



Banca Aletti

GRUPPO BANCO POPOLARE
DI VERONA E NOVARA

EQUITY
RESEARCH

El.En.

ITALIA: SETTORE APPARECCHIATURE LASER NUOVO MERCATO

	Fatturato	Ebitda	Ebit	Utile netto	EV/Sales	EV/Ebitda	EV/Ebit	P/E	Yield
	Euro milioni	Euro milioni	Euro milioni	Euro milioni	x	x	x	x	%
2001	27,84	3,90	2,59	2,28	1,35	9,65	14,50	29,67	1,36
2002E	54,23	7,23	4,32	3,24	0,76	5,71	9,56	20,87	1,36
2003E	73,21	10,42	6,69	4,10	0,61	4,29	6,70	16,46	1,43
2004E	82,00	12,09	7,91	4,73	0,54	3,66	5,60	14,28	1,43
2005E	91,02	13,92	9,28	5,54	0,46	3,01	4,52	12,20	1,43

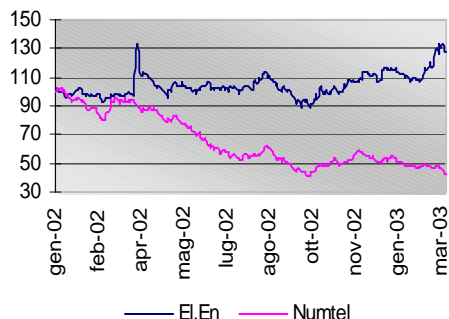
Fonte: El.En. e Banca Aletti SpA

Prezzo al 12/03/03 (€) 14,685
Mkt cap (mln €): 67,551
N° azioni (mln): 4,6
Min - Max (52 sett. in €): 10,00-16,80
Indice Nuovo Mercato: 1048

Maggiori azionisti: A. Cangiali 13,52%; F. Muzzi 10,56%; G. Clementi 10,56%; B. Bazzocchi 10,56%; MPS Merchant 10,07%; Imm. del Ciliegio 6,71%; altri 9,94%.

Mercato 28,05%

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



- Il Gruppo El.En. leader italiano nel mercato dei laser ed importante operatore in Europa, è attivo nella progettazione, produzione e distribuzione di sorgenti e sistemi laser.

- I prodotti si posizionano nei campi di applicazione industriale e medicale/estetico, segmento nel quale è attiva Cynosure, la società statunitense di cui il Gruppo ha acquisito il 60% nel giugno 2002.

- Il costo dell'operazione prevedeva il pagamento in due tranches, la seconda delle quali sarà versata nel prossimo maggio: l'importo, proporzionale al fatturato realizzato da Cynosure nel 2002, dovrebbe essere pari a \$ 1,4-1,5 mln.

- Il 2002 si è chiuso con un fatturato di €54,232 mln, anche grazie al contributo di Cynosure, in crescita del 94,8% e superiore alla stima.

- Il MOL risulta in crescita dell'85,5%, a € 7,23 mln, con un'incidenza del 13,3% sul fatturato. Con il reddito operativo che si attesta a €4,32 mln, il ROS è pari all'8%.

- La posizione finanziaria netta risulta positiva per oltre €24 mln.

