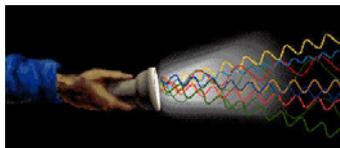




Meliorbanca

ITALIAN EQUITY RESEARCH

27 agosto 2002



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

### Un gruppo in crescita

	Sales	EV/Sales	Ebitda	EV/Ebitda	Ebitda Margin	Ebit	EV/Ebit	Ebit Margin	Net Income	P/E	D/Y
	Eur mln.	x	Eur mln.	x	%	Eur mln.	x	%	Eur mln.	x	%
2000	25,96	1,13	7,75	3,77	29,84%	6,22	4,69	23,98%	3,00	19,91	1,5%
2001	27,84	1,15	4,08	7,85	14,66%	2,59	12,36	9,31%	2,27	26,30	1,5%
2001PF	53,60	0,90	1,71	28,35	3,19%	-2,66	n.m.	-4,96%	-2,78	n.m.	1,5%
2002E	49,88	0,94	4,88	9,62	9,79%	2,27	20,72	4,55%	1,43	41,95	0,6%
2003E	61,66	0,78	5,17	9,32	8,38%	2,03	23,74	3,29%	1,38	43,23	0,6%
2004E	76,42	0,63	9,91	4,88	12,97%	6,77	7,15	8,86%	3,30	18,15	1,4%

Fonte: Gruppo El.En. e previsioni Meliorbanca

**Il primo semestre 2002 sembra segnare il superamento della fase di congiuntura negativa, con fatturato e redditività in crescita, anche escludendo la recente acquisizione della società americana dall'area di consolidamento. La rielaborazione delle stime per gli esercizi futuri porta all'aggiornamento del target price ad € 16,49; modifichiamo il giudizio in ADD.**

- Completata nel mese di maggio 2002 l'**acquisizione di Cynosure**, società americana attiva nel settore dei laser medicali, attraverso la quale il Gruppo diventa uno dei principali produttori mondiali nel settore dei laser.
- **IH02** in netto miglioramento per il Gruppo El.En.: il **fatturato** si è attestato a circa € 21 milioni, **+57%** rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno; **Ebitda ed Ebit** in crescita rispettivamente di **+40% e +28%**, anche se in leggera contrazione in rapporto al fatturato (Ebitda ed Ebit Margin del 12% e 8%, versus 14% e 9% al primo semestre 2001).
- Performance positiva anche **escludendo Cynosure** dall'area di consolidamento: **fatturato** in aumento di **+27%**; **Ebitda ed Ebit** in aumento di **+37% e 46%**, in crescita anche in termini relativi (Ebitda ed Ebit Margin del 15% e 11%).
- La **posizione finanziaria netta** a fine giugno 2002, si mantiene positiva per € 22,6 milioni, nonostante la recente acquisizione.
- Alla luce dei recenti sviluppi e delle previsioni di crescita formulate dal management modifichiamo il nostro giudizio sul titolo in **ADD**.

Prezzo al 21/08/2002 (in €): 13.006

Target price (in €): 16.49

Mkt cap (mln. €): 59.8

N° azioni (mln.): 4.6

Min-Max (52 sett. in €): 10.462-18.326

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

Settore: **apparecchiature laser**

Maggiori azionisti:  
A. Cangioli 13.52%; F. Muzzi 10.57%;  
G. Clementi 10.57%; B. Bazzocchi  
10.57%; Banca Toscana 10.06%;  
Imm. Del Ciliegio 6.71%; altri 9.94%  
(Fonte: Bloomberg)

Flottante: 28.06%

Bloomberg page: ELN IM

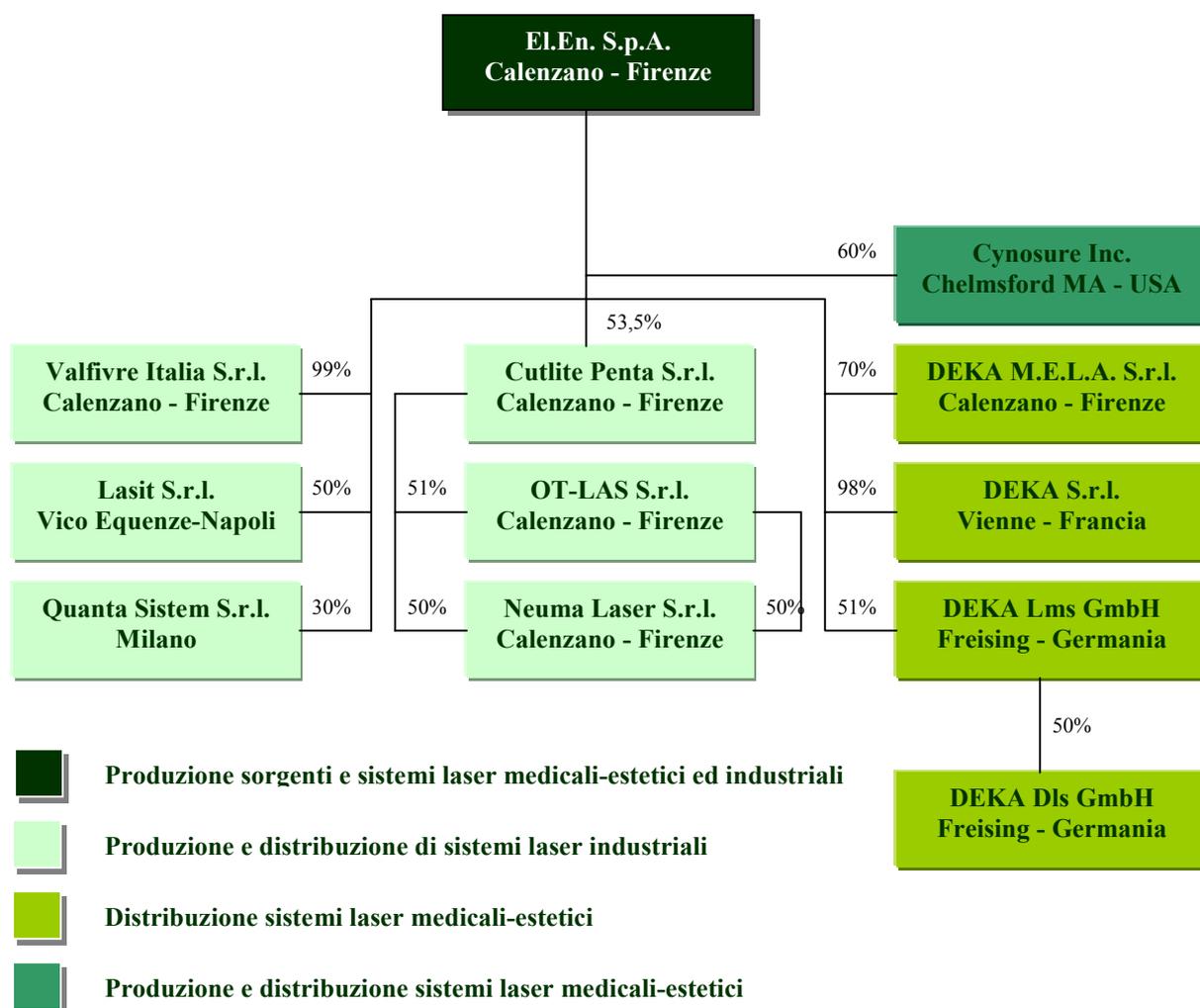
Gisella Barisone – Tel. (02) 29022.307  
gisella.barisone@meliorbanca.com



