

El.En.

Buy

Italia: Settore lasers-systems/components. 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	%
2002	54,139	7,050	3,972	2,130	0,95	7,30	12,96	32,19	1,68
2003E	68,120	5,509	1,440	0,991	0,76	9,35	35,75	69,50	1,68
2004E	87,000	7,833	3,783	2,169	0,59	6,57	13,61	31,75	1,68
2005E	98,310	9,385	5,385	3,139	0,52	5,49	9,56	21,94	1,68
2006E	111,090	10,776	6,776	3,932	0,46	4,78	7,60	17,52	1,68

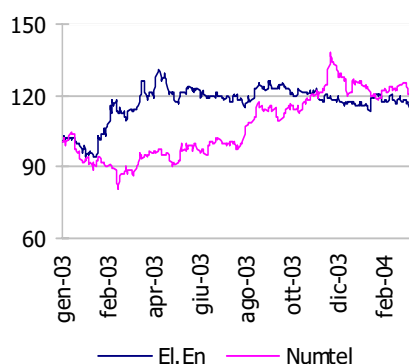
Fonte: El.En. S.p.A. e Banca Aletti & C. S.p.A.

Prezzo al 12/03/04(€):	14,906
Mkt cap (mln€):	68,881
N°azioni (mln):	4,621
Min-Max (52 sett. in €):	14,10-17,40
Indice Numtel:	1.565

Maggiori azionisti:

A. Cangiolli 13,48%; F. Muzzi 10,73%; G. Clementi 10,68%; B. Bazzocchi 10,53%; MPS Merchant 10,02%; Imm. del Ciliegio 6,77%; Altri 12,82%.

Mercato 24,97%

Andamento quotazioni El.En. e indice Nuovo Mercato (base 2/1/2003=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.
- Nel quarto trimestre il fatturato ha registrato una crescita del 4%, mentre alla fine del 2003 si è attestato a € 68,1 mln, in aumento del 26%, grazie al buon andamento del settore medicale.
- Il cambio euro-dollaro sfavorevole ha influito sui conti del Gruppo. Le recenti acquisizioni ed i processi di ristrutturazione hanno appesantito i costi a livello consolidato che, in combinazione con la crisi del settore industriale, hanno penalizzato la redditività del Gruppo.
- Il Margine Operativo Lordo nel quarto trimestre è passato a € 1,8 mln da € 2,9 mln e, sui dodici mesi, a € 5,5 mln da € 7 mln. L'Ebit, nel periodo ottobre-dicembre, si è attestato a € 0,5 mln; il risultato annuale è stato pari a € 1,4 mln.
- L'utile ante imposte al 31 dicembre 2003 è risultato pari a € 2,3 mln, rispetto al dato di € 5,5 mln del 2002.
- La posizione finanziaria netta, a fine esercizio, era pari a € 12,8 mln: la disponibilità di cassa ed il basso livello di debito confermano la solidità patrimoniale.
- Nel 2004 il fatturato dovrebbe registrare un deciso tasso di crescita. Si presume un buon andamento dell'attività favorito sia dal settore medicale, che continua a mostrare segni di sviluppo, sia dall'apporto delle recenti acquisizioni, consolidate per l'intero esercizio, che favoriranno anche la parte dei sistemi industriali.
- L'incidenza dei costi per servizi e per il personale sul fatturato, è attesa in calo: di conseguenza si stima un miglioramento della redditività, rispetto all'esercizio passato.
- Dalla valutazione, effettuata con il metodo finanziario (DCF) e, come controllo, con il metodo dei multipli, e sulla base della revisione delle stime, il prezzo obiettivo ottenuto risulta pari € 17,1; confermiamo il giudizio buy, sulla base delle motivazioni sopra esposte.

Silvia Locatelli (02-43358121)