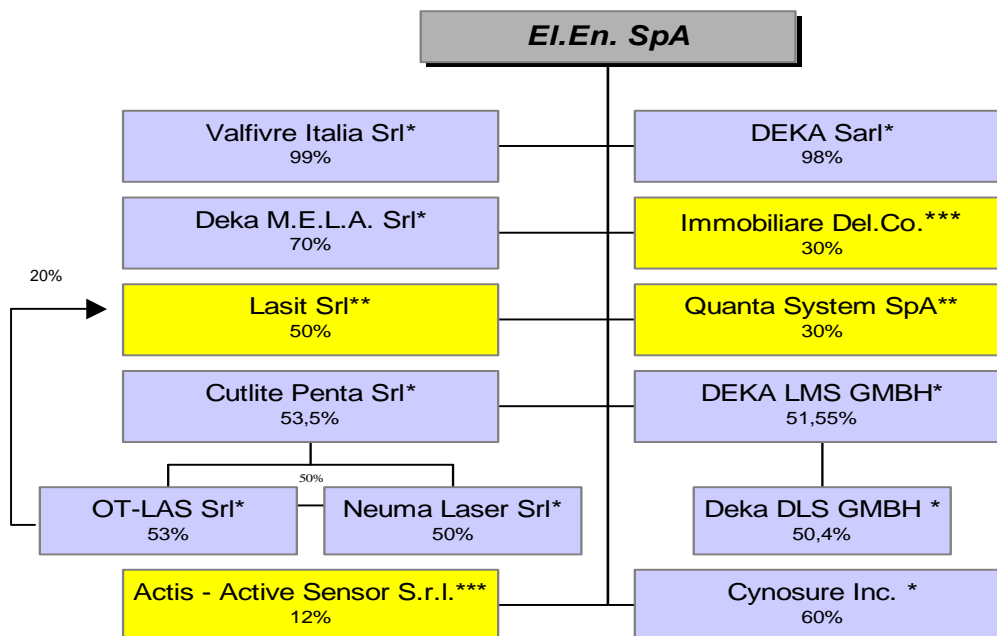
- Confermiamo la raccomandazione buy, con target a € 21,10 ottenuto attraverso il metodo finanziario dei flussi di cassa scontati e dei multipli di mercato.

13 Marzo 2003

Silvia Locatelli (02-43358121)
silvia.locatelli@alettibank.it

STRUTTURA DEL GRUPPO

Gráfico 1 – Struttura del gruppo



Consolidate integralmente

** Consolidate a patrimonio netto

*** Mantenate al costo

Fonte: El.En S.p.A.

Al 70% di Lasit

Lo scorso 12 dicembre, El.En, attraverso OT-LAS, ha acquistato un ulteriore 20%, oltre al 50% già detenuto direttamente, di Lasit: il costo dell'operazione è di €300.000.

Lasit opera nei sistemi laser per la marcatura, il comparto che è risultato essere il più forte all'interno del segmento industriale, con una crescita del fatturato del 125% nel 2002. Lasit, partecipata dal Gruppo al 70%, sarà consolidata integralmente a partire dal 2003.

IL QUARTO TRIMESTRE 2002

Tab.1– Consolidato IV trimestre 2001 e IV trimestre 2002 a confronto

Euro/mln	IV Q 01	IV Q 02 (incl. Cynosure)	IV Q 02 (escl. Cynosure)
Fatturato	8,332	19,456	12,656
% crescita		133,51%	51,90%
Valore della produzione	8,752	19,879	12,673
% crescita		127,13%	44,80%
Margine di contribuzione lordo	4,061	9,833	6,277
% crescita		142,12%	54,59%
% del fatturato	48,73%	50,54%	49,60%
Costi per servizi e oneri oper.	(1,487)	(3,232)	(1,674)
% crescita		117,39%	12,60%
% del fatturato	-17,85%	-16,61%	-13,23%
Costi per il personale	(1,209)	(3,536)	(1,577)
% crescita		192,56%	30,52%
% del fatturato	-14,51%	-18,17%	-12,46%
Margine operativo lordo	1,366	3,065	3,026
% crescita		124,42%	121,55%
% del fatturato	16,38%	15,75%	23,92%
Ammort. e accant.	(0,440)	(1,167)	(0,383)
% crescita		165,30%	-12,95%
% del fatturato	-5,28%	-6,00%	-3,03%
Reddito operativo (EBIT)	0,926	1,898	2,643
% crescita		104,99%	185,84%
% del fatturato	11,09%	9,76%	20,89%
Risultato della gestione ord.	1,178	2,401	3,070
% crescita		103,85%	160,63%
% del fatturato	14,11%	12,35%	24,27%
Risultato ante imposte	1,127	2,383	3,135
% crescita		111,44%	178,18%
% del fatturato	13,51%	12,25%	24,79%

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

Il quarto trimestre di El.En si chiude con un fatturato di €19,456 mln, in crescita del 133% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Risultato che permette di chiudere il 2002 con un fatturato di €54,232 mln, includendo Cynosure nell'area di consolidamento, superiore alla stima della società di €51,511 mln.

Anche escludendo l'apporto di Cynosure, il fatturato, pari a €38,763 mln, cresce del 39,2%.

Il valore della produzione comprende il contributo al progetto di ricerca CHOCLAB pari a €329.000 ca.