## 1. Struttura di Gruppo

Nel corso della prima metà del 2002, la struttura di Gruppo ha visto un allargamento dell'ambito di operatività, tanto atteso dal mercato fin dai tempi della quotazione. In particolare, con l'acquisizione di Deka Lms GmbH nel gennaio 2001 e di Cynosure nel maggio 2002, El.En. S.p.A. controlla un gruppo di otto società operanti nel settore laser, a ciascuna delle quali è riservata una nicchia applicativa ed una particolare funzione di mercato.

### Acquisizioni



Fonte: Gruppo El.En.



Meliorbanca

## 2. Acquisizione Cynosure

Il 6 maggio 2002 è stata perfezionata l'acquisizione di una partecipazione pari al 60% del capitale di Cynosure, società americana operante nel settore della produzione e vendita di sistemi laser per applicazioni medicali ed estetiche.

Cynosure

Con il perfezionamento dell'acquisizione il Gruppo ha realizzato una delle principali operazioni annunciate già ai tempi della quotazione, finalizzata al conseguimento dei seguenti obiettivi:

Obiettivi

- **consolidamento della propria attività nel settore medicale/estetico:** l'acquisizione rafforza ulteriormente la posizione del Gruppo nel settore medicale estetico, che al primo semestre 2002 rappresenta il 57% del fatturato complessivo;
- **espansione negli Stati Uniti:** Cynosure consente il consolidamento della rete di distribuzione a livello mondiale ed, in particolare, rende possibile l'acquisizione di un'importante quota di mercato negli Stati Uniti, mercato dal quale il Gruppo era sostanzialmente assente;
- **completamento della gamma di prodotti offerta:** le produzioni di Cynosure e quelle del Gruppo sono tra loro complementari;
- **rafforzamento dell'attività di ricerca e sviluppo:** l'acquisizione consente al Gruppo di disporre di nuove tecnologie nonché di risorse destinabili al rafforzamento ulteriore della R&D, fondamentale per la capacità di proporre in via continuativa nuovi prodotti sul mercato.

### 2.1 La società

Fondata nel 1991 da Horace Furumoto, la società opera nel settore della produzione e vendita di sistemi laser per applicazioni medicali ed estetiche: dopo aver esordito nel settore dei laser a coloranti per applicazioni vascolari, grazie ai propri sistemi laser ad Alessandrite, ha fatto ingresso nel segmento dell'estetica per la epilazione.

Attività

In particolare, il gruppo Cynosure svolge:

- **attività di produzione e di ricerca e sviluppo**, prevalentemente nello stabilimento di Chelmsford in Massachussets, ad eccezione di alcune attività di produzione di particolari apparecchiature per dermatologia svolte nella controllata cinese;



Meliorbanca

- **distribuzione e servizio tecnico post vendita** sul mercato USA e sui mercati internazionali sia tramite le società controllate<sup>1</sup>, sia tramite una rete di propri distributori.

Il gruppo possiede, inoltre, una partecipazione al 40% nella Sona International Inc., cliente di Cynosure per il noleggio dei laser utilizzati per la propria attività di gestione diretta ed in concessione di centri per la depilazione laser.

L'esercizio 2001 si è chiuso con una **perdita operativa di circa Euro 4,44 milioni e una perdita netta di circa Euro 6,28 milioni, a causa della difficile congiuntura di mercato seguente agli eventi dell'11 settembre.**

**Risultati 2001**

Si sottolinea come una parte dei ricavi derivi da contratti di “**revenue sharing**” ovvero dal noleggio di apparecchiature di proprietà di Cynosure a condizioni variabili in funzione del reddito prodotto dall'utilizzo delle macchine stesse; in proposito, il 3% del fatturato complessivo è generato dalla società Sona International Co., partecipata al 40%. Esiste anche una forma di dipendenza sul lato del mercato di approvvigionamento, per l'acquisto di un componente significativo da un solo fornitore, unico fabbricante presente sul mercato.

In termini di aree geografiche servite, il **32% del fatturato Cynosure è realizzato sul mercato degli Stati Uniti**; si tratta del principale elemento alla base dell'acquisizione, essenziale ai fini della realizzazione dell'obiettivo strategico di Gruppo di veicolare, attraverso la rete distributiva acquisita, la propria produzione sul mercato americano.