silvia.locatelli@alettibank.it

Risultati economici

Tab. 1 – Conto Economico Consolidato Riclassificato				
Euro/mln	4Q 2002	4Q 2003	FY 2002	FY 2003
Fatturato	19,363	20,140	54,139	68,120
<i>% crescita</i>		4,0%		25,8%
Prodotto lordo	18,833	18,695	54,547	71,619
Costi esterni	(9,189)	(7,315)	(27,125)	(34,020)
Costi per servizi e oneri operativi	(3,137)	(4,309)	(9,358)	(14,182)
<i>% crescita</i>		37,4%		51,5%
<i>% del fatturato</i>	16,2%	21,4%	17,3%	20,8%
Valore Aggiunto	6,506	7,071	18,064	23,417
<i>% crescita</i>		8,7%		29,6%
<i>% del fatturato</i>	33,6%	35,1%	33,4%	34,4%
Costi per il personale	(3,620)	(5,254)	(11,014)	(17,908)
<i>% crescita</i>		45,1%		62,6%
<i>% del fatturato</i>	18,7%	26,1%	20,3%	26,3%
Margine operativo lordo	2,886	1,817	7,050	5,509
<i>% crescita</i>		-37,1%		-21,9%
<i>% del fatturato</i>	14,9%	9,0%	13,0%	8,1%
Ammort.ti e accant.ti,	(1,333)	(1,355)	(3,077)	(4,069)
Reddito operativo (EBIT)	1,554	0,462	3,972	1,440
<i>% crescita</i>		-70,3%		-63,7%
<i>% del fatturato</i>	8,0%	2,3%	7,3%	2,1%
Gestione finanziaria	0,727	0,154	1,018	0,096
Risultato della gestione ord.	2,281	0,616	4,990	1,536
<i>% crescita</i>		-73,0%		-69,2%
<i>% del fatturato</i>	11,8%	3,1%	9,2%	2,3%
Rettifiche di valore	(0,150)	0,118	0,168	0,623
Risultato della gestione straord.	(0,026)	0,043	0,390	0,105
Risultato ante imposte	2,105	0,777	5,548	2,264
<i>% crescita</i>		-63,1%		-59,2%
<i>% del fatturato</i>	10,9%	3,9%	10,2%	3,3%

Fonte: El.En. S.p.A., dati riclassificati Banca Aletti & C. S.p.A.

Nel quarto trimestre il fatturato ha registrato una crescita del 4%, mentre alla fine del 2003 si è attestato a € 68,1 mln, in aumento del 26%. Esso ingloba i risultati di Cynosure per l'intero esercizio (solo per otto mesi nel 2002), Lasit, Lasercut, Asceplion e Dekalaser Technologies (queste ultime tre sono state consolidate nel corso dell'anno).

Il buon andamento del settore medicale, in crescita del 40%, ha permesso di contrastare la flessione delle vendite dei sistemi industriali, toccate dalla crisi del comparto che ha caratterizzato l'intero esercizio.

La debolezza del dollaro rispetto all'euro è risultata penalizzante poiché:

1) Cynosure, basata in Usa, ha avuto un fatturato che, espresso in euro ai fini del bilancio consolidato, ha subito un cambio ben più sfavorevole di quello atteso. Il vantaggio derivante dalle esportazioni in Europa della controllata americana ha potuto contrastare l'effetto depressivo solo in minima parte;

2) il Gruppo ha visto la riduzione dei margini delle esportazioni in valuta.

I costi per servizi ed oneri operativi hanno registrato una crescita del 51%, superiore a quella del fatturato, dovuta in particolare alle spese commerciali e di marketing.

Il numero dei dipendenti è cresciuto nel corso del 2003 a seguito delle acquisizioni: le spese relative sono aumentate del 63% a € 17,9 mln da € 11 mln dell'anno precedente, appesantite anche dai costi legati al processo di ristrutturazione di Cynosure.

Il Margine Operativo Lordo nel quarto trimestre è sceso a € 1,8 mln da € 2,9 mln; sui dodici mesi è passato a € 5,5 mln da € 7 mln, con un'incidenza sul fatturato che è calata a 8,1% da 13 %.

L'Ebit, nel periodo ottobre-dicembre, si è attestato a € 0,5 mln; il risultato annuale è stato pari a € 1,4 mln, con il Ros che è passato a 2,1% da 7,3%.

L'utile ante imposte a fine esercizio è stato pari a € 2,3 mln

Nel quarto trimestre è stata acquisita, attraverso la controllata Deka Mela, una partecipazione del 20% in Asa, una società veneta specializzata nella produzione di apparecchiature per fisioterapia e riabilitazione.

Nel gennaio scorso la partecipazione in Quanta System è passata a 60% da 30%, ad un costo di € 1,5 mln, che sarà pagato con la liquidità a disposizione: l'operazione inoltre prevede la cessione, da parte di El.En., a Laserfin (che prima deteneva il controllo di Quanta System) del 10% di Deka M.E.L.A. e del 2,5% di Cynosure. La società è attiva nello sviluppo e nella produzione di laser prevalentemente per il settore medico (da cui trae il 70% del fatturato), oltre che scientifico e industriale.

Dal lato patrimoniale, la posizione finanziaria netta, a fine 2003, è passata a € 12,8 mln da € 24,3 mln, mantenendosi ad un livello tale da lasciare aperta la possibilità ad eventuali nuove operazioni che risultino opportune. Oltre che per finanziare il capitale circolante, la variazione è dovuta sostanzialmente all'utilizzo di liquidità per il pagamento delle acquisizioni e dei dividendi.