Nel 2002 sono risultati superiori alle stime anche tutti i margini: il margine di contribuzione lordo si attesta a €27,612 mln, in crescita del 104%.

In particolare si noti che le spese per il personale, pari a 275 unità rispetto a 129 dell'esercizio precedente, risultano pari a €10,930 mln in crescita del 151% e con un'incidenza sul fatturato del 20,2%, mentre i costi per servizi ed oneri riducono la loro incidenza sul fatturato, che pur è in forte aumento.

Gli ammortamenti comprendono per otto mesi, la quota di ammortamento dell'avviamento, pari a €467.000, derivante dall'acquisizione di Cynosure ed iscritto per €6,997 mln.

I margini operativi lordo e netto, rispettivamente pari a €7,227 mln e €4,315 mln, registrano un deciso aumento ed hanno un incidenza sul fatturato del 13,3% e del 8%, superiori al 12,9% e 7,5% stimati. Escludendo Cynosure, i margini sono ancora migliori e pari a 19,4% e 15,8%.

Il risultato ante imposte si attesta a €5,826 mln e registra un incremento del 51,6%.

Cynosure incide sul conto economico consolidato per otto mesi.

Tab.2– Consolidato 2001 e 2002 a confronto

Euro/mln	2001	2002 (incl. Cynosure)	2002 (escl. Cynosure)
Fatturato	27,844	54,232	38,763
% crescita		94,8%	39,2%
Valore della produzione	29,514	55,668	39,608
% crescita		88,6%	34,2%
Margine di contribuzione lordo	13,505	27,612	18,816
% crescita		104,5%	39,3%
% del fatturato	48,50%	50,9%	48,5%
Costi per servizi e oneri oper.	(5,260)	9,454	(5,679)
% crescita		79,7%	8,0%
% del fatturato	-18,90%	-17,4%	-14,6%
Costi per il personale	(4,348)	10,930	(5,620)
% crescita		151,4%	29,2%
% del fatturato	-15,62%	-20,2%	-14,5%
Margine operativo lordo	3,896	7,227	7,517
% crescita		85,5%	92,9%
% del fatturato	14,00%	13,3%	19,4%
Ammort. e accant.	(1,303)	(2,912)	(1,374)
% crescita		123,4%	5,4%
% del fatturato	-4,68%	-5,4%	-3,5%
Reddito operativo (EBIT)	2,593	4,315	6,143
% crescita		66,5%	137,0%
% del fatturato	9,30%	8,0%	15,8%
Risultato della gestione ord.	3,786	5,109	6,848
% crescita		34,9%	80,9%
% del fatturato	13,6%	9,4%	17,7%
Risultato ante imposte	3,843	5,826	7,060
% crescita		51,6%	83,7%
% del fatturato	13,80%	10,7%	18,2%

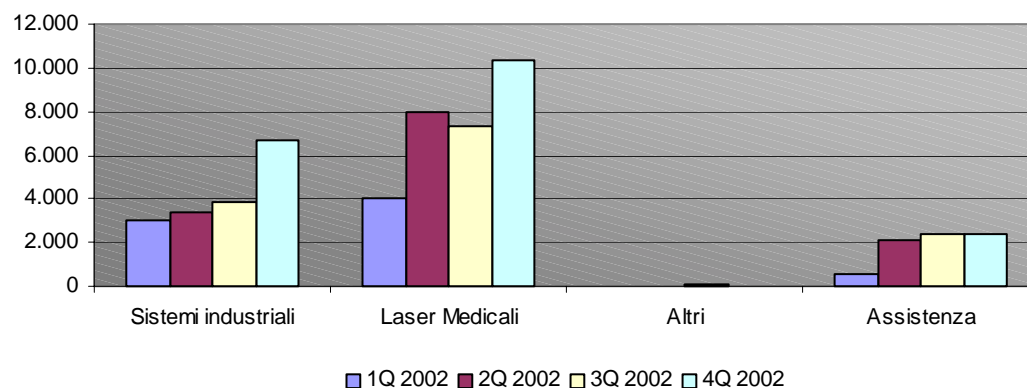
Fonte: dati El.En. S.p.A.

