e Deka Lms GmbH) hanno apportato un forte contributo ai ricavi complessivi mentre le vendite in Italia riflettono il tasso medio di crescita del Gruppo.

Passando all'analisi dei settori, individuiamo all'interno di quello più importante a livello di ricavi, il medicale/estetico, sei segmenti di attività, di cui riportiamo il peso sul fatturato nella tabella alla pagina seguente.

Tab. 4 – Ripartizione fatturato settore medicale per tipologia di utilizzo

Euro/000	2000	Incidenza %	2001	Incidenza %	var 2000/2001
CO ₂ Chirurgico	1.651	10,59%	1.547	10,25%	-6,32%
Terapia	769	4,93%	736	4,87%	-4,29%
Estetica	11.531	73,92%	9.763	64,66%	-15,33%
Dentale	635	4,07%	1.504	9,96%	136,89%
Altri	617	3,96%	1.129	7,48%	82,95%
Accessori	396	2,54%	421	2,79%	6,16%
Totale fatturato	15.599	100,00%	15.099	100,00%	-3,20%

Fonte: El.En. SpA

Il business dell'estetica rimane quello più significativo, con un fatturato che incide per il 65% sul totale del segmento. I prodotti proposti per l'epilazione, per la cura delle lesioni vascolari e per lo skin resurfacing sono stati integrati, nel corso dell'esercizio, con sistemi per epilazione a luce intensa pulsata e con sistemi laser per il trattamento della cellulite. La diminuzione del fatturato sul segmento principale pesa in maniera determinante sul risultato complessivo.

Interessante è l'andamento del settore odontoiatrico che raddoppia il fatturato grazie anche alla collaborazione in Italia con Anthos Impianti.

La tabella 5 mostra nel dettaglio l'evoluzione del fatturato nell'altro grande settore, quello delle applicazioni industriali, che nell'anno 2001 ha fatto registrare un tasso di crescita del 27,8%.

Il settore delle applicazioni medicali ed estetiche...

...e il settore industriale

Tab. 5 – Ripartizione fatturato settore industriale per tipologia di utilizzo

Euro/000	2000	Incidenza %	2001	Incidenza %	var 2000/2001
Taglio	5.202	62,43%	6.069	57,00%	16,68%
Marcatura	1.785	21,42%	3.461	32,51%	93,95%
Sorgenti	1.097	13,16%	918	8,62%	-16,28%
Saldatura	249	2,99%	200	1,87%	-19,87%
Totale fatturato	8.333	100,00%	10.649	100,00%	27,80%

Fonte: El.En. SpA

Se si escludono i risultati negativi (ma annunciati) dei segmenti delle sorgenti e della saldatura, il settore ha riportato forti successi, a consolidamento delle quote di mercato e delle posizioni all'estero.

In particolare, il segmento della marcatura registra un incremento del 93,95%, grazie al successo della tecnologia proprietaria utilizzata per la decorazione laser di grandi superfici mediante sistemi galvanometrici di grande innovatività proposti da Ot-las S.r.l.

Passando all'analisi dei margini si evidenzia un calo piuttosto pesante del margine di contribuzione lordo (-5,5%) che scende a € 13,505 mln. Pur avendo aumentato i volumi di produzione (e quindi i costi per le materie prime necessarie), la redditività delle vendite risulta penalizzata dalle condizioni di mercato che non hanno consentito di ottenere i prezzi previsti su parte dei prodotti di nuova introduzione e hanno limitato i margini sul resto della gamma. I costi operativi sono in notevole aumento (+57%) a seguito di una maggior spesa per la ricerca e lo sviluppo, per la riorganizzazione interna e per operazioni commerciali e di marketing volte a rafforzare la presenza dei prodotti del Gruppo sia sul mercato interno che su quello internazionale.

Con costi del personale dipendente in aumento di oltre il 30% a causa del potenziamento dell'organico di 24 unità (129 al 31/12/2001) per lo più impiegato nell'area della ricerca e sviluppo, il margine operativo lordo si attesta a € 3,896, in calo del 48,95%.

Dopo aver speso ammortamenti e accantonamenti per un totale di € 1,303 mln (in calo del 5,58% nonostante gli investimenti effettuati), il risultato operativo si attesta a € 2,593 mln contro i € 6,251 mln del 2000.

