



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	1,54	9,67	14,52	31,95	1,27
2002	54,14	7,05	3,97	2,13	0,87	6,65	11,80	34,11	1,58
2003E	69,30	5,79	2,15	1,00	0,82	9,82	26,48	72,73	1,58
2004E	79,00	8,22	4,70	2,54	0,77	7,44	13,24	29,08	1,58
2005E	89,27	11,33	8,03	4,44	0,66	5,17	7,36	16,51	1,58

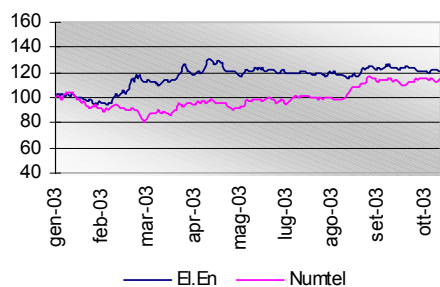
Fonte: El.En.S.p.A. e Banca Aletti

Prezzo al 31/10/03 (€)	15,80
Mkt cap (mln €):	72,680
N° azioni (mln):	4,6
Min - Max (52 sett. in €):	11,11-17,40
Indice Nuovo Mercato:	1517

Maggiori azionisti: A. Cangioli 13,52%; F. Muzzi 10,56%; G. Clementi 10,56%; B. Bazzocchi 10,56%; MPS Merchant 10,08%; Imm. del Ciliegio 6,71%; altri 12,08%.

Mercato 25,91%

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 che trovano applicazione nei campi medicale-estetico ed industriale.

- Dopo l'operazione su Cynosure, che ha profondamente modificato le dimensioni del Gruppo, nel primo semestre del 2003 l'espansione è continuata attraverso acquisizioni sia nel campo medicale che industriale.

- La difficile congiuntura internazionale e la crisi del settore manifatturiero, hanno penalizzato l'attività di El.En., in particolare per quanto riguarda il segmento industriale, che non ha infatti mostrato segni di crescita. A questo si è contrapposto il buon andamento del medicale-estetico e delle società neo-acquisite.

- Il fatturato del primo semestre si è attestato a € 30,24 mln; il margine operativo lordo è risultato in contrazione, mentre il Ros ha mostrato un valore negativo.

- L'utile di Gruppo, al 30 giugno 2003, è risultato pari a € 76.000.

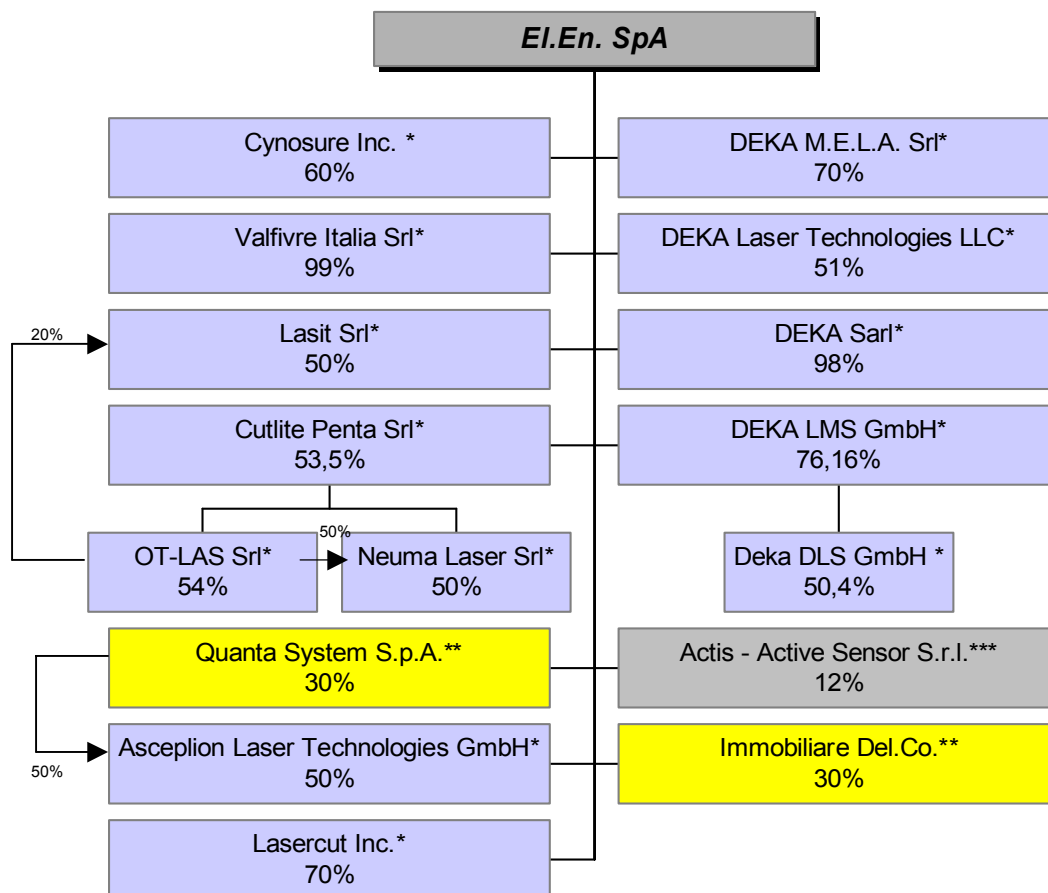
- Alla luce di quanto esposto rivediamo lievemente al ribasso le stime per il 2003, ma confermiamo la raccomandazione buy, con prezzo obiettivo a € 18,90 ottenuto attraverso il metodo finanziario dei flussi di cassa scontati e dei multipli di mercato.