Tab. 3– Suddivisione fatturato per segmento di attività, incluso Cynosure

Euro/000	2001	Incidenza	2002	Incidenza	Variazione 01/02
Industriale	10.649	38,2%	16.911	31,3%	59,6%
Medicale/estetico	15.099	54,2%	29.666	54,7%	96,5%
Altri	86	0,3%	183	0,3%	111,9%
Assistenza	2.010	7,2%	7.392	13,6%	267,7%
Totale	27.844		54.232		94,8%

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

Grafico 2 – Fatturato per settore nei quattro trimestri 2002



Fonte: Elaborazione Banca Aletti su dati El.En. S.p.A.

In tutti i settori si è registrata una crescita a due cifre e superiore al 50%, anche grazie al contributo di Cynosure, assente solo nel segmento dei sistemi industriali. Se si considera infatti lo stesso spaccato escludendo il consolidamento della società americana, la parte dei laser industriali registra lo stesso tasso di crescita ma con un'incidenza sul fatturato del 43%.

L'andamento dei laser industriali, nell'ultimo trimestre, è stato più che positivo anche per effetto della legge Tremonti: il fatturato è risultato pari a € 6,67 mln, un livello decisamente in crescita rispetto ai tre trimestri precedenti, durante i quali le vendite non sono mai risultate superiori a €3,8 mln. Il taglio e la marcatura costituiscono oltre il 92% delle entrate totali.

Per quanto concerne il comparto medicale/estetico, oltre il 62% del fatturato deriva dalla vendita di apparecchiature per l'epilazione e gli inestetismi della cellulite, a cui Cynosure ha contribuito in modo significativo così come al segmento della dermatologia ed al vascolare.

Da alcuni mesi si stanno inoltre producendo macchinari per la cura della psoriasi, una malattia che colpisce il 2% della popolazione italiana: tuttavia non è ancora chiaro se le strutture pubbliche si doteranno di tali apparecchiature (il cui costo medio è di €80.000 ca), dal momento che non sono previsti contributi statali.

Di particolare importanza è poi l'accordo commerciale definito, lo scorso 5 febbraio, con la società australiana Polartechnics Ltd., per la distribuzione in Italia di TruScreen, un nuovo strumento per la diagnosi del tumore alla cervice dell'utero. Si tratta di una novità a livello mondiale in quanto costituisce un sensibile miglioramento agli strumenti già in uso, sia per la maggiore attendibilità della diagnosi che per la velocità con cui la stessa viene rilasciata. Il mercato domestico è il primo, dopo quello australiano, dove TruScreen sarà disponibile: verrà distribuito attraverso la controllata Deka M.E.L.A., la società già presente nel campo delle applicazioni ginecologiche, con dispositivi per il trattamento di tumori all'utero.

Il segmento "assistenza" è in forte crescita: il peso sul fatturato passa al 13,6% dal 7,2%. Si tratta di entrate derivanti dal servizio post vendita, in particolare per i macchinari ad uso medicale, e della "revenue sharing": Cynosure cede infatti le proprie apparecchiature in affitto e riceve un pagamento in funzione del fatturato prodotto con le stesse.

Tab. 4– Suddivisione fatturato per area geografica, incluso Cynosure

Euro/000	2001	Incidenza %	2002	Incidenza %	Variazione 01/02
Italia	14.479	52,0%	22.020	40,6%	52,1%
Europa	6.861	24,6%	10.326	19,0%	50,5%
Resto del mondo	6.505	23,4%	21.886	40,4%	236,5%
Totale	27.844		54.232		94,8%

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

Il consolidamento della società americana accentua l'internazionalizzazione del gruppo con conseguente minore incidenza delle vendite in Italia ed Europa sulle entrate totali. Nel 2002 il fatturato derivante dal "resto del mondo" ha registrato un incremento superiore al 236% e costituisce oltre il 40% delle entrate totali.

La posizione finanziaria netta continua ad essere positiva : al 31 dicembre 2002 risulta pari a €24,223 mln. Con una forte disponibilità liquida, il Gruppo ha i mezzi necessari per ulteriori acquisizioni: dopo Cynosure, attiva nel campo medicale-estetico, è possibile che l'attenzione sia rivolta a società nel comparto industriale.