Potenziamento
dell'organico di
24 unità

Tab. 6 - Consolidato 2000 e 2001 a confronto

Euro/mln	31/12/2000	31/12/2001
Fatturato	25,955	27,844
<i>% crescita</i>	<i>8,7%</i>	<i>7,3%</i>
Valore della produzione	27,511	29,514
<i>% crescita</i>	<i>8,6%</i>	<i>7,3%</i>
Margine di contribuzione lordo	14,286	13,505
<i>% crescita</i>	<i>5,4%</i>	<i>-5,5%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>55,0%</i>	<i>48,5%</i>
Margine operativo lordo	7,633	3,896
<i>% crescita</i>	<i>3,4%</i>	<i>-49,0%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>29,4%</i>	<i>14,0%</i>
Reddito operativo (EBIT)	6,252	2,592
<i>% crescita</i>	<i>-6,1%</i>	<i>-58,5%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>24,1%</i>	<i>9,3%</i>
Risultato della gestione ordinaria	6,402	3,786
<i>% crescita</i>	<i>-2,7%</i>	<i>-40,9%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>24,7%</i>	<i>13,6%</i>
Risultato ante imposte	6,474	3,842
<i>% crescita</i>	<i>0,6%</i>	<i>-40,6%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>24,9%</i>	<i>13,8%</i>
Imposte	(2,945)	(1,209)
Risultato d'esercizio	3,530	2,634
Risultato di terzi	(0,525)	(0,359)
Utile di competenza del Gruppo	3,004	2,275
<i>% crescita</i>	<i>4,3%</i>	<i>-24,3%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>11,6%</i>	<i>8,2%</i>

Fonte: nostre elaborazioni su dati El.En. SpA

Dopo il risultato della gestione finanziaria che, beneficiando dei proventi finanziari sulle disponibilità liquide generate dagli aumenti di capitale a pagamento effettuati nel 2000, salda positivamente a € 1,194 mln e dopo una gestione straordinaria pressochè invariata, si raggiunge un utile pre-tax di € 3,842 mln, in calo del 40,65%.

Il Gruppo chiude l'esercizio con un utile consolidato di pertinenza pari a € 2,275 mln (-24,26%) grazie a una minore incidenza fiscale rispetto al 2000.

Dal lato patrimoniale, la posizione finanziaria netta presenta un saldo positivo di € 29,872 mln grazie alla preponderanza della liquidità acquisita con la quotazione.

Alla data del 31 dicembre 2001 tale liquidità era ancora rimasta non impiegata ma nei primi mesi dell'anno corrente, dopo un'attenta e scrupolosa selezione, si è perfezionato l'accordo per l'acquisto della quota del 60% delle azioni della società americana Cynosure, operante nel settore della produzione e vendita di sistemi laser per applicazioni medicali ed estetiche di cui abbiamo dato qualche dettaglio a pagina 6.

Tab. 7 - Posizione finanziaria netta

Euro/000	31/12/2000	31/12/2001
Debiti fin. a medio e lungo termine	(3.005)	(2.249)
Indebitamento fin. a medio e lungo termine	(3.005)	(2.249)
Debiti finanziari a breve	(402)	(357)
Disponibilità liquide	35.856	32.478
Posizione finanziaria netta a breve	35.454	32.121
Totale disponibilità finanziarie nette	32.449	29.872

Fonte: *El.En. SpA*

LE PREVISIONI PER IL TRIENNIO 2002-2004 (*)

Partendo dal presupposto che tassi di crescita elevati come quelli mostrati dal Gruppo negli anni precedenti la quotazione sono difficili da replicare a lungo, si è assistito negli ultimi due anni a una evidente contrazione del tasso di crescita del fatturato. Se il 2000 è stato un anno di consolidamento, il 2001 ha invece sofferto di una difficile congiuntura economica. La crescita del fatturato è stata perciò solo del 7,3% avendo dovuto scontare anche la difficoltà ad applicare ai prodotti i prezzi previsti.

Per il prossimo triennio, in funzione delle linee strategiche delineate dalla Società che prevedono una ulteriore espansione sui mercati esteri (concretamente realizzata attraverso la recente acquisizione di Cynosure, leader in America nel settore del laser medicale) stimiamo un tasso medio di crescita (cagr) del fatturato consolidato pari al 17%.

Tale previsione è stata effettuata tenendo conto delle prospettive di sviluppo dei singoli settori ma non considerando la nuova acquisizione nel settore medicale negli Stati Uniti, già avvenuta ma le cui informazioni attualmente a disposizione non permettono ancora di formulare previsioni sulla nuova realtà creatasi.

Nell'esercizio 2002, come annunciato dal management della Società, il fatturato dovrebbe tornare a crescere in modo sostanziale con un incremento di 21 punti percentuali. Tale sviluppo sarà da accreditare per il 22% al segmento dei sistemi industriali e per il 20% al segmento dei laser medicali ed estetici. Stimiamo una crescita del 25% per il segmento della ricerca che dovrebbe tornare ai livelli del 2000 dopo un anno difficile e del 23% per il segmento dei servizi, ormai determinante per definire la qualità di un prodotto.