3 Novembre 2003

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

STRUTTURA DEL GRUPPO

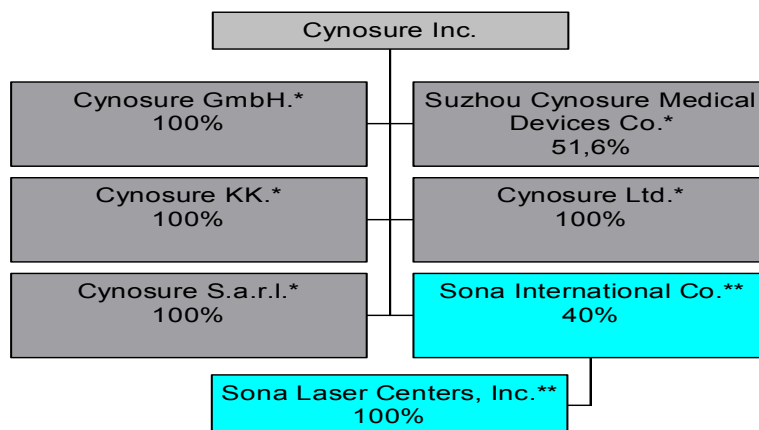
Grafico 1 – Struttura del Gruppo



* Consolidate integralmente
** Consolidate a patrimonio netto
*** Mantenuite al costo

Fonte: El.En S.p.A.

Grafico 2 – Struttura del Gruppo Cynosure



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

Febbraio 2003

- ❖ Costituzione DEKA Laser Technologies LLC in USA con un investimento pari a \$ 500 a cui si aggiunge il finanziamento di \$ 160.000 per le spese di start-up e del circolante per l'avviamento. La società rappresenta un importante canale distributivo per il Gruppo sul mercato americano dei prodotti laser del settore odontoiatrico, nel quale Cynosure non è presente.

Aprile 2003

- ❖ Acquisto del 70% di Lasercut, società americana con sede a Branford (Connecticut) e attiva nella progettazione, produzione e vendita di sistemi laser per il taglio di metalli e fustelle. L'operazione ha comportato un esborso pari a \$ 0,5 mln relativi all'acquisizione di una partecipazione del 70% e € 0,8 mln, a titolo di caparra, per l'acquisto di un fabbricato di 1.500 mq, l'immobile in cui Lasercut svolge la propria attività. E' stato inoltre erogato un finanziamento di \$ 0,5 mln, alzato a \$1,175 mln nei mesi di luglio-ottobre.
- ❖ Aumento della partecipazione in DEKA LMS GMBH da parte della capogruppo, che ha rafforzato la propria partecipazione nella società, portando la quota al 76,6%, al costo di € 520.000

Maggio 2003

- ❖ Acquisizione del 100% di Asceplion, da parte della capogruppo e della collegata Quanta System, che hanno acquistato, ciascuna il 50%, l'unità laser dermatologica e dentale della tedesca Carl Zeiss Meditec AG.

Ottobre 2003

- ❖ Acquisizione del 20% di ASA S.r.l., tramite la controllata DEKA M.E.L.A., la società del Gruppo attiva nella distribuzione delle apparecchiature laser medicali di El.En. ASA S.r.l. con sede a Vicenza, è presente sul mercato da 20 anni ed è tra i principali produttori di apparecchiature, per l'applicazione medica di laser e magnetoterapia, destinate ad ospedali, centri specialistici e cliniche. I prodotti sono esportati in tutta Europa, nel Sud Est asiatico, nei Paesi Arabi e in Sud America. L'accordo permetterà, grazie all'esperienza delle due realtà ed alla continua attività di ricerca, di essere presenti sul mercato con prodotti e nuove tecniche di Laserterapia. Il costo dell'operazione è pari a € 385.000.