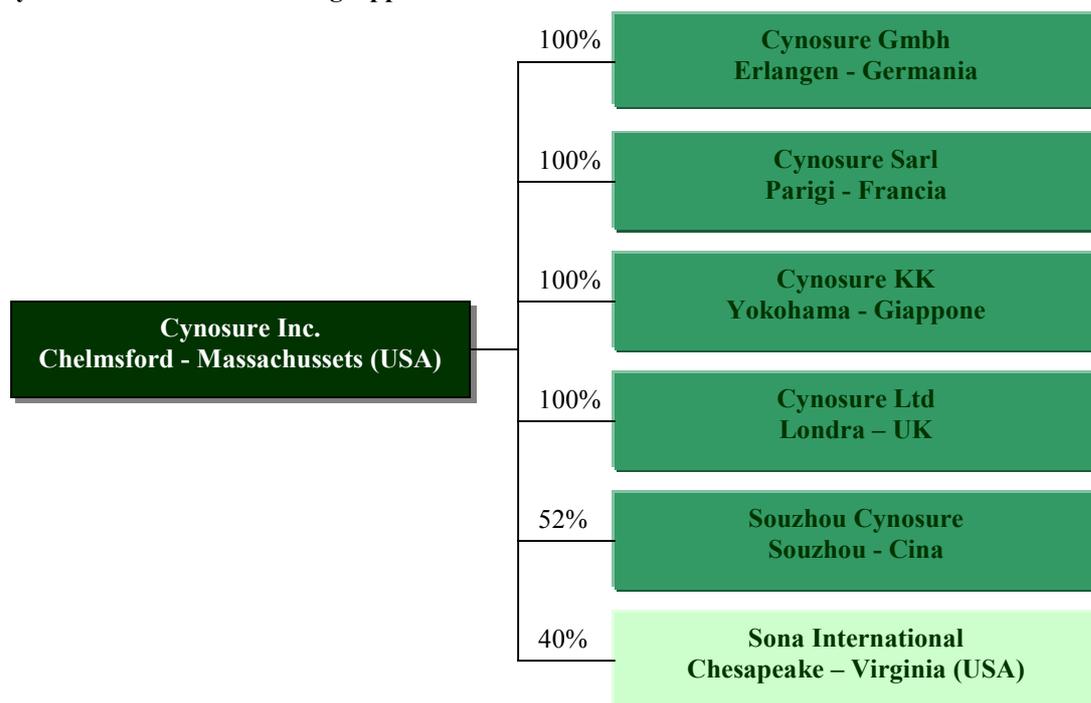
---

<sup>1</sup> Cynosure Sarl in Francia, Cynosure Ltd in Gran Bretagna, Cynosure GmbH in Germania, Cynosure KK in Giappone, controllate al 100%, e Suzhou Cynosure in Cina, controllata al 52%.



Meliorbanca

**Cynosure Inc. – Struttura di gruppo**



**Produzione e R&D**



**Distribuzione locale e servizio tecnico post vendita**



**Gestione centri per la depilazione laser**

Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati di Gruppo

**Cynosure Inc. - Sintesi economico-finanziaria**

<b>Income Statement (Eur m)</b>	<b>2000A</b>	<b>2001A</b>
Sales	25,76	25,76
EBITDA	1,15	-2,19
EBIT	0,30	-4,44
Pre-tax Income	-0,24	-5,36
Net Income after minorities	-0,23	-6,28
<b>Balance Sheet (Eur m)</b>	<b>2000A</b>	<b>2001A</b>
Fixed & LT Assets	4,71	3,91
Net Working Capital	8,52	7,09
Net Capital Employed	12,74	9,32
Net Debt (Cash)	-1,99	-0,27
Minorities	0,00	0,32
Net Equity	14,74	9,26
<b>Profitability &amp; Financial Ratios</b>	<b>2000A</b>	<b>2001A</b>
EBITDA Margin (%)	4,46%	-8,49%
EBIT Margin (%)	1,15%	-17,24%
Tax Rate (%)	5,83%	-16,24%
Net Income Margin (%)	-0,88%	-24,39%
ROE (%)	n.m.	n.m.
D/E	n.m.	n.m.
Interest Cover	29,60	n.m.

Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati di Gruppo



Meliorbanca

## 2.3 Gli effetti

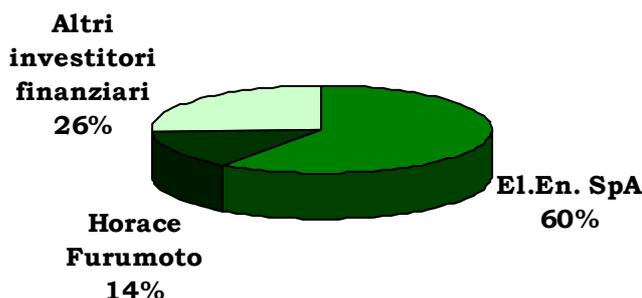
L'obiettivo di breve termine del Gruppo è la canalizzazione di certi prodotti di El.En. attraverso la rete di distribuzione Cynosure; **non sono, pertanto, previste a breve termine modifiche strutturali nell'organizzazione e nei programmi di Cynosure.**

Effetti su Cynosure

In particolare, anche il management della realtà acquisita è stato confermato e sarà incentivato con piani di Stock Options, consentendo da un lato lo sfruttamento al meglio delle competenze acquisite da Cynosure nel proprio ramo di attività ed aree geografiche servite, e dall'altro di evitare i problemi generati da processi di aggregazione di realtà differenti.

In termini di struttura di controllo, a seguito dell'operazione di acquisizione del 60% del capitale da parte di El.En. SpA, le residue quote di Cynosure fanno capo al fondatore Dr. Horace Furumoto per il 14,4%, e per il restante 26% ad investitori di carattere finanziario.

### Azionariato Cynosure post acquisizione



Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati di Gruppo

Più rilevanti, invece, gli effetti sul Gruppo, sia in termini di esborso finanziario, sia soprattutto in termini dimensionali e di operatività.

Effetti sul Gruppo

Il **costo dell'acquisizione** ammonta a **circa Euro 13 milioni**, di cui Euro 11 milioni versati al momento del closing dell'operazione il 6 maggio 2002. Il saldo sarà invece corrisposto dopo dodici mesi con una formula di *earn out*, facendo riferimento ad una valutazione complessiva dell'azienda pari al suo fatturato consolidato per l'esercizio 2002 diminuito della perdita operativa consolidata registrata nell'esercizio 2001. L'importo a saldo indicato nella tabella seguente deve quindi considerarsi indicativo, dato che l'importo da versare effettivamente sarà determinato sulla base dei dati consuntivi 2002.