Previsioni per
il triennio
2002/2004:
il fatturato e ...

Riportiamo lo spaccato della crescita per divisione nel triennio 2002-2004 nella tabella sottostante.

Tab. 8 - Fatturato El.En.: tassi di crescita 2002/2004 per divisione

	2002E	Var. %	in %	2003E	var. %	in %	2004E	var. %	in %
Sistemi industriali	12,992	22,0%	38,6%	15,850	22,0%	40,9%	19,337	22,0%	43,4%
Laser medicali	18,119	20,0%	53,8%	20,188	11,4%	52,1%	22,380	10,9%	50,2%
Ricerca	0,108	25,0%	0,3%	0,110	2,0%	0,3%	0,112	2,0%	0,3%
Assistenza	2,472	23,0%	7,3%	2,597	5,1%	6,7%	2,727	5,0%	6,1%
	33,691	21,0%	100,0%	38.745	15,0%	100,0%	86.843	15,0%	100,0%

Fonte: Banca Aletti & C S.p.A.

Per il biennio successivo prevediamo invece una crescita più modesta, in ragione del 15% annuo imputabile ad un costante incremento del segmento dei laser industriali (+22%) a fronte di una crescita più lenta del settore medicale ed estetico.

Tale considerazione deriva dal fatto che in campo industriale il laser si presta a una molteplicità di applicazioni, già consolidate o da sperimentare. Il margine di crescita è perciò molto più ampio.

Con i previsti livelli di crescita il settore industriale, inizialmente meno rilevante per il Gruppo, raggiungerà a fine 2004 un peso del 43,4%, secondo, per poco, al segmento del laser medicale.

Da un punto di vista della distribuzione geografica del fatturato, prevediamo un notevole aumento della quota di mercato in America, grazie alla già citata acquisizione.

...i margini La ripresa dell'economia dovrebbe portare ad un netto miglioramento dei margini: per l'anno in corso stimiamo un margine di contribuzione lordo in crescita del 20,2% (pari al 48,2% del fatturato) che toccherà € 16,23 mln contro i 13,51 del 2001. In leggera crescita anche sul fatturato nel biennio successivo (il 50,2% del fatturato e stabile nel 2003-2004).

Il margine operativo lordo, grazie a una razionalizzazione dei costi e una migliore organizzazione del personale, dovrebbe attestarsi a € 5,676 mln nel 2002 (il 16,8% del fatturato) e, con un cagr del 30,1% nel triennio 2002-2004, rappresenterà il 19% e il 19,3% rispettivamente nel 2003 e 2004.

Con ammortamenti e accantonamenti in leggera crescita, il reddito operativo lievita a € 4,294 mln nel 2002, € 5,762 nel 2003 fino a € 6,761 nel 2004 (con un ROS in crescita dal 12,7% al 15,2% nel 2004 (e un cagr del 37,7%).

L'utile netto dovrebbe registrare una crescita media annua del 19,5% circa nel periodo considerato per raggiungere € 3,882 mln nel 2004

Tale previsione è stata effettuata ipotizzando un tax rate del 41% circa nel triennio considerato.

Nella tabella sottostante riportiamo il fatturato previsto a livello consolidato e i margini reddituali per il periodo 2002/2004, sia in termini assoluti che in percentuale, con il relativo tasso di crescita medio.

Tab. 9 - Risultati economici periodo 2002/2004(*)

Euro/mln	2002E	2003E	2004E	Cagr	2002E	2003E	2004E
Fatturato	33,690	38,744	44,556	17,0%	100,0%	100,0%	100,0%
M. di contrib. lordo	16,229	19,436	22,374	18,3%	48,2%	50,2%	50,2%
Mol	5,676	7,350	8,588	30,1%	16,8%	19,0%	19,3%
R. operativo	4,294	5,762	6,761	37,7%	12,7%	14,9%	15,2%
Utile netto	2,569	3,316	3,882	19,5%	7,6%	8,6%	8,7%

Fonte: Banca Aletti & C. Spa

L'evoluzione della posizione finanziaria netta riflette investimenti tecnici lordi nel periodo pari a € 4 mln e un dividendo stimato in leggera crescita dal 2003. Il capitale circolante netto rispetto al fatturato dovrebbe sostanzialmente attestarsi nell'intorno del 40,5%.