Tab. 1 – Area di consolidamento

Società consolidata	% possesso	Attività	Settore	Mercato	Fatturato 1H 2003 (eur mln)
Cynosure	60,00%	Ricerca - Produzione - Vendita	Medicale - estetico	USA - Europa - Asia	11,261
Deka Mela	70,00%	Distribuzione	Medicale - estetico	Italia - estero	7,332
Deka Sarl	98,00%	Distribuzione - Assistenza	Medicale - estetico	Francia	0,955
Deka LMS	76,16%	Distribuzione	Medicale - estetico	Germania	0,730
Deka DLS	38,38%	Distribuzione	Dentale	Germania	0,124
Deka Laser ***	51,00%	Distribuzione	Dentale	USA	0
Asceplion Laser tech.*	65,00%	Ricerca - Produzione - Distribuzione	Dermatologia - odontoiatria	Germania - Europa	1,165
Cutlite Penta	53,50%	Progettazione - Produzione - Vendita	Taglio piano	Italia - Europa - USA	2,131
Valfivre	99,00%	Produzione - Vendita	Sistemi speciali Industriali	Italia	0,205
Ot-Las	28,89%	Progettazione - Produzione - Vendita	Marcatura CO2	Italia - Europa - America	1,911
Lasit	55,78%	Progettazione - Produzione - Vendita	Marcatura	Italia - Europa - Asia	1,535
Lasercut**	70,00%	Progettazione - Produzione - Vendita	Taglio piano	USA	0,455
Neuma Laser	41,20%	Assistenza tecnica/commerciale	Industriale	Estremo Oriente, Sud America	0,033

* Il fatturato è stato consolidato per due mesi

** Il fatturato è stato consolidato per tre mesi

*** Il fatturato sarà consolidato a partire da luglio 2003

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

SVILUPPO DELL'ATTIVITA'

I nuovi sistemi destinati ai trattamenti per la depilazione e la “rejuvenation” prevedono l'utilizzo delle luci intense pulsate, che si affiancano ai già affermati sistemi ad impulso lungo (Nd: YAG)

Nel terzo trimestre 2003 è stato inoltre introdotto un nuovo prodotto laser CO2, disponibile nei modelli Smartxide e Smart US20D e che trovano applicazione, rispettivamente, in dermatologia e odontostomatologia.

CONTESTO MACROECONOMICO¹

Si presenta la situazione delle economie dei principali Paesi dove il Gruppo è presente.

Tab. 2 – Situazione dell'economia internazionale

Variazione %	2002	2003e	2004e	2005e	2006e
Pil USA	2,4	2,5	3,2	2,7	2,7
Pil UE	0,9	0,6	1,6	2,3	2,3
Pil UEM	0,8	0,4	1,5	2,2	2,3
Pil Italia	0,4	0,3	1,4	2,2	2,0
Domanda interna USA	3,0	2,9	2,9	2,1	2,2
Domanda interna UE	0,6	1,5	2,0	2,5	2,5
Domanda interna UEM	0,2	1,2	1,9	2,6	2,5
Domanda interna Italia	1,1	1,6	2,1	2,7	2,5
Inflazione USA (tasso)	1,6	2,3	2,7	2,4	2,0
Inflazione UE (tasso)	1,9	1,9	1,5	1,6	1,8
Inflazione UEM (tasso)	2,2	2,1	1,6	1,7	1,9
Inflazione Italia (tasso)	2,5	2,8	2,1	1,9	2,2

Fonte: Rapporto di previsione Prometeia – ottobre 2003

Stati Uniti

Negli ultimi mesi l'economia americana ha mostrato diffusi segnali di ripresa, anche se non sono tali da determinare il ritmo di crescita registrato alla fine dello scorso decennio. A partire da luglio l'indice di fiducia industriale (ISM manifatturiero) si è mantenuto oltre il valore posto a 50, soglia che indica il passaggio ad una dinamica in crescita dalla stagnazione.

Le vendite al dettaglio sono risultate in espansione: ai maggiori consumi, anche se momentaneamente favoriti dalle condizioni fiscali agevolate, farà seguito la ripresa della produzione industriale

Nel 2004 la domanda interna statunitense dovrebbe risultare guidata anche dagli *investimenti*, sostenuti dall'andamento dei *profitti* e dai *tassi d'interesse* mantenuti su bassi livelli il più a lungo possibile.

UEM

Nel primo semestre dell'anno, la debole crescita della domanda interna, frenata da investimenti e consumi, e delle esportazioni, penalizzate dall'apprezzamento dell'euro (soprattutto contro dollaro), hanno determinato una situazione di stagnazione economica, che si esplica nei valori di variazione del PIL su base trimestrale, pari a 0 % e - 0,1%, rispettivamente nel primo e nel secondo trimestre.

Fra giugno e settembre si stima una crescita dello 0,1% mentre nel quarto trimestre è attesa una crescita dello 0,3% per portare la variazione media annua del PIL allo 0,4% per l'intero 2003.