Dal lato patrimoniale

Tab. 2 – Posizione Finanziaria Netta

Euro/mln	31-12-2002	31-12-2003
Debiti fin. a medio e lungo termine	(1,871)	(1,840)
Indebitamento fin. a M/L termine	(1,871)	(1,840)
Debiti finanziari a breve	(0,888)	(2,106)
Disponibilità liquide	27,129	16,756
Posizione finanziaria netta a breve	26,241	14,650
Totale disponibilità finanziarie nette	24,369	12,810

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

Previsioni e valutazione

Nel 2004 si stima una crescita del fatturato attorno al 27%, favorita anche da Asceplion, Lasercut e, in misura marginale, da Deka Laser. Le società acquisite nel corso dell'anno passato, saranno consolidate per l'intero esercizio e di conseguenza dovrebbero dare maggiore contributo alla determinazione dei ricavi. Inoltre Quanta System, prima valutata a patrimonio netto, sarà consolidata a partire dall'esercizio in corso, ed il contributo sarà distribuito sia sulla parte dei laser medicali che industriali.

I costi operativi, seppur siano stati rivisti lievemente al rialzo, sulla base dei risultati del 2003 ed in funzione del maggior perimetro di consolidamento del Gruppo, dovrebbero avere un'incidenza inferiore sul fatturato, dal momento che le fasi di ristrutturazione di

Previsioni 2004-2006

carattere eccezionale sono state accelerate nell'ultima parte e dovrebbero quindi essere in fase di completamento. Di conseguenza i margini di reddito risulterebbero inferiori, rispetto alle nostre stime precedenti, ma in crescita dai risultati del 2003, per tutto il triennio considerato.

Tab. 3 – Revisione delle stime				
Euro/mln	2004E Old	2004E New	2005E Old	2005E New
Fatturato	79,002	87,000	89,272	98,310
EBITDA	8,225	7,833	11,327	9,385
<i>% fatturato</i>	<i>10,4%</i>	<i>9,0%</i>	<i>12,7%</i>	<i>9,5%</i>
EBIT	4,621	3,783	7,958	5,385
<i>% fatturato</i>	<i>5,8%</i>	<i>4,3%</i>	<i>8,9%</i>	<i>5,5%</i>
Utile netto	2,447	2,169	4,406	3,139
<i>% fatturato</i>	<i>3,1%</i>	<i>2,5%</i>	<i>4,9%</i>	<i>3,2%</i>

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

Come metodologia principale di valutazione abbiamo utilizzato il metodo finanziario DCF e, come controllo, il metodo dei multipli di mercato.

Si procede quindi attraverso la media delle due metodologie ed attribuendo un maggior peso al DCF, poichè le società competitors considerate nell'analisi, a differenza di El.En., non sono attive in entrambi i segmenti di attività (medicale-estetico ed industriale) e talvolta presentano livelli di capitalizzazione e fatturato maggiori rispetto al Gruppo.

Sulla base della revisione effettuata delle stime, il prezzo obiettivo risultante scende a € **17,1** da € 19 ma confermiamo il giudizio **buy**, per le motivazioni sopra esposte.

Valutazione

Allegati

Conto Economico (€ mln)					
	2002	2003E	2004E	2005E	2006E
Fatturato	54,139	68,120	87,000	98,310	111,090
% crescita	94,4%	25,8%	27,7%	13,0%	13,0%
Costi esterni	(27,125)	(34,020)	(43,239)	(48,565)	(54,545)
Margine di contribuzione lordo	27,421	37,598	45,761	51,745	58,545
% crescita	76,2%	37,1%	21,7%	13,1%	13,1%
% del fatturato	50,7%	55,2%	52,6%	52,6%	52,7%
Costi per servizi	(9,358)	(14,182)	(16,443)	(18,286)	(19,996)
Valore aggiunto	18,064	23,417	30,018	34,159	38,549
% crescita	119,1%	29,6%	28,2%	13,8%	12,9%
% del fatturato	33,4%	34,4%	34,5%	34,7%	34,7%
Costi per il personale	(11,014)	(17,908)	(22,185)	(24,774)	(27,773)
Margine operativo lordo (EBITDA)	7,050	5,509	7,833	9,385	10,776
% crescita	81,0%	-21,9%	42,2%	19,8%	14,8%
% del fatturato	13,0%	8,1%	9,0%	9,5%	9,7%
Ammortamenti e Accantonamenti	(3,077)	(4,069)	(4,050)	(4,000)	(4,000)
Reddito operativo (EBIT)	3,972	1,440	3,783	5,385	6,776
% crescita	53,2%	-63,7%	162,7%	42,3%	25,8%
% del fatturato (ROS)	7,3%	2,1%	4,3%	5,5%	6,1%
Gestione finanziaria	1,018	0,096	0,100	0,200	0,200
Risultato della gestione	4,990	1,536	3,883	5,585	6,976
% crescita	31,8%	-69,2%	152,8%	43,8%	24,9%
% del fatturato	9,2%	2,3%	4,5%	5,7%	6,3%
Risultato ante imposte	5,548	2,265	4,683	6,385	7,776
Imposte	(2,684)	(0,974)	(2,014)	(2,746)	(3,344)
Utile di terzi	(0,732)	(0,300)	(0,500)	(0,500)	(0,500)
Utile di competenza del gruppo	2,130	0,991	2,169	3,139	3,932
% crescita	-6,4%	-53,5%	118,9%	44,7%	25,3%
% del fatturato	3,9%	1,5%	2,5%	3,2%	3,5%
Cash flow	5,208	5,060	6,219	7,139	7,932
% crescita	45,5%	-2,8%	22,9%	14,8%	11,1%
% del fatturato	9,6%	7,4%	7,1%	7,3%	7,1%