La PFN

** Le stime di crescita relative alla nuova realtà aziendale conseguente all'acquisizione di Cynosure saranno riviste nel prossimo studio sulla base dei dati diffusi ieri (23 maggio 2002) nel comunicato stampa emesso da El.En. S.p.A.*

LA VALUTAZIONE

La determinazione del valore della società è stata ottenuta utilizzando come metodologia principale il metodo finanziario (Dcf) e utilizzando il metodo dei multipli di mercato come controllo.

Il DCF I motivi di tale scelta sono riconducibili essenzialmente alla difficoltà di identificare dei veri e propri *comparables* di mercato per il gruppo El.En., sia in termini di dimensioni che di operatività.

Sottolineiamo che le proiezioni utilizzate nel Dcf non tengono conto della avvenuta acquisizione.

Il metodo finanziario è stato applicato per un periodo temporale di 7 anni ed è basato sulle seguenti ipotesi:

- Tasso free risk=5,4%
- Tasso risk premium=3,8%
- Beta=1
- Costo medio del capitale=8,9%

Nel calcolo del valore residuo è stata ipotizzata una crescita di lungo periodo pari al 1,5% tenendo conto del settore di riferimento. Il modello è stato applicato ai dati derivati dalla determinazione analitica dei flussi di cassa per il triennio 2002/2004 e alla proiezione dei valori per il quadriennio successivo ipotizzando un sostanziale miglioramento dell'efficienza operativa, investimenti costanti e ammortamenti in leggera crescita con un CCN pari al 31,58%. Il tax rate si è ipotizzato prudenzialmente superiore rispetto a quello da noi stimato per l'esercizio 2004.

I risultati del calcolo del DCF sono riportati nella sottostante tabella n.11.

Tab. 11 - Discounted cash flow – dati in milioni di euro

Ipotesi		Valore d'azienda	
N. di anni considerati	7	Free Cash Flow attualizzato	8,51
Beta	1	+ Terminal Value attualizzato	33,85
Tasso Free risk	5,48%	Valore totale	42,36
Market premium	3,78%	- Debito netto(Ind. netto)	-30,05
Costo medio del capitale	8,88%	Valore economico	72,41
Tasso di crescita atteso	1,50%	N° azioni / 1000	4.600
		Valore per azione (in euro)	15,74

Fonte: Banca Aletti & C. Spa

Sulla base delle nostre ipotesi, il prezzo obiettivo del titolo risulta pari a € 15,74.

Tab. 12 - Analisi di sensitività

Wacc/g	1,0%	1,5%	2,0%
8,38%	15,99	16,58	17,26
8,88%	15,24	15,74	16,32
9,38%	14,59	15,02	15,51

Fonte: Banca Aletti & C. Spa

A seguito dell'analisi di sensitività, il prezzo obiettivo risulta oscillante in un range compreso tra € 14,59 e € 17,26.

Per quanto concerne l'applicazione della metodologia dei multipli di mercato va premessa la complessità insita nell'individuazione di veri e propri competitors, dovuta al fatto che:

I multipli di mercato

1 – né sul mercato italiano né su quello estero esiste alcuna società che operi in entrambi i segmenti di attività di El.En.: laser per applicazioni medicali ed estetiche e laser industriali.

2 – in Italia solo Prima Industrie opera nel settore del laser ma è attiva esclusivamente nel segmento dei laser industriali e non in quello dei laser medicali ed estetici. Il giro di affari di Prima Industrie è inoltre nettamente superiore rispetto a quello di El.En.

3 – le società individuate presentano capitalizzazioni e livelli di vendite maggiori. Il confronto con El.En. appare perciò poco significativo.

Ciò premesso, si è comunque individuato il seguente campione di riferimento, composto da nove società, di cui sei società statunitensi, una italiana e due quotate al nuovo mercato tedesco.

Nella tabella n.13 vengono indicati i valori del P/E, EV su fatturato ed Ebitda delle società del campione di riferimento per mezzo del quale è stata effettuata la valutazione di El.En.

Tab. 13 - Multipli di borsa

	P/E	EV/Fatturato	EV/Ebitda
Candela	(30,00)	0,60	-
Asclepion-Meditec	48,84	1,15	17,58
Prima Industrie	34,96	0,41	8,23
Lambda Physik	152,22	2,15	11,44
Lumenis	12,21	0,85	-
Coherent	88,61	1,82	13,62
Palomar	-	-	-
Laserscope	191,67	-	-
Excel Technology	30,57	2,84	-
Media	66,14	1,40	12,72
Mediana	48,84	1,15	12,53
El.En. (multipli 2002 a pr. correnti)	22,01	0,80	4,77
El.En. (multipli 2002 utilizzando pr. obiettivo)	27,86	1,25	7,41

Fonte: elaborazione Banca Aletti su dati Bloomberg.