... costo dell'acquisizione



Meliorbanca

Acquisizione Cynosure	USD mn.	€ mn.
Fatturato 2002E	23,5	26,1
Perdita operativa 2001	-3,8	-4,2
<b>Valutazione</b>	<b>19,7</b>	<b>21,9</b>
<b>Acquisizione 60%</b>	<b>11,8</b>	<b>13,1</b>
Acconto (6/5/02)	9,9	11,0
<b>Saldo (6/5/03)</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>

La conversione è avvenuta al cambio di 0,9002 Euro per dollaro (come da relazione trimestrale).

Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati di Gruppo

Da rilevare, comunque, che nonostante l'esborso finanziario, la posizione finanziaria netta di Gruppo, come meglio precisato in seguito, si mantiene positiva. Oltre a non appesantire la struttura finanziaria, ciò rende possibili ulteriori future operazioni di crescita esterna, così come ventilato dal Gruppo in precedenti comunicazioni.

L'acquisizione modifica la struttura del Gruppo dal **punto di vista dimensionale**, consentendo un raddoppio dimensionale del fatturato. La struttura del conto economico e della situazione patrimoniale del Gruppo, come meglio evidenziato in seguito, saranno pertanto radicalmente alterate.

... dimensione ed operatività

Da sottolineare, peraltro, come tale operazione interessi esclusivamente il settore di attività medica estetica del Gruppo, lasciando inalterata la struttura societaria e la impostazione strategica di business nel settore delle sorgenti e sistemi laser industriali, dato che la realtà acquisita è attiva solo in tale segmento di mercato.

Da un **punto di vista operativo**, l'operazione presenta molteplici vantaggi:

- **completamento gamma:** il Gruppo ha la possibilità di completare la gamma dei prodotti offerti nel segmento medico ed estetico;
- **presenza globale:** Cynosure possiede un proprio marchio e una propria rete distributiva ramificata negli Stati Uniti, consente pertanto al Gruppo di entrare in modo diretto sul più importante mercato di sbocco a livello mondiale;
- **sinergie tecnologiche e geografiche:** il Gruppo potrà contare su un potenziamento sia della capacità di progettare prodotti innovativi sia della rete di distribuzione su scala mondiale; senza contare gli effetti diretti sui costi di produzione, per risparmi derivanti dal raggiungimento di un volume superiore di acquisti per taluni componenti.



### 3. Dati economico-finanziari

#### 3.1 1H02

Dopo un 2001 di difficoltà e recessione, il primo semestre 2002 segna un'inversione di tendenza, con forte aumento del fatturato e della redditività. Si sottolinea che la recente acquisizione di Cynosure, consolidata a partire dal mese di maggio 2002, spiega solo in parte la crescita registrata nel semestre, a dimostrazione della effettiva ripresa dell'attività del Gruppo.

Risultati 1H02...

Includendo Cynosure nell'area di consolidamento, il fatturato è stato di circa Euro 21 milioni, in aumento di +57% rispetto al primo semestre 2001; in aumento anche i dati reddituali (Ebitda +40%, Ebit +28%), sebbene in leggera diminuzione se rapportati al fatturato (Ebitda Margin ed Ebit Margin rispettivamente del 12% e 8%, versus il 14% e 9% del primo semestre 2001) per effetto delle perdite della realtà acquisita, a causa della difficile congiuntura economica americana.

...con consolidamento Cynosure

2Q02 - with Cynosure						
<i>Eur mln.</i>	2Q01	2Q02	% change	1H01	1H02	% change
Sales	7,44	13,48	81,1%	13,46	21,11	56,9%
EBITDA	1,16	1,39	19,5%	1,84	2,57	39,6%
Ebitda Margin	15,6%	10,3%		13,7%	12,2%	
EBIT	0,80	0,79	-1,9%	1,26	1,62	28,0%
Ebit Margin	10,8%	5,8%		9,4%	7,6%	
Pre-tax profit	1,19	0,91	-23,8%	2,00	1,90	-4,9%
% of sales	16,0%	6,7%		14,8%	9,0%	

Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati di Gruppo

L'inversione di tendenza fatta registrare dal primo semestre 2002 è ancora più evidente se si osservano gli stessi dati al netto del consolidamento Cynosure, con crescita del fatturato di +27%, e aumento della redditività sia in termini assoluti sia in rapporto al fatturato (Ebitda ed Ebit Margin rispettivamente del 15% e 11%).

...senza consolidamento Cynosure

2Q02 - without Cynosure						
<i>Eur mln.</i>	2Q01	2Q02	% change	1H01	1H02	% change
Sales	7,44	9,45	27,0%	13,46	17,08	26,9%
EBITDA	1,16	1,34	15,5%	1,84	2,52	37,0%
Ebitda Margin	15,6%	14,2%		13,7%	14,8%	
EBIT	0,80	1,02	26,8%	1,26	1,85	46,2%
Ebit Margin	10,8%	10,8%		9,4%	10,8%	
Pre-tax profit	1,19	1,14	-4,4%	2,00	2,13	6,7%
% of sales	16,0%	12,1%		14,8%	12,5%	

Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati di Gruppo



Meliorbanca

In termini di **fatturato**, in aumento complessivamente di **+57%**, è evidente come la recente acquisizione abbia decisamente **accentuato il peso del settore medicale e dei servizi post vendita (rispettivamente 57% e 12% sul totale del fatturato, con una crescita di +62% e +180% rispetto al 1H01)**, sia per effetto del campo di attività della realtà acquisita, sia per il notevole incremento della base installata.

**Fatturato: sviluppo del medicale e dei servizi...**

#### Break down of sales - with Cynosure

<i>Eur mln.</i>	1H01	%	1H02	%	Chg. %
. Medical and aesthetic lasers	7,38	54,9%	11,98	56,7%	62,2%
. Industrial systems and lasers	5,10	37,9%	6,48	30,7%	27,1%
. Service	0,92	6,9%	2,58	12,2%	180,0%
. R&D	0,05	0,4%	0,07	0,3%	40,4%
<b>Total sales</b>	<b>13,46</b>	<b>100,0%</b>	<b>21,11</b>	<b>100,0%</b>	<b>56,9%</b>

Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati di Gruppo

Al netto dell'effetto Cynosure, l'incremento del fatturato è stato comunque rilevante (+27%), con una buona tenuta del settore industriale (+27%) e una ripresa del settore medicale (+28%)<sup>2</sup>.