Fonte: El.En. S.p.A. e stime Banca Aletti & C. S.p.A.

Stato patrimoniale consolidato					
	2002	2003E	2004E	2005E	2006E
Totale immobilizzazioni	16,306	17,791	17,305	16,800	16,600
Totale circolante netto	14,873	24,079	27,735	30,332	32,784
F.di a medio lungo	3,776	3,917	3,900	3,900	3,900
Capitale investito netto	27,403	37,953	41,140	43,232	45,484
Patrimonio Netto totale	51,770	50,763	52,299	54,789	57,456
Indebitamento fin. netto	(24,367)	(12,810)	(11,159)	(11,557)	(11,972)
Totale fonti	27,403	37,953	41,140	43,232	45,484

Fonte: El.En. S.p.A. e stime Banca Aletti & C. S.p.A.

Ratio analysis

Indici reddituali	2002	2003E	2004E	2005E	2006E
ROE %	4,68	2,20	4,71	6,53	7,82
ROI %	16,81	4,23	10,16	13,69	16,30
Utile / Fatturato %	3,94	1,45	2,49	3,19	3,54
ROS %	7,34	2,11	4,35	5,48	6,10
MOL/fatturato%	13,02	8,09	9,00	9,55	9,70
Struttura patrimoniale/finanziaria					
Debiti finanziari netti (eur mln)	(24,367)	(12,810)	(11,159)	(11,557)	(11,972)
D/E	(0,53)	(0,28)	(0,24)	(0,24)	(0,24)
Att. corr/pass. Corr.	3,13	2,73	2,54	2,51	2,47
Circolante					
Capitale circolante (eur mln)	14,873	24,079	27,735	30,332	32,784
Capitale circ./fatturato %	27,47	35,35	31,88	30,85	29,51
Indicatori di borsa					
Num. azioni/1000			4.621		
EPS	0,463	0,214	0,469	0,679	0,851
CFPS	1,132	1,095	1,346	1,545	1,717
BVPS	9,903	9,752	9,975	10,404	10,872
P/E	32,185	69,503	31,752	21,940	17,516
P/BV	1,541	1,529	1,494	1,433	1,371
DIV (eur mln)	1,150	1,155	1,155	1,155	1,155
Dividendi	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
Yield%	1,677	1,677	1,677	1,677	1,677
Pay-out %	53,980	116,039	53,254	36,798	29,379
Tax rate %	48,366	43,000	43,000	43,000	43,000
EV/ Sales	0,945	0,756	0,588	0,521	0,461
EV/Ebitda	7,303	9,346	6,573	5,486	4,778
EV/Ebit	12,961	35,754	13,610	9,561	7,598

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

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

BANCA ALETTI & C. NON HA UN PROPRIO SPECIFICO INTERESSE RIGUARDO ALL' EMITTENTE, AGLI STRUMENTI FINANZIARI E ALLE OPERAZIONI OGGETTO DI ANALISI.

LE INFORMAZIONI UTILIZZATE NEL PRESENTE STUDIO PROVENGONO DAI DOCUMENTI CONTABILI UFFICIALI DISPONIBILI DELLA SOCIETÀ 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 SOCIETÀ, 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 15 MARZO 2004.

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.

Banca Aletti

Via S. Spirito, 14 - 20121 Milano
Telefono (02) 76060.1 - Fax (02) 784664