Analizzato il campione di riferimento, abbiamo ritenuto opportuno escludere le società Lambda Physic e Laserscope i cui P/E si discostano molto dalla media del campione e, tenendo conto della notevole dispersione che caratterizza i multipli relativi al campione, abbiamo preso a riferimento i valori mediani.

Applicando tali multipli ai dati previsionali 2002 della Società si ottiene un valore compreso tra € 13,93 e € 23,44.

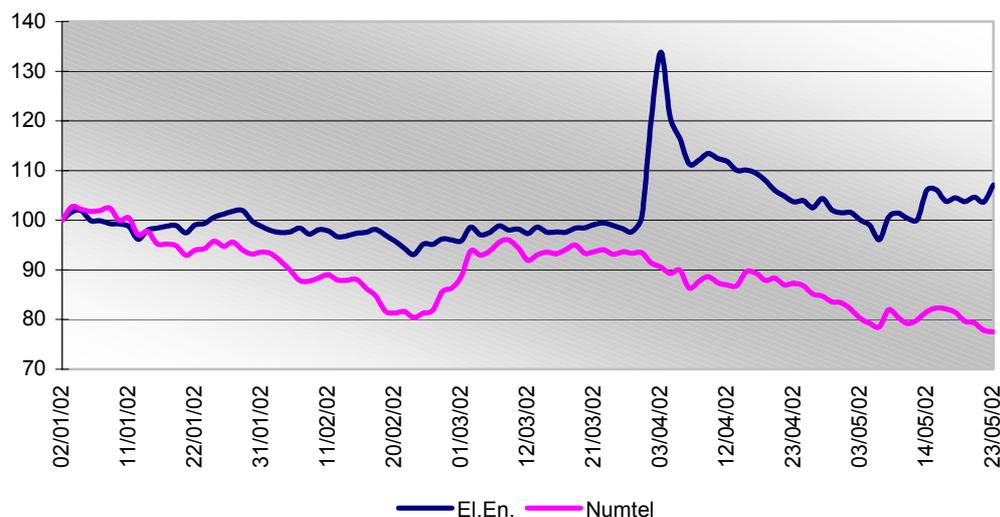
In considerazione del fatto che la valutazione a multipli di mercato è meno significativa rispetto al metodo finanziario, si ritiene opportuno considerare come valore obiettivo quanto emerso attraverso l'applicazione del metodo finanziario confermando il target price di € 15,56 raggiungibile nel medio periodo, soprattutto se venissero confermate le interessanti previsioni di crescita in termini di fatturato. A quel prezzo obiettivo il titolo El.En. quoterebbe 27,86x P/E, 1,25x Ev/Sales e 7,41x Ev/Ebitda.

ANDAMENTO DI BORSA

El.En. e l'indice di riferimento

Se si prescindono dai primi 15 giorni dell'anno, il titolo El.En., quotato al Nuovo Mercato da dicembre 2000, ha costantemente sovraperformato l'indice di riferimento Numtel: in particolare dal mese di aprile il gap si è allargato notevolmente in coincidenza dell'annuncio dell'acquisizione del 60% di Cynosure.

Grafico 2 - Andamento El.En. e indice Nuovo Mercato



Fonte: Bloomberg

Da inizio anno il titolo ha avuto una performance positiva (+7,12% il 23 maggio 2002). Nel periodo considerato il massimo a fine giornata è stato raggiunto il 3 aprile a € 15,361 mentre il minimo è stato toccato il 22 febbraio a € 10,686. Nell'arco delle ultime 52 settimane invece il massimo ha raggiunto € 19,40 il 20 maggio 2001 (ancora sulla scia del periodo favorevole post-quotazione ma già in fase discendente) mentre il minimo è stato di € 10,20 toccato il 18 ottobre 2001.

Nella tabella seguente abbiamo riportato i controvalori e gli scambi medi giornalieri da inizio anno 2002 suddivisi per mese di quotazione.

Anche i volumi scambiati evidenziano l'effetto positivo dell'annuncio dell'acquisizione, con la media del mese di aprile crescente a 32.872 pezzi scambiati.