#### Break down of sales - without Cynosure

<i>Eur mln.</i>	1H01	%	1H02	%	Chg. %
. Medical and aesthetic lasers	7,38	54,9%	9,46	55,4%	28,1%
. Industrial systems and lasers	5,10	37,9%	6,48	37,9%	27,1%
. Service	0,92	6,9%	1,07	6,3%	16,3%
. R&D	0,05	0,4%	0,07	0,4%	40,4%
<b>Total sales</b>	<b>13,46</b>	<b>100,0%</b>	<b>17,08</b>	<b>100,0%</b>	<b>26,9%</b>

Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati di Gruppo

Evidente è anche l'impatto della acquisizione in termini di ripartizione geografica del fatturato, realizzando peraltro gli obiettivi alla base dell'operazione: **Cynosure sposta il fatturato verso gli Stati Uniti ed i mercati internazionali in genere**, con un peso del 37% sul totale e una crescita di +140% rispetto all'analogo periodo dell'esercizio precedente.

**... espansione negli Stati Uniti e mercati internazionali**

<sup>2</sup> L'esercizio 2001 si era chiuso con un incremento del fatturato del settore industriale di +29% e una diminuzione del fatturato del settore medicale di -4%, maggiormente colpito dalla congiuntura negativa.



Meliorbanca

**Break down of sales by geographical areas - with Cynosure**

<i>Eur mln.</i>	1H01	%	1H02	%	<i>Chg. %</i>
. Italy	8,18	60,8%	8,70	41,2%	6,3%
. Europe	2,00	14,9%	4,58	21,7%	128,3%
. Rest of the world	3,27	24,3%	7,84	37,1%	139,8%
<b>Total</b>	<b>13,46</b>	<b>100,0%</b>	<b>21,11</b>	<b>100,0%</b>	<b>56,9%</b>

Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati di Gruppo

Non includendo Cynosure nell'area di consolidamento si nota, comunque, come **i mercati internazionali abbiano registrato tassi di crescita più alti di quello italiano**: i nuovi prodotti lanciati dal Gruppo nel corso del 2001 sono stati ora recepiti con successo, nonostante la congiuntura negativa ed il clima di incertezza che ha caratterizzato gli ultimi mesi del 2001.

**Break down of sales by geographical areas - without Cynosure**

<i>Eur mln.</i>	1H01	%	1H02	%	<i>Chg. %</i>
. Italy	8,18	60,8%	8,65	50,6%	5,7%
. Europe	2,00	14,9%	3,85	22,5%	91,8%
. Rest of the world	3,27	24,3%	4,59	26,8%	40,2%
<b>Total</b>	<b>13,46</b>	<b>100,0%</b>	<b>17,08</b>	<b>100,0%</b>	<b>26,9%</b>

Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati di Gruppo

Positiva anche la tenuta della redditività, con **Ebitda ed Ebit Margin rispettivamente del 12% e 8% circa** (15% e 11% senza consolidare Cynosure).

**Buona tenuta della redditività**

La recente acquisizione non ha, infatti, inciso in modo significativo sulla struttura dei costi. Confrontando l'incidenza dei costi operativi sul fatturato della struttura inclusiva di Cynosure con quella *stand alone* emergono le seguenti considerazioni:

- **i costi del personale**, in presenza di consolidamento Cynosure, presentano una più alta incidenza sul fatturato (20% contro il 16% stand alone)<sup>3</sup>;
- **i costi per servizi ed oneri operativi** presentano una incidenza sul fatturato in diminuzione, per effetto del miglior utilizzo della capacità produttiva (28% contro il 29% stand alone), con possibilità di ulteriori miglioramenti in futuro;

<sup>3</sup> Con l'acquisizione di Cynosure i dipendenti sono aumentati di 119 unità.



Meliorbanca

- **i costi per materie prime e gli ammortamenti ed accantonamenti** mantengono una incidenza sul fatturato pressoché invariata, pari rispettivamente al 40% e 4%. In particolare, questi ultimi accolgono l'ammortamento della differenza di consolidamento attribuibile all'avviamento pagato per l'acquisizione di Cynosure, iscritta nell'attivo per Euro 7,629 milioni e da ammortizzare in 10 anni.

In lieve diminuzione, invece, il **risultato prima delle imposte (-5%** rispetto al primo semestre 2001), per effetto essenzialmente del minor contributo positivo della gestione finanziaria (Euro 0,2 milioni contro Euro 0,6 milioni al primo semestre 2001), conseguenza sia del calo dei tassi di interesse e delle differenze cambi negative generate dal calo del dollaro, sia dell'utilizzo di parte della liquidità per l'acquisizione di Cynosure.

La posizione finanziaria netta al 30 giugno 2002 si mantiene **positiva per oltre Euro 22 milioni**, nonostante l'esborso di circa Euro 11 milioni per l'acquisizione di Cynosure.

**Posizione Finanziaria  
Netta**

<b>NFP</b>			
<i>Eur mln.</i>	<b>2001</b>	<b>1H02</b>	<i>% change</i>
Short term net debt (cash)	-32,11	-24,90	-22,4%
Long-term debt	2,06	2,31	12,1%
<b>NFP debt (cash)</b>	<b>-30,05</b>	<b>-22,60</b>	<b>-24,8%</b>

*Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati di Gruppo*



Meliorbanca

## 3.2 Previsioni

Per l'anno in corso i piani predisposti dal management prevedono un incremento del fatturato dell'85%, con Ebitda ed Ebit Margin rispettivamente pari al 12% e 7%.

Il nuovo piano aziendale

In particolare, in termini di fatturato, il management prevede un tasso di crescita del **111% per il settore medicale**, grazie all'acquisizione di Cynosure, e conferma una crescita del **22% per il settore dei laser industriali**.

Le nostre stime per il 2002 sono sostanzialmente in linea con le indicazioni del management; in particolare prevediamo una crescita complessiva del **fatturato del 79%**, con un **101% di crescita per il settore medicale** e un **25% di crescita per il settore industriale** su base annua. Riteniamo tali stime oltre che realizzabili, alla luce dei risultati semestrali, anche prudenziali dato che:

Le nostre stime di fatturato...