Dal lato
patrimoniale

Tab. 5– Posizione finanziaria netta

Euro/000	30/06/2002	30/09/2002	31/12/2002
Debiti fin. a medio e lungo termine	(2.189)	(1.966)	(1.837)
Indebitamento fin. a medio e lungo termine	(2.189)	(1.966)	(1.837)
Debiti finanziari a breve	(927)	(925)	(693)
Disponibilità liquide	25.652	24.314	26.754
Posizione finanziaria netta a breve	24.725	23.388	26.061
Totale disponibilità finanziarie nette	22.536	21.422	24.223

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

PREVISIONI E VALUTAZIONE

Previsioni
2003-2005

Sulla base dei risultati del 2002 e delle attese della società stessa, rivediamo le nostre stime al rialzo. Il fatturato nel 2003 dovrebbe crescere del 35% ad oltre € 73,2 mln, risultato che include il consolidamento di Cynosure per dodici mesi e di Lasit, società che nel 2002 ha generato vendite per €3 mln ca. Non è invece ancora quantificabile il contributo dell'accordo commerciale con Polartech Ltd per la distribuzione di Truscreen, essendo il prodotto giovane ed il mercato di riferimento nuovo. Per il periodo 2002-2005 stimiamo una crescita media annua del 18,8% per il fatturato consolidato.

Il prossimo 5 maggio è prevista la seconda parte del pagamento dell'acquisto di Cynosure, il cui importo è calcolato sulla base del fatturato del 2002 della società statunitense e dovrebbe essere compreso tra \$ 1,4 e \$ 1,5 mln., inferiore alla precedente stima di \$ 1,9 mln.

Come metodologia principale di valutazione abbiamo utilizzato il metodo finanziario DCF ed, a titolo di controllo, il metodo dei multipli di mercato. Il modello è stato applicato ai dati derivati dalla determinazione analitica dei flussi di cassa per il triennio 2003/2005 e alla proiezione dei valori per il biennio successivo.

Tab. 6 - Discounted cash flow – dati in milioni di euro

Ipotesi		Valore d'azienda	
N. di anni considerati	5	Free Cash Flow attualizzato	14,02
Beta	0,73	+ Terminal Value attualizzato	62,17
Tasso Free risk	4,04%	Valore totale	76,19
Market premium	5,06%	- Debito netto(Ind. netto)	24,22
Costo medio del capitale	7,48%	Valore economico	100,41
Tasso di crescita atteso	1%	N° azioni / 1000	4.600
		Valore per azione (in euro)	21,83

Fonte: Banca Aletti S.p.A.

Sulla base delle nostre ipotesi, il prezzo obiettivo del titolo, derivante dall'applicazione del modello DCF, risulta pari a €21,83. L'analisi di sensitività mostra come il prezzo obiettivo oscilli in un range compreso tra €19,66 e €24,81.

Tab. 7 - Analisi di sensitività

Wacc/g	0,5%	1,0%	1,5%
6,98%	22,13	23,36	24,81
7,48%	20,08	21,83	23,03
7,98%	19,66	20,54	21,55

Fonte: Banca Aletti S.p.A.

Il metodo dei multipli di mercato è utilizzato quale criterio valutativo di controllo. Da sottolineare, come già nei precedenti studi, la difficoltà d'individuare veri e propri comparables per il gruppo El.En. Non esistono infatti società, italiane o estere, attive in entrambi i segmenti di attività (medicale-estetico ed industriale) in cui opera El.En: tali realtà presentano inoltre livelli di capitalizzazione e fatturato maggiori. Ciò premesso, abbiamo comunque individuato un campione di riferimento, di seguito esposto, di sei società, di cui una italiana e le restanti statunitensi. Nella tabella n.8 vengono indicati i valori del P/E ed EV/Fatturato delle società del campione di riferimento.

I multipli di mercato

Tab. 8 – Multipli di borsa

	P/E 2003E	EV/Fatturato 2003E
Coherent Inc	39,69	1,05
Lumenis LTD	16,84	0,15
Excel Technology Inc.	19,67	1,77
Candela Corp.	21,41	0,94
Prima Industrie SPA	n.a.	0,67
Laserscope	28,93	1,31
Mediana	21,41	0,99
Valore obiettivo	19,10	20,90