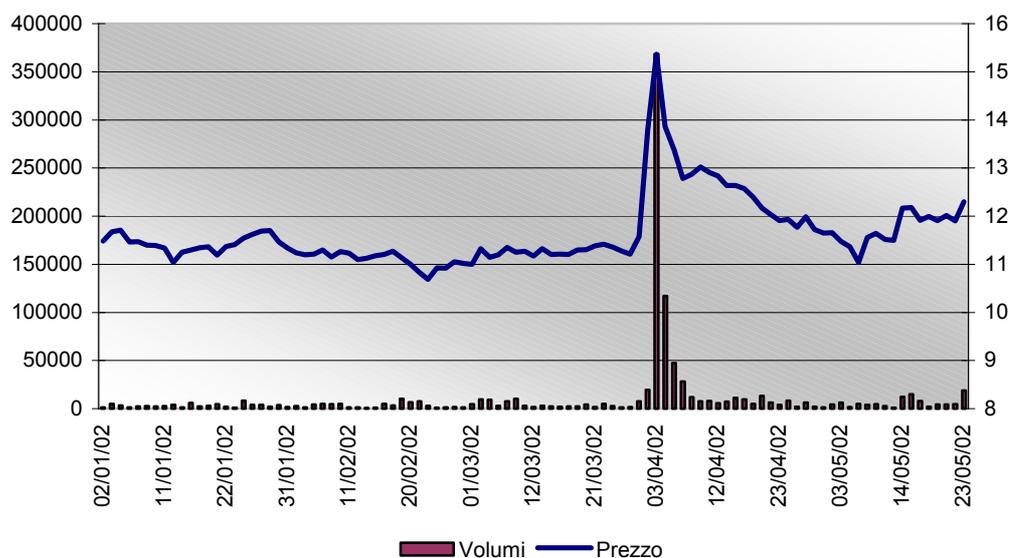
Tab. 14 - Volumi medi giornalieri da inizio quotazione

Mese	Ctv medio giornaliero (euro)	Volumi Medi Giornalieri
Gennaio 2002	35.824	3.131
Febbraio 2002	37.918	3.415
Marzo 2002	48.022	4.255
Aprile 2002	471.988	32.872
Maggio 2002	73.609	6.171
Media	137.338	10.215

Fonte: nostra elaborazione su dati Bloomberg

Nel grafico sottostante è evidenziato il picco sia di prezzo che di volumi registrati il 3 aprile 2002.

Grafico 3 - El.En.: prezzi e volumi da inizio anno



Fonte: elaborazioni Banca Aletti & C. S.p.A. su dati Bloomberg

Allegati

Conto economico consolidato

	2000	2001	2002E	2003E	2004E
Fatturato	25,955	27,844	33,690	38,744	44,556
<i>% crescita</i>	8,7%	7,3%	21,0%	15,0%	15,0%
Valore della produzione	27,511	29,514	35,601	40,861	46,880
<i>% crescita</i>	8,6%	7,3%	20,6%	14,8%	14,7%
Costi esterni e altri servizi diretti	(13,226)	(16,008)	(19,372)	(21,425)	(24,506)
Margine di contribuzione lordo	14,286	13,505	16,229	19,436	22,374
<i>% crescita</i>	5,4%	-5,5%	20,2%	19,8%	15,1%
<i>% del fatturato</i>	55,0%	48,5%	48,2%	50,2%	50,2%
Costi per servizi e oneri operativi	(3,351)	(5,261)	(6,106)	(7,010)	(7,994)
Valore aggiunto	10,934	8,244	10,123	12,426	14,380
<i>% crescita</i>	4,5%	-24,6%	22,8%	22,7%	15,7%
<i>% del fatturato</i>	42,1%	29,6%	30,0%	32,1%	32,3%
Costi per il personale:	(3,302)	(4,348)	(4,447)	(5,075)	(5,792)
Margine operativo lordo	7,633	3,896	5,676	7,350	8,588
<i>% crescita</i>	3,4%	-49,0%	45,7%	29,5%	16,8%
<i>% del fatturato</i>	29,4%	14,0%	16,8%	19,0%	19,3%
Ammortamenti	(0,872)	(1,095)	(1,112)	(1,279)	(1,470)
Reddito operativo (EBIT)	6,252	2,592	4,294	5,762	6,761
<i>% crescita</i>	-6,1%	-58,5%	65,7%	34,2%	17,3%
<i>% del fatturato(ROS)</i>	24,1%	9,3%	12,7%	14,9%	15,2%
Gestione finanziaria:	0,178	1,194	0,901	1,036	1,192
Risultato della gestione	6,430	3,786	5,196	6,798	7,953
<i>% crescita</i>	-2,3%	-41,1%	37,2%	30,8%	17,0%
<i>% del fatturato</i>	24,8%	13,6%	15,4%	17,5%	17,8%
Gestione straordinaria:	0,020	0,026	0,030	0,030	0,030
Risultato ante imposte	6,474	3,842	5,226	6,828	7,983
<i>% crescita</i>	0,6%	-40,7%	36,0%	30,7%	16,9%
<i>% del fatturato</i>	24,9%	13,8%	15,5%	17,6%	17,9%
Imposte	(2,945)	(1,209)	(2,160)	(2,795)	(3,263)
Risultato di terzi	(0,525)	(0,359)	(0,496)	(0,717)	(0,838)
Utile di competenza del gruppo	3,004	2,275	2,569	3,316	3,882
<i>% crescita</i>	4,3%	-24,3%	12,9%	29,0%	17,1%
<i>% del fatturato</i>	11,6%	8,2%	7,6%	8,6%	8,7%
Cash flow	3,876	3,370	3,681	4,594	5,352
<i>% crescita</i>	16,9%	-13,0%	9,2%	24,8%	16,5%
<i>% del fatturato</i>	14,9%	12,1%	10,9%	11,9%	12,0%