- si è ipotizzato per il 3Q02 lo stesso fatturato realizzato nel corso del 2Q02 senza applicare alcun tasso di crescita, con l'unica differenza che il fatturato Cynosure è stato consolidato per l'intero trimestre e non per soli due mesi;
- si è ipotizzato per il 4Q02 un fatturato identico al 3Q02, anche se storicamente il Gruppo ha sempre realizzato fatturati crescenti in tale periodo dell'anno.

Per gli esercizi seguenti, mancando indicazioni precise da parte del management, abbiamo prudenzialmente applicato tassi di crescita simili a quelli storicamente attesi dal Gruppo *stand alone* (circa il 23% annuo per gli esercizi 2003 e 2004).

Al contrario, sono state riviste al ribasso le stime di redditività dato che, come osservato in occasione dei dati semestrali, il consolidamento di Cynosure comporterà probabilmente una diminuzione della redditività in termini di incidenza sul fatturato, pur non incidendo in maniera rilevante sui dati assoluti. Prevediamo per il 2002 **Ebitda ed Ebit Margin** rispettivamente pari a **9,8% e 4,5%**.

...e di redditività



Meliorbanca

#### Changes in estimates

Eur mln.	2002E			2003E			2004E		
	Old	New	% Chg.	Old	New	% Chg.	Old	New	% Chg.
Sales	31,72	49,88	57,2%	37,70	61,66	63,6%	45,48	76,42	68,0%
EBITDA	5,43	4,88	-10,1%	6,37	5,17	-18,8%	9,19	9,91	7,8%
Ebitda Margin	17,1%	9,8%		16,9%	8,4%		20,2%	13,0%	
EBIT	4,19	2,27	-45,9%	5,23	2,03	-61,2%	8,05	6,77	-15,9%
Ebit Margin	13,2%	4,5%		13,9%	3,3%		17,7%	8,9%	
Pre-tax profit	5,70	3,64	-36,2%	6,88	3,53	-48,7%	9,81	8,41	-14,3%
% of sales	18,0%	7,3%		18,2%	5,7%		21,6%	11,0%	
Net earnings	2,62	1,43	-45,6%	3,16	1,38	-56,2%	4,51	3,30	-26,9%
% of sales	8,3%	2,9%		8,4%	2,2%		9,9%	4,3%	

Fonte: elaborazione Meliorbanca

## 4. Valutazione

La recente acquisizione, oltre a modificare radicalmente la struttura economico-patrimoniale di Gruppo e le prospettive di sviluppo futuro, porta ad una revisione della nostra valutazione.

Abbiamo deciso di non effettuare una valutazione con il metodo del Discounted Cash Flow, dato che, il consolidamento della nuova realtà porta a flussi di cassa estremamente esigui negli anni immediatamente seguenti, attribuendo un peso eccessivo al terminal value, che per definizione risulta esposto ad una maggiore aleatorietà. Per tali motivi, riportiamo esclusivamente la valutazione basata sul metodo dei multipli di mercato.

Al valore ottenuto con i multipli di mercato è stato prudenzialmente applicato uno sconto del 10% per tenere conto della difficile congiuntura di mercato, conducendo ad un **target price di Euro 16,49 per azione** e modificando la nostra raccomandazione in **ADD**.

#### Summary Valuation

Peers' Multiple Method	18,33
Discount	10%
<b>Target price (Eur)</b>	<b>16,49</b>

Fonte: elaborazione Meliorbanca



## 4.1 I multipli di mercato

Di seguito si riportano i multipli di società comparabili, prese come base per la valutazione. Come risulta evidente dalla tabella, il Gruppo quota a sconto rispetto ai suoi *comparables*, nonostante la costante maggiore redditività che sempre ha contraddistinto il Gruppo.

### Comparable Companies Analysis

	Country	Enterprise Value (EV)* as a Multiple of:					
		EBITDA			EBIT		
		LTM	02E	03E	LTM	02E	03E
Prima Industrie S.p.A.	ITALY	14,2 x	12,2 x	8,0 x	29,6 x	66,7 x	17,4 x
Lambda Physik AG	GER	8,5 x	9,0 x	5,0 x	27,7 x	29,3 x	8,1 x
Visx Inc	USA	7,2 x	6,8 x	4,8 x	7,7 x	8,5 x	5,4 x
Carl Zeiss Meditec AG	GER	n.m. x	74,8 x	43,1 x	n.m. x	129,2 x	58,0 x
Rofin-Sinar Technologies Inc	USA	5,2 x	n.a. x	n.a. x	6,9 x	n.a. x	n.a. x
Coherent Inc	USA	7,4 x	14,4 x	8,2 x	12,5 x	32,7 x	9,3 x
Excel Technology Inc	USA	19,6 x	n.a. x	n.a. x	28,3 x	n.a. x	n.a. x
Candela Corp	USA	2,7 x	n.a. x	n.a. x	3,1 x	n.a. x	n.a. x
GSI Lumonics Inc	CANADA	n.m. x	n.a. x	n.a. x	n.m. x	n.a. x	n.a. x
<b>Max.</b>		19,6 x	14,4 x	8,2 x	29,6 x	66,7 x	17,4 x
<b>Min.</b>		2,7 x	6,8 x	4,8 x	3,1 x	8,5 x	5,4 x
<b>Average</b>		9,2 x	10,6 x	6,5 x	16,5 x	34,3 x	10,1 x
<b>Median</b>		7,4 x	10,6 x	6,5 x	12,5 x	31,0 x	8,7 x
<b>El.En.</b>	ITALY	7,9 x	9,6 x	9,3 x	12,4 x	20,7 x	23,7 x
<b>Premium/(Discount)</b>		-15%	-9%	43%	-25%	-40%	136%

Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati Bloomberg (i valori di max, min, media e mediana escludono la società Carl Zeiss Meditec AG); prezzi al 21 agosto 2002.

L'applicazione del valore mediano dei multipli sopra riportati ai valori attesi di Gruppo per il 2002, porta ad un **valore medio di Euro 18,33 per azione**. In proposito, sono stati analizzati solo gli indici EV/Ebitda ed EV/Ebit, perché ritenuti più significativi: il P/E è influenzato da diverse politiche di ammortamento, mentre l'EV/Sales riflette, nonostante l'acquisizione, una dimensione in termini di fatturato ancora contenuta rispetto ai *competitor* presi in esame.



