



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	1,92	13,73	20,63	31,13	1,30
2002	54,14	7,05	3,97	2,13	0,99	7,59	13,46	33,24	1,62
2003E	69,30	5,94	2,13	0,89	0,77	9,01	25,10	79,65	1,62
2004E	79,00	8,22	4,62	2,45	0,68	6,50	11,57	28,94	1,62
2005E	89,27	11,33	7,96	4,41	0,60	4,72	6,72	16,07	1,62

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

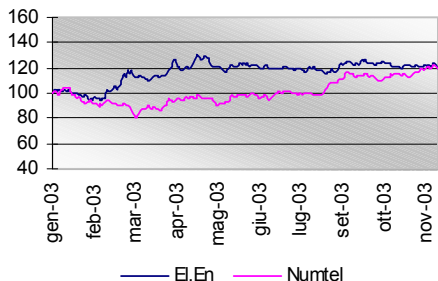
Prezzo al 19/11/03 (€)	15,394
Mkt cap (mln €):	70,812
N° azioni (mln):	4,6
Min – Max (52 sett. in €):	11,85-17,40
Indice Nuovo Mercato:	1.579

Maggiori azionisti al 5 novembre 2003:

A. Cangioli 13,54%; F. Muzzi 10,58%; G. Clementi 10,78%; B. Bazzocchi 10,73%; MPS Merchant 10,06%; Imm. del Ciliegio 6,80%; Altri 12,90%.

Mercato 24,62%

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.

- Il fatturato al 30 settembre 2003 è risultato pari a € 47,9 mln. Il segmento medicale-estetico, che costituisce ormai oltre il 60% del fatturato totale, ha fatto da traino mentre la parte dei laser industriali ha mostrato ancora segni di difficoltà.

- Il periodo da luglio a settembre è stato caratterizzato dalla ripresa. Il reddito operativo è passato da € 0,17 mln negativi registrati al 30 giugno a € 1,15 mln, in progresso di € 0,97 mln. Il Ros è passato a 6,5%, segnando un recupero di marginalità anche rispetto allo stesso periodo dello scorso anno (5,7%)

- I primi nove mesi dell'anno si sono chiusi con un utile ante imposte di € 1,5 mln, in calo del 57% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno.

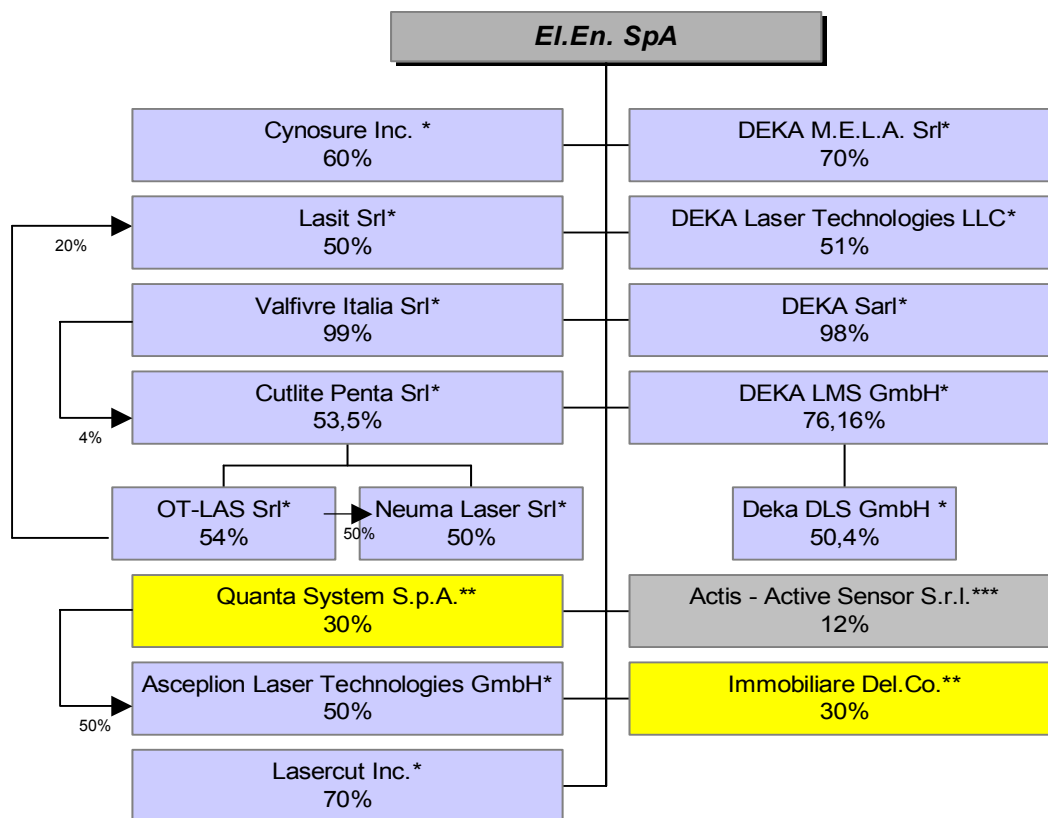
- La valutazione, calcolata attraverso il metodo finanziario (DCF) e, come controllo, con il metodo dei multipli di mercato, ha determinato un prezzo obiettivo di € 19. Confermiamo la raccomandazione buy.