I segnali positivi arrivano soprattutto dalla ripresa degli indici di fiducia delle imprese e dei consumatori, che dovrebbero portare ad un aumento dei *consumi* stessi.

Nel 2004 la domanda interna europea dovrebbe portarsi su tassi di crescita vicini al 2%, anche grazie alla ripresa della componente degli *investimenti* totali, mentre le esportazioni potrebbero continuare a pesare negativamente.

¹ Le informazioni e le previsioni sono tratte dal "Rapporto di Previsione Prometeia", ottobre 2003

Italia

Nella prima parte dell'anno l'economia domestica è risultata in contrazione: il PIL è sceso dello 0,1% in ognuno dei due trimestri, a causa della flessione della domanda sia interna che estera. All'interno dell'area euro, il rafforzamento delle valute ha penalizzato in modo particolare le merci italiane, caratterizzate dalla bassa componente tecnologica e dalla forte concorrenza dei Paesi che possono produrre a prezzi più bassi.

Gli ordinativi industriali hanno fatto registrare in ogni mese una variazione negativa, rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, fino al culmine di - 11,6% in agosto.

Come atteso, il calo degli investimenti in macchinari è stato particolarmente pesante nel primo trimestre (-9,2% qoq) del 2003, ossia immediatamente dopo il termine, stabilito per la fine del 2002, degli incentivi fiscali previsti dalla legge Tremonti: molti operatori hanno anticipato la spesa nell'esercizio passato per poter beneficiare della disposizione ministeriale.

Il 2003 registrerà quindi una decisa flessione degli investimenti in macchinari ed attrezzature; ma, come già confermano i primi segnali di variazione positiva nella parte finale dell'anno, la situazione dovrebbe andare definitivamente riassorbendosi nel 2004, per stabilizzarsi nel biennio successivo.

Anche il Gruppo El.En ha registrato una decisa crescita del fatturato negli ultimi mesi dello scorso esercizio, quando ha ricevuto molti ordini dai propri clienti.

Per quanto concerne inoltre il calo della domanda registrata dalle merci italiane a causa dei prodotti esteri più concorrenziali, si dica che il fenomeno non ha coinvolto i prodotti di El.En., contraddistinti da un livello di innovazione elevato e destinati ad un settore in crescita.

A partire da settembre si sta verificando una ripresa degli ordini e della produzione ed un miglioramento della fiducia delle imprese, anche sulla scia del miglioramento della situazione internazionale; per quest'anno il Prodotto Interno Lordo è stimato crescere solo dello 0,3%, per arrivare oltre al 2% nel 2005.

La ripresa della crescita sarà favorita dal reddito disponibile e dalla propensione al consumo.

Tab. 3 – Situazione dell'economia italiana

Variazione %	2002	2003e	2004e	2005e	2006e
Prodotto interno lordo	0,4	0,3	1,4	2,2	2,0
Investimenti in macchinari ed attrezzature	0,9	-5,0	4,0	5,7	4,9
Reddito disponibile a prezzi costanti	0,6	1,5	1,6	1,8	2,2
Propensione al consumo (livello)	87,6	87,9	88,3	88,5	88,7
Indice della produzione industriale	-1,4	-1,2	1,2	2,3	2,0

Fonte: Rapporto di previsione Prometeia – ottobre 2003

Germania

Il primo semestre è risultato in contrazione; la domanda interna, consumi privati ed investimenti, è stata in stagnazione e le esportazioni sono risultate deboli.

Negli ultimi mesi cominciano, tuttavia, ad emergere i primi cauti segnali di ripresa con un aumento della fiducia del settore manifatturiero ed un incremento delle vendite al dettaglio.

Francia

La situazione è andata peggiorando nel secondo trimestre: oltre ai problemi comuni al

resto dei Paesi dell'UEM, legati al commercio estero netto, si è verificata una diminuzione degli investimenti ed un crollo dei consumi delle famiglie, il cui reddito disponibile è risultato in calo con il crescere della disoccupazione.

Si attende un miglioramento nel 2004, con la ripresa degli investimenti.