Meliorbanca

## Valuation

---

<i>Eur mln.</i>	Enterprise Value/	
	EBITDA	EBIT
Financial highlights El.En. 2002E	4,88	2,27
Peer Multiples 2002E	10,56	31,03
Enterprise Value	51,59	70,41
NFP 2002E	<u>(23,30)</u>	<u>(23,30)</u>
Equity Value	74,88	93,71
Value per share (Eur)	16,28	20,37
Average Value per share (Eur)		<b>18,33</b>

---

*Fonte: elaborazione Meliorbanca*

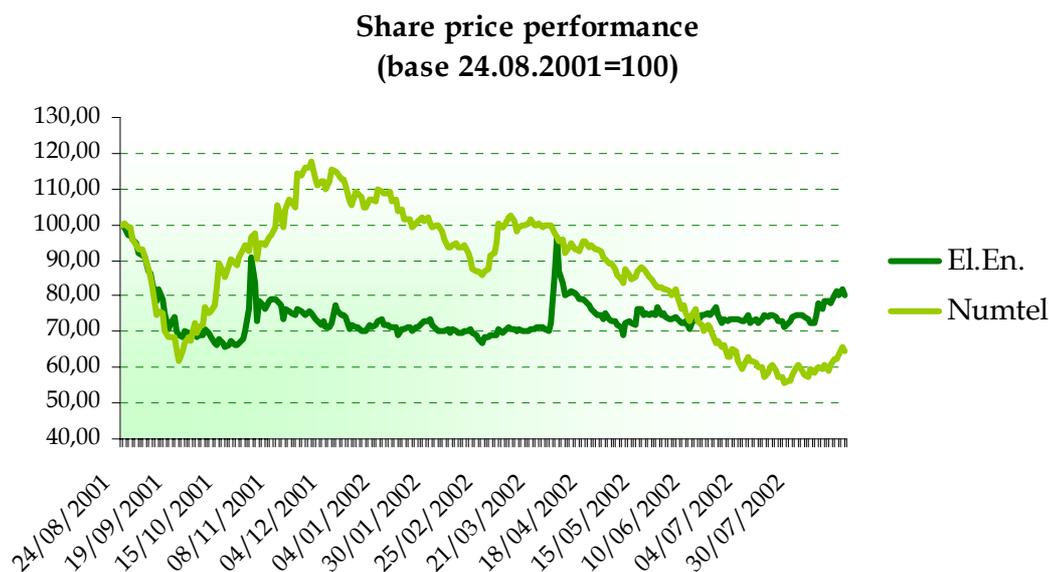


Meliorbanca

## 5. Share price performance

Il grafico seguente pone in relazione l'andamento del titolo con l'andamento dell'indice Nuovo Mercato nell'ultimo anno: è evidente la maggiore stabilità che ha contraddistinto il titolo nel periodo in esame, a dimostrazione della differente natura del Gruppo rispetto alle aziende *new economy* appartenenti a tale segmento di mercato.

Il differenziale negativo è stato progressivamente assorbito, segnando negli ultimi due mesi una performance positiva di circa il 20%.



Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati Bloomberg

## 6. Conclusioni

**I risultati ottenuti nel corso del primo semestre 2002 e l'acquisizione della società americana sembrano essere il punto di svolta del Gruppo.**

**Viene spontanea una domanda: si tratta della svolta decisiva? Sebbene si tratti di passi fondamentali per lo sviluppo ed affermazione del Gruppo su scala mondiale, il processo è, a nostro avviso, solo agli inizi: la dimensione del Gruppo post acquisizione, sebbene raddoppiata, è ancora di molto inferiore alla media dei comparables<sup>4</sup>.**

**Esprimiamo quindi un giudizio positivo sulla capacità innovativa e di sviluppo del Gruppo, ma restiamo in attesa di un'ulteriore crescita, per via interna o, come recentemente avvenuto, per via esterna.**

<sup>4</sup> I consuntivi relativi all'esercizio 2001 dei *comparables* esaminati portano ad un fatturato medio di circa Euro 180 milioni, contro circa Euro 54 milioni del bilancio pro-forma 2001 del Gruppo.