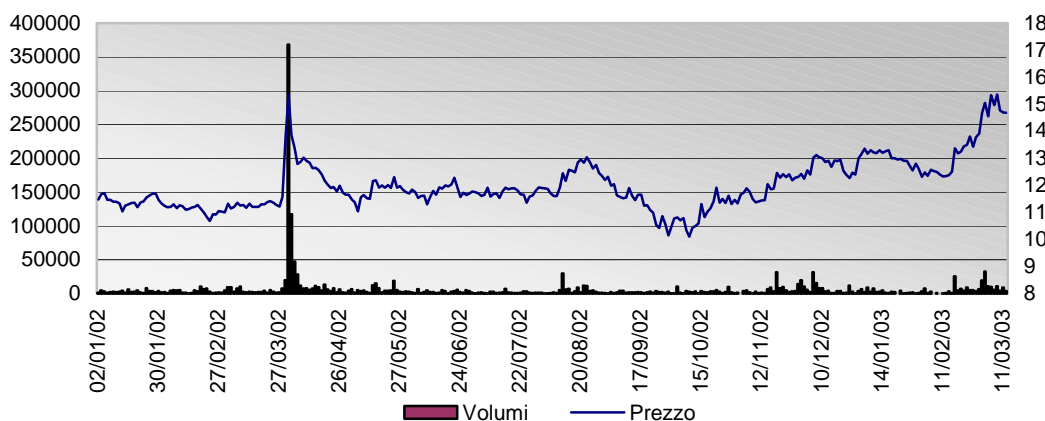
Fonte: elaborazione Banca Aletti su dati Bloomberg. Ultimi prezzi disponibili al 12 marzo 2003

Considerata la dispersione che caratterizza i multipli delle società, abbiamo preso a riferimento i valori mediani. Applicando tali multipli ai dati previsionali 2003 della Società si ottiene un valore compreso tra €19,10 e €20,90. Confermiamo il rating BUY. Il target price, ottenuto attraverso l'applicazione del metodo finanziario (Dcf), a cui viene dato maggiore peso e, come controllo, il metodo dei multipli di mercato, è pari a €21,10.

ANDAMENTO DI BORSA

Dall'inizio del 2002, il titolo ha realizzato un andamento positivo di oltre il 27%, decisamente migliore rispetto a quello dell'indice di riferimento: il Numtel ha infatti perso oltre il 57%. Il massimo nelle ultime 52 settimane è stato raggiunto il 3 aprile 2002 a €16,80 mentre il minimo è stato toccato il 9 ottobre 2002 a €10,00.

Grafico 3 - El.En.: prezzi e volumi da inizio anno 2002



Fonte: elaborazioni Banca Aletti su dati Bloomberg

Allegati

Conto economico consolidato (mln)

	2001	2002E*	2003E	2004E	2005E
Fatturato	27,84	54,23	73,21	82,00	91,02
% crescita	7,3%	94,8%	35,0%	12,0%	11,0%
Valore della produzione	29,51	55,67	75,21	84,50	94,02
% crescita	7,3%	88,6%	35,1%	12,3%	11,3%
Costi esterni e altri servizi diretti	(16,01)	(28,06)	(41,82)	(41,82)	(46,42)
Margine di contribuzione lordo	13,51	27,61	37,51	42,68	47,66
% crescita	-5,5%	104,5%	35,8%	13,8%	11,5%
% del fatturato	48,5%	50,9%	51,2%	52,0%	52,3%
Costi per servizi e oneri operativi	(5,26)	(9,45)	(12,45)	(13,78)	(14,56)
Valore aggiunto	8,24	18,16	25,06	28,90	33,04
% crescita	-24,6%	120,2%	38,0%	15,3%	14,3%
% del fatturato	29,6%	33,5%	34,2%	35,2%	36,3%
Costi per il personale:	(4,35)	(10,93)	(14,64)	(16,81)	(19,11)
Margine operativo lordo	3,90	7,23	10,42	12,09	13,92
% crescita	-49,0%	85,5%	44,2%	16,1%	15,1%
% del fatturato	14,0%	13,3%	14,2%	14,7%	15,3%
Ammortamenti	(1,30)	(2,91)	(3,73)	(4,18)	(4,64)
Reddito operativo (EBIT)	2,59	4,32	6,69	7,91	9,28
% crescita	-58,5%	66,3%	54,9%	18,3%	17,3%
% del fatturato (ROS)	9,3%	8,0%	9,1%	9,6%	10,2%
Gestione finanziaria	1,19	0,79	0,65	0,65	0,70
Risultato della gestione	3,79	5,11	7,34	8,56	9,98
% crescita	-40,9%	34,9%	43,6%	16,7%	16,6%
% del fatturato	13,6%	9,4%	10,0%	10,4%	11,0%
Risultato ante imposte	3,84	5,83	7,34	8,56	9,98
% crescita	-40,6%	51,6%	25,9%	16,7%	16,6%
% del fatturato	13,8%	10,7%	10,0%	10,4%	11,0%
Imposte	(1,21)	(2,39)	(3,08)	(3,68)	(4,29)
Risultato di terzi	(0,36)	(0,20)	(0,15)	(0,15)	(0,15)
Utile di competenza del gruppo	2,27	3,24	4,10	4,73	5,54
% crescita	-24,3%	42,2%	26,8%	15,2%	17,7%
% del fatturato	8,2%	6,00%	5,6%	5,8%	6,1%
Cash flow	3,58	6,15	7,84	8,91	10,18