I SEMESTRE 2003

Tab. 4 – Conto Economico Consolidato Riclassificato

Euro/mln	I Semestre 2002	I Semestre 2003
Fatturato	21,113	30,242
<i>% crescita</i>		43,2%
Valore della produzione	22,144	34,732
<i>% crescita</i>		56,8%
Costi esterni e altri servizi diretti	(10,078)	(16,556)
Costi per servizi e oneri operativi	(5,308)	(8,668)
<i>% crescita</i>		63,3%
<i>% del fatturato</i>	25,1%	28,7%
Valore aggiunto	6,816	9,885
<i>% crescita</i>		45,0%
<i>% del fatturato</i>	32,3%	32,7%
Costi per il personale	(4,231)	(8,184)
<i>% crescita</i>		93,4%
<i>% del fatturato</i>	20,0%	27,1%
Margine operativo lordo	2,584	1,701
<i>% crescita</i>		-34,2%
<i>% del fatturato</i>	12,2%	5,6%
Ammortamenti e accantonamenti	(0,939)	(1,874)
Reddito operativo (EBIT)	1,645	(0,173)
<i>% crescita</i>		-
<i>% del fatturato</i>	7,8%	(0,6%)
Gestione finanziaria	0,175	0,096
Risultato della gestione ordinaria	1,820	(0,077)
<i>% crescita</i>		-
<i>% del fatturato</i>	8,6%	(0,3%)
Rettifiche di valore delle attività finanziarie	0,04	0,645
Risultato della gestione straordinaria	0,07	(0,001)
Risultato ante imposte	1,931	0,567
<i>% crescita</i>		-69,5%
<i>% del fatturato</i>	9,1%	1,9%
Imposte	(0,866)	(0,496)
Risultato di terzi	(0,006)	0,216
Utile di Gruppo	0,849	0,076
<i>% crescita</i>		-91,0%
<i>% del fatturato</i>	4,0%	0,3%

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

Cynosure è stata consolidata a partire dal mese di maggio 2002, per cui il primo semestre dello scorso esercizio considerava i risultati della controllata americana solo per due mesi.

Il fatturato del primo semestre 2003 si attesta a € 30,242 mln, in crescita del 43% rispetto al corrispondente periodo: Cynosure ha riportato vendite per € 11,3 mln mentre il suo contributo nei soli due mesi di consolidamento del primo semestre 2002 era stato pari a € 4,3 mln. Considerando i due dati di riferimento senza l'apporto della società acquisita, la crescita del fatturato sarebbe stata pari al 14%.

Oltre il 61% delle vendite deriva dai laser medicali, segmento che include i prodotti di Cynosure e della controllata Aseplion (acquisita recentemente al 50% con Quanta System) e che cresce del 55% anche grazie ai nuovi prodotti lanciati sul mercato per le applicazioni estetiche e dentali.

**Bene il
medicale -
estetico**

**Crisi del
settore
manifatturiero**

Il segmento dei sistemi industriali, penalizzato dalla difficile congiuntura economica, ha mostrato una flessione superiore al 2%. I sistemi per il taglio hanno registrato una contrazione delle vendite nell'ordine del 36%, rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. La marcatura è risultata in progresso del 24%, ma solo perché il fatturato consolidato comprende, diversamente dal primo semestre 2002, anche Lasit. Il fatturato della neo acquisita (si veda la tabella 1) costituisce il 46% ca. del fatturato totale della marcatura: depurando quindi il dato in modo da avere un confronto omogeneo tra i due periodi, si registra, anche per la marcatura, un calo delle vendite attorno al 30%.

Grazie tuttavia al contributo di Lasit, ed in misura minore di Lasercut, il Gruppo è riuscito a fronteggiare meglio la congiuntura poco favorevole che, nel primo semestre 2003, ha colpito ancora il settore manifatturiero.

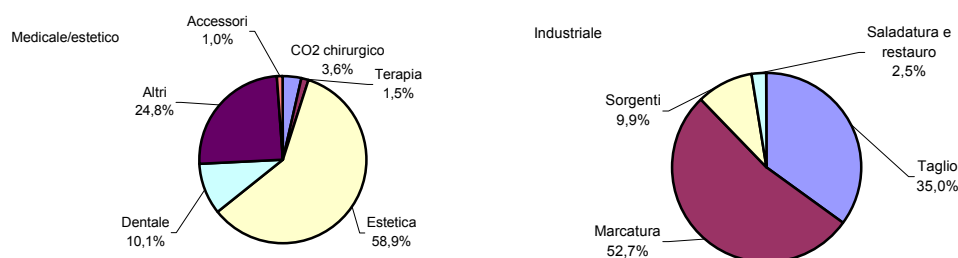
La crescita del fatturato per assistenza tecnica deriva dall'aumento della base installata, anche grazie al deciso contributo di Cynosure che offre servizi di assistenza post vendita e cede le proprie apparecchiature laser secondo il sistema del "revenue sharing".

Tab. 5 - Suddivisione fatturato per segmento di attività

Euro/000	I Semestre 2002	Incidenza	I Semestre 2003	Incidenza	Variazione 02/03
Industriale	6.481	30,7%	6.338	21,0%	-2,2%
Medicale/estetico	11.975	56,7%	18.524	61,3%	54,7%
Ricerca	73	0,3	76	0,3%	4,7%
Assistenza	2.584	12,2%	5.303	17,5	105,2%
Totale	21.113		30.241		43,2

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

Grafico 3 - Suddivisione fatturato medicale ed industriale



Fonte: El.En. S.p.A. (dati in € 000)

Tab. 6 - Suddivisione fatturato per area geografica

Euro/000	I Semestre 2002	Incidenza %	I Semestre 2003	Incidenza %	Variazione 02/03
Italia	8.696	41,2%	7.820	25,9%	-10,1%
Europa	4.578	21,7%	9.314	30,8%	103,4%
Resto del mondo	7.840	37,1%	13.108	43,3%	67,2%
Totale	21.113		30.241		43,2%

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

Il mercato italiano risulta in difficoltà: qui si concentra buona parte delle vendite dei sistemi industriali.