Fonte: Banca Aletti & C. S.p.A.

Stato patrimoniale consolidato

	2000	2001	2002	2003	2004
Totale immobilizzazioni	6,292	6,169	6,705	7,741	8,942
Totale circolante netto	7,745	12,122	13,540	15,669	18,101
F.di a medio lungo	1,450	1,584	0,510	0,859	1,036
Capitale investito netto	12,587	16,708	19,735	22,552	26,007
Patrimonio netto di gruppo	43,723	45,049	46,682	49,078	52,012
Patrimonio di terzi	1,312	1,709	2,496	2,717	2,838
Indebitamento fin. netto	(32,449)	(30,050)	(29,443)	(29,243)	(28,843)
Totale fonti	12,586	16,708	19,735	22,552	26,007

Fonte: Banca Aletti & C. S.p.A.

Ratio analysis

	2000	2001	2002	2003	2004
Indici reddituali					
ROE %	6,87	5,05	5,50	6,76	7,46
ROCE %	49,67	15,51	21,76	25,55	26,00
Utile/fatturato %	11,53	8,10	7,57	8,51	8,67
ROS %	24,09	9,31	12,75	14,87	15,17
MOL/fatturato %	29,41	13,99	16,85	18,97	19,27
Fatturato per dipendente	26,90	23,80	26,53	26,18	27,85
Cash flow/fatturato %	14,89	12,03	10,87	11,81	11,97
Costo medio dipendenti	(3,42)	(3,72)	(3,50)	(3,43)	(3,62)
Struttura patrimoniale/finanziaria					
Debiti finanziari netti	(32,45)	(30,05)	(29,44)	(29,24)	(28,84)
Debt/equità	(0,74)	(0,67)	(0,63)	(0,60)	(0,55)
Costo medio dell'indebitamento					
Att. correnti/pass. correnti	6,42	6,33	5,48	5,40	5,26
Acid test	5,58	5,25	4,34	4,20	3,99
Capex/fatturato	10,59	3,90	3,56	3,36	3,37
Circolante					
Capitale circolante	7,74	12,12	13,54	15,67	18,10
Capitale circolante/fatturato	29,84%	43,54%	40,19%	40,44%	40,63%
Indicatori di borsa					
Num. azioni/1000	4600	4600	4600	4600	4600
EPS	0,65	0,49	0,56	0,72	0,84
CFPS	0,84	0,73	0,80	1,00	1,16
CFPS rettificato	0,84	0,73	0,80	0,99	1,16
BVPS	9,51	9,79	10,15	10,67	11,31
Prezzo Euro	12,297				
P/E rettificato	18,83	24,86	22,01	17,06	14,57
P/CF rettificato	14,64	16,88	15,45	12,37	10,61
P/BV	1,29	1,26	1,21	1,15	1,09
DIV	0,20	0,20	0,20	0,21	0,25
EV/Sales	1,56	0,93	0,82	0,73	0,64
EV/Ebitda	5,29	6,68	4,86	3,82	3,31
EV/Ebit	6,46	10,03	6,42	4,88	4,21
Yield	1,63%	1,63%	1,63%	1,71%	2,03%
Dividendi	0,92	0,92	0,92	0,97	1,15
Pay-out %	30,63	40,44	35,80	29,13	29,63
Tax rate %	45,49	31,46	41,33	40,94	40,87

Fonte: Banca Aletti & C. S.p.A.

QUESTO DOCUMENTO E' STATO PREDISPOSTO DA BANCA ALETTI & C. S.P.A. ("BANCA ALETTI").