20 Novembre 2003

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

STRUTTURA DEL GRUPPO

Gráfico 1 – Struttura del Gruppo al 30 settembre 2003



* Consolidate integralmente; ** Consolidate a patrimonio netto; *** Mantenate al costo

Fonte: El.En S.p.A.

Tab. 1 – Area di consolidamento

Società consolidata	% interessenza	Attività	Settore	Mercato
Cynosure	60,00%	Ricerca - Produzione - Vendita	Medicale - estetico	USA - Europa - Asia
Deka Mela	70,00%	Distribuzione	Medicale - estetico	Italia - estero
Deka Sarl	98,00%	Distribuzione- Assistenza	Medicale - estetico	Francia
Deka LMS	76,16%	Distribuzione	Medicale - estetico	Germania
Deka DLS	38,38%	Distribuzione	Dentale	Germania
Deka Laser ***	51,00%	Distribuzione	Dentale	USA
Asceplion Laser tech.*	65,00%	Ricerca - Produzione - Distribuzione	Dermatologia - odontoiatria	Germania - Europa
Cutlite Penta	57,46%	Progettazione - Produzione - Vendita	Taglio piano	Italia - Europa - USA
Valfivre	99,00%	Produzione - Vendita	Sistemi speciali Industriali	Italia
Ot-Las	31,03%	Progettazione -Produzione - Vendita	Marcatura CO2	Italia - Europa - America
Lasit	56,21%	Progettazione -Produzione - Vendita	Marcatura	Italia - Europa - Asia
Lasercut**	70,00%	Progettazione - Produzione - Vendita	Taglio piano	USA
Neuma Laser	44,24%	Assistenza tecnica/commerciale	Industriale	Estremo Oriente, Sud America

* Il fatturato è stato consolidato per cinque mesi ** Il fatturato è stato consolidato per sei mesi;

*** Il fatturato è stato consolidato a partire da luglio 2003

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

III TRIMESTRE 2003

Tab. 2 – Conto Economico Consolidato Riclassificato

Euro/mln	Primi nove mesi 2002	Primi nove mesi 2003	Terzo Trimestre 2002	Terzo Trimestre 2003
Fatturato	34,776	47,980	13,663	17,738
% crescita		38,0%		29,8%
Valore della produzione	35,715	52,924	13,570	18,192
% crescita		48,2%		34,1%
Costi esterni e altri servizi diretti	(16.189)	(24.882)	(6,111)	(8,327)
Costi per servizi e oneri operativi	(8.043)	(12.121)	(2,735)	(3,453)
% crescita		50,7%		26,3%
% del fatturato	-23,1%	-25,3%	-20,0%	-19,5%
Valore aggiunto	11,557	16,347	4,741	6,461
% crescita		41,4%		36,3%
% del fatturato	33,2%	34,1%	34,7%	36,4%
Costi per il personale	(7,395)	(12,654)	(3,163)	(4,470)
% crescita		71,1%		41,3%
% del fatturato	-21,3%	-26,4%	-23,2%	-25,2%
Margine operativo lordo	4,162	3,693	1,578	1,991
% crescita		-11,3%		26,2%
% del fatturato	12,0%	7,7%	11,5%	11,2%
Ammortamenti e accantonamenti	(1,745)	(2,714)	(0,806)	(0,804)
Reddito operativo (EBIT)	2,417	0,979	0,772	1,151
% crescita		-59,5%		49,1%
% del fatturato	7,0%	2,0%	5,7%	6,5%
Gestione finanziaria	0,290	(0,058)	0,115	(0,154)
Risultato della gestione ordinaria	2,707	0,920	0,887	0,997
% crescita		-66,0%		12,4%
% del fatturato	7,8%	1,9%	6,5%	5,6%
Rettifiche di valore delle attività finanziarie	0,318	0,505	0,279	(0,140)
Risultato della gestione straordinaria	0,416	0,062	0,345	0,064
Risultato ante imposte	3,441	1,488	1,511	0,921
% crescita		-56,8%		-39,0%
% del fatturato	9,9%	3,1%	11,1%	5,2%

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

Il fatturato dei primi nove mesi del 2003 si attesta a € 47,980 mln, in crescita del 38% rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno, grazie anche al contributo di Cynosure. Si consideri che la società americana è stata consolidata a partire dal mese di maggio 2002, per cui i primi nove mesi dello scorso esercizio consideravano i risultati della controllata americana solo parzialmente.