I costi per servizi ed oneri operativi inglobano le maggiori spese di pubblicità, per i nuovi prodotti, e di ristrutturazione, mentre i costi per il personale recepiscono il maggior numero di dipendenti al seguito delle acquisizioni. Entrambe le poste registrano una crescita decisa, anche in termini di impatto sul fatturato.

La voce ammortamenti include la differenza di consolidamento per il pagamento dell'avviamento di Cynosure, di Lasercut ed il maggior numero di investimenti da sostenere per l'attività di noleggio delle apparecchiature di Cynosure.

L'Ebitda margin scende al 5,6% dal 12,2%; l'utile operativo è negativo per € 0,17 mln.

L'utile ante imposte è positivo ed è pari a € 0,567 mln, grazie alla rettifica di valore delle attività finanziarie valutate a patrimonio netto per € 0,649 mln. Tale posta comprende € 0,568 mln, corrispondenti al recepimento del risultato delle collegate Sona International e Sona Laser Centers, incluse nel consolidato di Cynosure.

Al netto delle imposte, il risultato di Gruppo risulta in calo e pari a € 76.000

Al termine del primo semestre la posizione finanziaria netta è positiva; la riduzione di circa € 10 mln, rispetto alla fine dello scorso esercizio, si deve a: i) pagamento dell'ultima tranche di Cynosure per € 1,35 mln; ii) operazione relativa a Lasercut per € 1,21 mln; iii) acquisto di Asceplion per € 0,5 mln; iv) distribuzione di dividendi per € 1,14 mln; v) cash flow dell'attività caratteristica per quasi € 6 mln.

Nel secondo semestre sono previsti due esborsi: il pagamento di € 0,75 mln, a conclusione dell'impegno per l'acquisizione di Asceplion ed € 0,385 mln per l'operazione Asa (già effettuato al momento in cui si scrive).

Dal lato
patrimoniale

Tab. 7 - Posizione finanziaria netta

Euro/000	31/12/2002	31/03/2003	30/06/2003
Debiti fin. a medio e lungo termine	[1.871]	[1.719]	[2.013]
Indebitamento fin. a M/L termine	[1.871]	[1.719]	[2.013]
Debiti finanziari a breve	[888]	[854]	[2.320]
Disponibilità liquide	27.129	24.717	18.510
Posizione finanziaria netta a breve	26.241	23.863	16.190
Totale disponibilità finanziarie nette	24.369	22.143	14.177

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

PREVISIONI E VALUTAZIONE

La congiuntura economica internazionale poco favorevole della prima parte dell'anno, ha, in parte, penalizzato l'attività del Gruppo.

Tuttavia, considerando che gli indicatori economici sembrano delineare uno scenario in ripresa e che i risultati delle società acquisite nel primo semestre saranno consolidati per l'intero secondo semestre, ci si attende un miglioramento dell'attività del Gruppo e si stima una crescita del fatturato consolidato per il 2003 attorno al 28%, lievemente inferiore a quella riportata nel nostro precedente studio.

Inoltre i risultati di Asceplion, per due mesi, di Lasercut, per tre mesi, e di Cynosure, per l'intero periodo, hanno permesso già nel primo semestre di contrastare la riduzione delle vendite nel segmento industriale, a riprova della potenzialità di crescita e dello sviluppo di sinergie delle società acquisite.

In termini di redditività va considerata l'incidenza dei costi, che ha penalizzato i margini. Per il biennio successivo, grazie allo sfruttamento delle sinergie con le neo acquisite, la cui attività dovrebbe essere portata a regime, e nell'ipotesi che la migliore situazione economica dovrebbe favorire l'attività del Gruppo, soprattutto per la parte industriale, si stima una stabilizzazione dell'attività consolidata. Dal maggior contenimento dei costi fissi, inoltre, dovrebbe discendere un miglioramento della redditività.

Come metodologia principale di valutazione abbiamo utilizzato il metodo finanziario DCF e, a titolo di controllo, il metodo dei multipli di mercato. Il modello è stato

Previsioni
2003-2005

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. 8 - Discounted cash flow – dati in milioni di euro				
II DCF	Ipotesi		Valore d'azienda	
	N. di anni considerati	5	Free Cash Flow attualizzato	4,06
	Beta	0,62	+ Terminal Value attualizzato	71,85
	Tasso Free risk *	4,11%	Valore totale	75,91
	Market premium	4,47%	- Debito netto(Ind. netto)	(14,00)
	Costo medio del capitale	6,55%	Valore economico	89,91
	Tasso di crescita atteso	1,00%	N° azioni / 1000	4.600
			Valore per azione (in euro)	19,55

*Rendimento medio ultimi 6 mesi del BTP decennale.

Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Banca Aletti

I multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato è utilizzato quale criterio valutativo di controllo. Da sottolineare, come già nei precedenti studi, la difficoltà nell'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: alcune di esse, inoltre, presentano livelli di capitalizzazione e fatturato maggiori. Ciò premesso, si è comunque individuato un campione di riferimento.

Tab. 9 – Multipli di borsa		
	P/E 2003E	EV/Fatturato 2003E
Coherent Inc	Neg.	1,49
Lumenis LTD	Neg.	0,93
Excel Technology Inc.	29,69	2,55
Candela Corp.	21,59	1,48
Prima Industrie SPA	Neg.	0,68
Laserscope	127,10	4,05
Biolase Technology	39,72	6,37
Carl Zeiss meditec AG	35,46	1,46
Lambda Physik AG	110,12	1,05
Rofin-Sinar Technologies Inc.	20,93	1,30
GSI Lumonics Inc.	155,71	1,71
Wavelight Laser Technologie	12,40	1,04
Linos AG	Neg.	0,62
Mediana	29,69*	1,38**
Media valore obiettivo		13,29

Fonte: elaborazione Banca Aletti su dati Bloomberg. Ultimi prezzi al 31 ottobre 2003

* Mediana ex Laserscope e GSI Lumonics

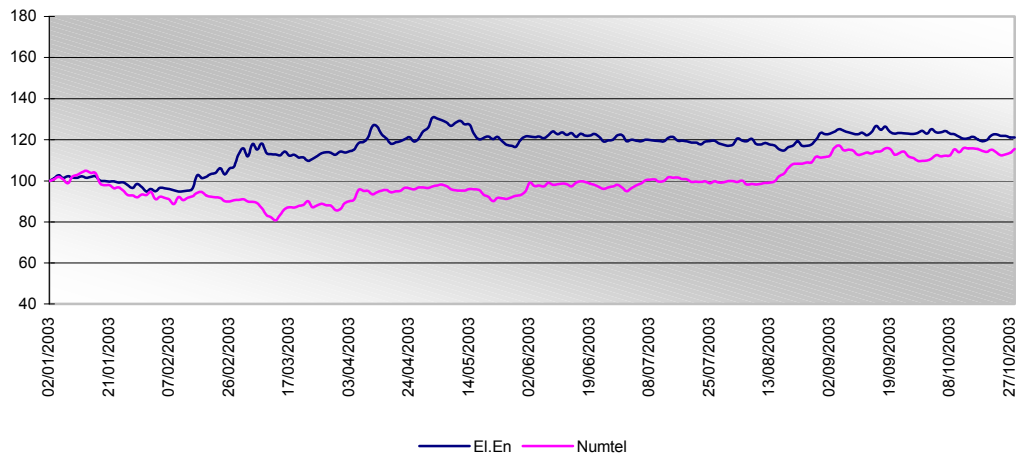
** Mediana ex Biolase

Si è ritenuto opportuno escludere dai calcoli le società i cui valori di P/E e di EV/Fatturato si discostano in misura significativa dalla media del campione e si è preso a riferimento, considerata la dispersione che caratterizza i multipli delle società, i valori mediani.

Il target price, ottenuto attraverso la media delle due metodologie esposte ed attribuendo un maggior peso al DCF model (per le motivazioni relative al metodo dei multipli sopra esposte), è pari a € **18,90**. Confermiamo il rating **BUY**.