Fonte: El.En S.p.A. e Banca Aletti S.p.A. * per le voci successive al Risultato ante imposte si tratta di stime

Ratio analysis

	2001	2002E	2003E	2004E	2005E
Indici reddituali					
ROE %	5,05	6,83	8,12	8,71	9,41
ROCE %	15,53	14,37	18,88	20,47	21,93
Utile/fatturato %	8,11	5,41	5,61	5,77	6,09
ROS %	9,32	7,96	9,13	9,65	10,20
MOL/fatturato %	14,00	13,33	14,23	14,75	15,30
Cash flow/fatturato %	12,79	10,78	10,71	10,87	11,19
Struttura patrimoniale/finanziaria					
Debiti finanziari netti	(29,86)	(24,22)	(22,45)	(22,96)	(23,86)
Debt/equity	(0,66)	(0,51)	(0,44)	(0,42)	(0,41)
Att. correnti/pass. correnti	6,33	3,62	3,26	3,23	3,21
Circolante					
Capitale circolante	12,12	18,00	23,93	27,40	30,82
Capitale circolante/fatturato	43,54%	33,20%	32,68%	33,41%	33,86%
Indicatori di borsa					
Num. azioni/1000	4.600	4.600	4.600	4.600	4.600
EPS	0,49	0,70	0,89	1,03	1,20
CFPS	0,78	1,34	1,70	1,94	2,21
BVPS	9,79	10,30	10,99	11,81	12,80
P/BV	1,51	1,43	1,34	1,24	1,15
DIV	0,20	0,20	0,21	0,21	0,21
Dividendi	0,920	0,920	0,966	0,966	0,966
Pay-out %	40,41	28,42	23,53	20,42	17,44
Tax rate %	31,44	41,00	42,00	43,00	43,00

Fonte: Banca Aletti S.p.A.

Note

Note

Note

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

BANCA ALETTI & C. S.P.A. HA UN PROPRIO SPECIFICO INTERESSE RIGUARDO ALL' EMITTENTE, 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.

LE INFORMAZIONI UTILIZZATE NEL PRESENTE STUDIO PROVENGONO DAI DOCUMENTI CONTABILI UFFICIALI DISPONIBILI DELLA SOCIETA' OGGETTO DI ANALISI. DELLE ALTRE INFORMAZIONI EVENTUALMENTE UTILIZZATE SONO CITATE DI VOLTA IN VOLTA, ALL'INTERNO DEL DOCUMENTO, LA NATURA E LA PROVENIENZA.

LE INFORMAZIONI CONTENUTE IN QUESTO DOCUMENTO E LE OPINIONI IVI INDICATE SI BASANO SU FONTI RITENUTE ATTENDIBILI, NON E' STATA TUTTAVIA 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.

BANCA ALETTI INTENDE DARE CONTINUITA' ALLA COPERTURA DEI TITOLI OGGETTO DI STUDIO ED INTENDE PRODURRE NUOVE ANALISI DEGLI STESSI IN OCCASIONE DELLA DIFFUSIONE DELL'INFORMATIVA CONTABILE PERIODICA E DEI PRINCIPALI EVENTI SOCIETARI RITENUTI RILEVANTI.

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA A PARTIRE DAL 13 MARZO 2003.

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