BANCA ALETTI & C. S.P.A. PUO' AVERE UN PROPRIO SPECIFICO INTERESSE RIGUARDO AGLI EMITTENTI, AGLI STRUMENTI FINANZIARI E ALLE OPERAZIONI OGGETTO DI ANALISI IN QUANTO INCARICATA DALL'EMITTENTE EL.EN. S.P.A. A SVOLGERE L'ATTIVITA' DI OPERATORE SPECIALISTA, AI SENSI DI QUANTO PREVISTO DAL REGOLAMENTO DEL NUOVO MERCATO ORGANIZZATO E GESTITO DA BORSA ITALIANA S.P.A. E DALLE RELATIVE ISTRUZIONI. L'INCARICO DI SPECIALISTA COMPORTA, OLTRE ALLA REDAZIONE E ALLA DIFFUSIONE DELLA PRESENTE ANALISI, LO SVOLGIMENTO DA PARTE DI BANCA ALETTI & C. S.P.A. DI ATTIVITA' DI NEGOZIAZIONE IN CONTO PROPRIO SULLE AZIONI ORDINARIE DELL'EMITTENTE EL.EN: S.P.A. DA TALE ATTIVITA' DI NEGOZIAZIONE IN CONTO PROPRIO PUO' DERIVARE L'ACCUMULO, IN CAPO A BANCA ALETTI & C. S.P.A., DI POSIZIONI LUNGHE O CORTE NEI MEDESIMI STRUMENTI FINANZIARI.

MENTRE LE INFORMAZIONI CONTENUTE IN QUESTO DOCUMENTO E LE OPINIONI IVI INDICATE SI BASANO SU FONTI RITENUTE ATTENDIBILI, NON E' STATA EFFETTUATA UNA VERIFICA INDIPENDENTE DEL CONTENUTO DI QUESTO DOCUMENTO. CONSEGUENTEMENTE NESSUNA DICHIARAZIONE O GARANZIA, ESPRESSA O IMPLICITA, E' FORNITA, NE' ALCUN AFFIDAMENTO PUO' ESSERE FATTO RIGUARDO ALLA PRECISIONE, COMPLETEZZA O CORRETTEZZA DELLE INFORMAZIONI E DELLE OPINIONI CONTENUTE IN QUESTO DOCUMENTO E, NE' LA SOCIETA', NE' BANCA ALETTI, NE' ALCUN LORO AMMINISTRATORE, DIRIGENTE, QUADRO O DIPENDENTE POTRA' ESSERE RITENUTO RESPONSABILE (PER COLPA O DIVERSAMENTE) PER DANNI DERIVANTI DALL'UTILIZZO O DAL CONTENUTO DEL PRESENTE DOCUMENTO OVVERO PER DANNI COMUNQUE CONNESSI CON IL PRESENTE DOCUMENTO.

QUESTO DOCUMENTO NON COSTITUISCE NE' FORMA PARTE DI NESSUNA OFFERTA DI VENDITA O DI SOTTOSCRIZIONE, NE' IL MEDESIMO O CIASCUNA DELLE SUE PARTI COSTITUIRA' LA BASE PER QUALSIVOGLIA CONTRATTO O IMPEGNO DI QUALSIASI TIPO.

IL PRESENTE DOCUMENTO, O COPIA O PARTI DI ESSO, NON POSSONO ESSERE PORTATI, TRASMESSI OVVERO DISTRIBUITI NEGLI STATI UNITI, CANADA, AUSTRALIA E GIAPPONE O AD ALCUNA PERSONA IVI RESIDENTE. LA DISTRIBUZIONE DI QUESTO DOCUMENTO IN ALTRE GIURISDIZIONI PUO' ESSERE SOGGETTA A RESTRIZIONI E PERTANTO LE PERSONE ALLE QUALI DOVESSE PERVENIRE TALE DOCUMENTO SI DOVRANNO INFORMARE SULL'ESISTENZA DI TALI RESTRIZIONI ED OSSERVARLE.

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA DA BANCA ALETTI & C. S.P.A. MEDIANTE TRASMISSIONE DI SUPPORTI CARTACEI OVVERO DI FORMATI ELETTRONICI NON MODIFICABILI OLTRE CHE NELL'AMBITO DEI SITI WWW.ALETTIBANK.IT, WWW.BPV.IT E WWW.CREBERG.IT NELL'AREA RISERVATA AI CLIENTI REGISTRATI.

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA A PARTIRE DAL 24 MAGGIO 2002.

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA A CIRCA N. 150 INVESTITORI PROFESSIONALI ITALIANI (COME DEFINITI AGLI ARTICOLI 25 E 31 DEL REGOLAMENTO APPROVATO CON DELIBERAZIONE CONSOB N. 11522/1998 E SUCCESSIVE MODIFICAZIONI) ED ISTITUZIONALI ESTERI, AD ESCLUSIONE DI STATI UNITI, CANADA, AUSTRALIA E GIAPPONE.