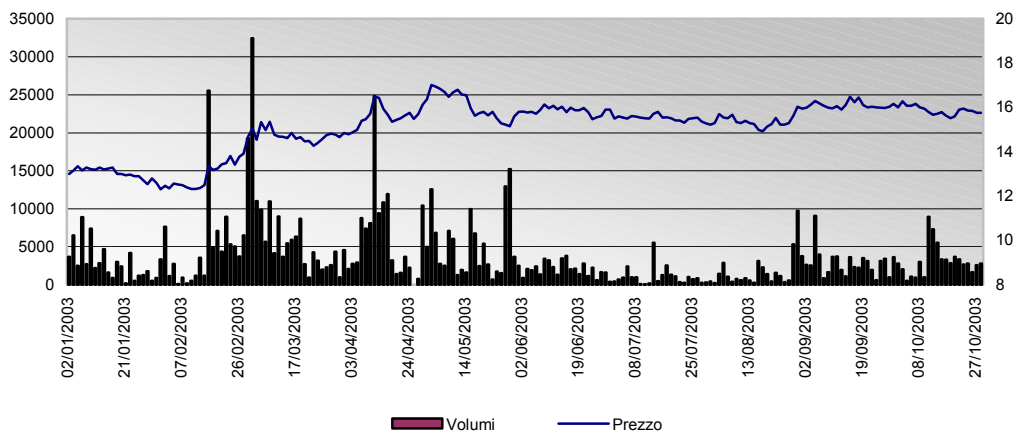
ANDAMENTO DI BORSA

Grafico 4 - El.En. e Numtel da inizio anno 2003



Fonte: elaborazioni Banca Aletti su dati Bloomberg

Grafico 5 - El.En. prezzi e volumi da inizio anno 2003



Fonte: elaborazioni Banca Aletti su dati Bloomberg

Allegati

Conto economico consolidato (mln)					
	2001	2002	2003E	2004E	2005E
Fatturato	27,84	54,14	69,30	79,00	89,27
<i>% crescita</i>	7,3%	94,4%	28,0%	14,0%	13,0%
Valore della produzione	29,51	55,09	70,80	80,60	90,97
<i>% crescita</i>	7,3%	86,4%	29,8%	13,8%	12,9%
Costi esterni e altri servizi diretti	(16,01)	(27,59)	(32,16)	(35,95)	(39,73)
Costi per servizi e oneri operativi	(5,26)	(9,36)	(17,32)	(18,96)	(20,98)
Valore aggiunto	8,24	18,06	22,07	26,40	30,97
<i>% crescita</i>	-24,6%	119,1%	22,2%	19,6%	17,3%
<i>% del fatturato</i>	29,6%	33,4%	31,9%	33,4%	34,7%
Costi per il personale:	(4,35)	(11,01)	(16,29)	(18,17)	(19,64)
Margine operativo lordo	3,90	7,05	5,79	8,22	11,33
<i>% crescita</i>	-49,0%	80,9%	-17,9%	42,1%	37,7%
<i>% del fatturato</i>	14,0%	13,0%	8,4%	10,4%	12,7%
Ammortamenti e Acc.	(1,30)	(3,08)	(3,64)	(3,53)	(3,29)
Reddito operativo (EBIT)	2,59	3,97	2,15	4,70	8,03
<i>% crescita</i>	-58,5%	53,1%	-45,8%	118,3%	71,1%
<i>% del fatturato (ROS)</i>	9,3%	7,3%	3,1%	5,9%	9,0%
Gestione finanziaria	1,19	1,02	0,19	0,19	0,19
Risultato della gestione ord.	3,79	4,99	2,34	4,89	8,22
<i>% crescita</i>	-40,9%	31,7%	-53,1%	108,6%	68,3%
<i>% del fatturato</i>	13,6%	9,2%	3,4%	6,2%	9,2%
Risultato ante imposte	3,84	5,55	3,14	5,69	9,02
Imposte	(1,21)	(2,68)	(1,84)	(2,41)	(3,85)
Risultato di terzi	(0,36)	(0,73)	(0,30)	(0,70)	(0,70)
Utile di competenza del gruppo	2,28	2,13	1,00	2,54	4,44
<i>% crescita</i>	-24,3%	-6,4%	-53,1%	154,3%	74,8%
<i>% del fatturato</i>	8,2%	3,9%	1,4%	3,2%	5,0%
Cash flow	3,78	5,21	4,64	6,07	87,74

Fonte: El.En S.p.A., stime Banca Aletti

Ratio analysis					
	2001	2002	2003E	2004E	2005E
Indici reddituali					
ROE %	5,05	4,68	2,22	5,38	8,86
Utile/fatturato %	8,17	3,94	1,44	3,22	4,93
ROS %	9,32	7,34	3,10	5,94	9,00
MOL/fatturato %	14,00	13,02	8,35	10,41	12,69
Struttura patrimoniale/finanziaria					
Debiti finanziari netti (eur mln)	(29,86)	(24,37)	(14,00)	(15,60)	(16,00)
Att. correnti/pass. correnti	6,25	3,13	2,72	2,64	2,68
Circolante					
Capitale circolante (eur mln)	12,23	14,87	22,87	23,63	27,75
Capitale circolante/fatturato%	43,92	27,47	33,01	29,91	31,08
Indicatori di borsa					
Num. azioni/1000	4.600				
EPS	0,49	0,46	0,22	0,55	0,97
CFPS	0,78	1,13	1,01	1,32	1,68
BVPS	9,79	9,90	9,80	10,10	10,81
P/BV	1,50	1,60	1,61	1,57	1,46
DIV (eur mln)	0,20	0,25	0,25	0,25	0,25
Dividendi	0,92	1,15	1,15	1,15	1,15
Pay-out %	40,44	53,98	105,09	46,02	26,13
Tax rate %	31,46	48,36	58,60	43,00	43,00

Fonte: El.En. S.p.A., stime Banca Aletti

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 3 NOVEMBRE 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.