Meliorbanca

## Dati di sintesi

Values per Share (Eur)	1999A	2000A	2001A	2001PF	2002E	2003E	2004E
No. of Ordinary Shares (m) (*)	0,24	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60
Treasury Shares (m)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total No. of Shares Out (m)	0,24	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60
EPS	12,00	0,65	0,49	-0,60	0,31	0,30	0,72
EPS Adj.	12,32	0,65	0,49	-0,78	0,28	0,27	0,67
CEPS	16,57	1,05	0,72	-0,11	1,07	1,17	1,89
BVPS	27,39	9,51	9,79	9,79	9,90	10,13	10,77
Dividend Ord.	2,80	0,20	0,20	0,20	0,08	0,07	0,18
Income Statement (Eur m)	1999A	2000A	2001A	2001PF	2002E	2003E	2004E
Sales	23,87	25,96	27,84	53,60	49,88	61,66	76,42
EBITDA	7,50	7,75	4,08	1,71	4,88	5,17	9,91
EBIT	6,84	6,22	2,59	-2,66	2,27	2,03	6,77
Pre-tax Income	6,43	6,47	3,84	-2,78	3,64	3,53	8,41
Net Income after minorities	2,88	3,00	2,27	-2,78	1,43	1,38	3,30
Adj. Net Income	2,96	2,99	2,26	-3,58	1,29	1,22	3,09
Cash Flow (Eur m)	1999A	2000A	2001A	2001PF	2002E	2003E	2004E
Net Income	2,88	3,00	2,27	-2,78	1,43	1,38	3,30
Depreciation & Amortisation	0,44	0,87	0,58	4,37	2,43	2,95	2,95
Funds	0,21	0,56	0,20	1,88	0,19	0,19	0,19
Net Investments	-0,27	-2,69	-0,46	-16,77	-2,00	-1,50	-1,80
Change in Working Capital	-1,54	-4,73	-4,41	-8,23	0,53	-3,75	-4,70
Operating Cash Flow	1,72	-2,99	-1,81	-21,53	2,57	-0,73	-0,06
Dividends	-0,10	-0,67	-0,92	-0,92	-0,92	-0,35	-0,34
Change in Net Worth	0,08	35,07	0,37	10,62	1,07	1,04	2,47
Net Cash Flow	1,70	31,42	-2,37	-11,84	2,72	-0,05	2,06
Balance Sheet (Eur m)	1999A	2000A	2001A	2001PF	2002E	2003E	2004E
Fixed & LT Assets	4,47	6,29	6,17	18,70	18,27	16,81	15,66
Net Working Capital	3,45	8,18	12,59	16,41	15,88	19,63	24,33
Net Capital Employed	6,63	12,62	16,71	31,38	30,23	32,34	35,70
Net Cash (Debt)	-1,00	-32,42	-30,05	-20,58	-23,30	-23,25	-25,31
Minorities	1,06	1,31	1,71	6,91	7,98	9,01	11,48
Net Equity	6,57	43,72	45,05	45,05	45,55	46,59	49,54
Market Cap	n.a.	59,83	59,83	59,83	59,83	59,83	59,83
Enterprise Value (**)	n.a.	29,20	32,05	48,42	47,01	48,15	48,38
Stock Market Ratios	1999A	2000A	2001A	2001PF	2002E	2003E	2004E
P/E	n.a.	19,91	26,30	n.m.	41,95	43,23	18,15
P/CEPS	n.a.	12,42	18,11	n.m.	12,15	11,13	6,86
P/BVPS	n.a.	1,37	1,33	1,33	1,31	1,28	1,21
Dividend Yield (%)	n.a.	1,54%	1,54%	1,54%	0,59%	0,57%	1,36%
EV/Sales	n.a.	1,13	1,15	0,90	0,94	0,78	0,63
EV/EBITDA	n.a.	3,77	7,85	28,35	9,62	9,32	4,88
EV/EBIT	n.a.	4,69	12,36	n.m.	20,72	23,74	7,15
EV/CE	n.a.	2,31	1,92	1,54	1,55	1,49	1,36
Profitability & Financial Ratios	1999A	2000A	2001A	2001PF	2002E	2003E	2004E
EBITDA Margin (%)	31,41%	29,84%	14,66%	3,19%	9,79%	8,38%	12,97%
EBIT Margin (%)	28,65%	23,98%	9,31%	-4,96%	4,55%	3,29%	8,86%
Tax Rate (%)	45,78%	45,49%	31,46%	-74,86%	31,46%	31,46%	31,46%
Net Income Margin (%)	12,06%	11,57%	8,17%	-5,18%	2,86%	2,24%	4,31%
ROE (%)	53,92%	11,95%	5,13%	n.m.	3,15%	3,00%	6,86%
D/E	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Interest Cover	26,02	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Growth	1999A	2000A	2001A	2001PF	2002E	2003E	2004E
Sales (%)	37,47%	8,72%	7,28%	106,50%	79,13%	23,62%	23,94%
EBITDA (%)	124,60%	3,31%	-47,31%	-77,95%	19,68%	5,80%	91,76%
EBIT (%)	148,13%	-9,01%	-58,35%	-142,71%	-12,47%	-10,60%	233,79%
Pre-tax Income (%)	157,93%	0,63%	-40,65%	-142,88%	-5,32%	-2,95%	138,11%
Net Income (%)	184,87%	4,34%	-24,27%	-192,40%	-37,32%	-2,95%	138,11%
Adj. Net Income (%)	193,58%	1,23%	-24,60%	-219,72%	-42,63%	-5,64%	153,27%

(\*) Nel 2000 è avvenuto il passaggio del valore nominale da L. 10.000 per azione ad L. 1.000 per azione e nel 2001 ad Euro 0,52 per azione.

(\*\*) EV = Mkt. Cap + Net Debt + Minorities\*P/BV



Meliorbanca

## DISCLAIMER

La presente ricerca è stata preparata dall'Ufficio Studi Azionario di Meliorbanca S.p.A. (analista finanziario: dr.ssa Gisella Barisone), con lo scopo di offrire un'informazione finanziaria aggiornata ed il più possibile valida e accurata.

Essa viene diffusa da parte di Meliorbanca S.p.A., mediante posta o posta elettronica, ad investitori professionali ed ai clienti di Meliorbanca S.p.A., a partire dal 3 settembre 2002, nonché al pubblico indistinto mediante deposito presso Borsa Italiana S.p.A a partire dal 3 settembre 2002.

**Ai sensi dell'articolo 69 del Regolamento Consob n. 11971/99 si evidenzia che la presente ricerca è stata redatta da un soggetto che potrebbe 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 S.p.A. è stata global coordinator, sponsor e bookrunner nel processo di quotazione e lead manager nell'offerta delle azioni della El.En. S.p.A.**

Le informazioni e le valutazioni contenute nella presente ricerca sono state ricavate da fonti ritenute attendibili ed accurate da Meliorbanca S.p.A.. Si fa presente, peraltro, che nessuna assicurazione o garanzia, esplicita o implicita, può essere fornita da Meliorbanca stessa riguardo alla completezza, alla correttezza e all'affidabilità di tali fonti.

Le opinioni contenute nella presente ricerca riflettono l'attuale punto di vista dell'Ufficio Studi Azionario di Meliorbanca S.p.A. e non possono essere considerate definitive.

Questa ricerca non intende costituire né potrà essere interpretata come un documento per la sollecitazione al pubblico risparmio. Pertanto, nulla di quanto contenuto nella presente ricerca può essere interpretato come un'offerta, un invito ad offrire o un messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla sottoscrizione o, comunque, all'esecuzione di una qualsiasi altra transazione su prodotti finanziari.

La presente ricerca, o copia o parti di essa, non possono essere portate, trasmesse ovvero distribuite negli Stati Uniti, Canada, Australia, Giappone o ad alcuna persona ivi residente. La distribuzione di questa ricerca in altre giurisdizioni può essere soggetta a restrizioni e pertanto le persone alle quali essa dovesse pervenire si dovranno informare sull'esistenza di tali restrizioni ed osservarle.

Né Meliorbanca, né le società da essa controllate o ad essa collegate (e i loro rispettivi dipendenti o collaboratori), accettano responsabilità di sorta per qualsivoglia danno che possa direttamente o indirettamente derivare dall'utilizzo della presente ricerca o del suo contenuto.



Meliorbanca  
Via Borromei, 5  
20123 Milano  
Telefono (02) 29022.8