Per il periodo da giugno a settembre 2003, le vendite sono state pari a € 17,7 mln ed includono i risultati di Lasit, Lasercut, Asceplion e Deka Laser Technologies, (quest'ultima consolidata proprio a partire da luglio), acquisite tra la fine del 2002 ed il corso del 2003.

La parte dei laser medicali ed estetici continua la fase di espansione, sia in termini assoluti che in relazione al fatturato totale. Le vendite nei primi nove mesi del 2003 sono passate da € 19,3 mln a € 30 mln ed includono il risultato di Cynosure per l'intero periodo, oltre quelli di Asceplion e Deka Laser Technologies, per i mesi di competenza.

La vivacità si evidenzia anche nello sviluppo di nuovi prodotti. Nel *dentale*: Smart File, Diodi A-800 e A-900, US 20 D (Deka); nella *dermatologia*: “Smartxide” (CO2), “excilite micro”, “Smartlite” (Deka) e “Quadro Star”, “Multipulse II” (Asceplion); nell'*odontostomatologia*: Smart US20D (Asceplion).

La contrazione del segmento dei sistemi industriali, legata alla crisi del settore manifatturiero ed alla situazione di stallo degli investimenti, è continuata anche nel terzo

**Sviluppo
dell'attività
nel
medicale-
estetico**

trimestre. Il calo del 4% registrato, sarebbe stato decisamente superiore senza i risultati di Lasit e Lasercut, consolidati solo nel 2003.

Le entrate dall'attività di ricerca incidono solo per lo 0,3% sul fatturato totale e sono legate alle commesse da parte degli Istituti di Ricerca. Il Gruppo è consapevole della necessità di promuovere un continuo sviluppo sia delle applicazioni che dei sistemi laser, al fine di mantenere una posizione competitiva all'interno del mercato. Ciò è testimoniato dalle ricerche continuate anche nel terzo trimestre:

Sviluppo dei progetti

- Progetto su sorgenti laser CO2 fino a 6kW destinate ad applicazioni di taglio e saldatura;
- Ricerca sul sistema laser ad eccimeri per la nanofabbricazione di dispositivi per l'elettronica e l'optoelettronica;
- Ricerca per lo sviluppo di galvanometri per la movimentazione del fascio laser mediante specchi, allo scopo di poter trattare superficialmente materiali diversi, anche con la marcatura e trovare nuovi spunti estetici sui tessuti ed oggetti;
- Progetto per la realizzazione di una sorgente laser a stato solido ad alta potenza in supporto amorfo ceramico;
- Sviluppo di apparecchiature laser per la diagnosi dei beni culturali;
- Sviluppo dei macchinari e dell'applicazione sperimentale in campo fisioterapico e ortopedico;
- Sviluppo di apparecchiature per la microchirurgia mini-invasiva, anche assistita da robot;
- Sperimentazione clinica di trattamenti terapeutici innovativi nei diversi rami della medicina (gastroenterologia, oculistica, dermatologia ecc.);
- Sviluppo delle tecnologie per l'incollaggio della cornea a mezzo di luce laser;
- Sviluppo del laser a diodo per applicazioni in neurochirurgia.

Tab. 3 - Suddivisione fatturato per segmento di attività ed area geografica

Euro/000	Primi nove mesi 2002	Incidenza	Primi nove mesi 2003	Incidenza	Variazione 02/03
Industriale	10.324	29,7%	9.899	20,6%	- 4,1%
Medicale/estetico	19.318	55,5%	30.041	62,6%	55,5%
Ricerca	151	0,4%	142	0,3%	-6,6%
Assistenza	4.982	14,3%	7.898	16,5%	58,5%
Italia	13.293	38,2%	11.293	23,5%	-15,0%
Europa	7.200	20,7%	13.901	29,0%	93,1%
Resto del mondo	14.283	41,1%	22.786	47,5%	59,5%

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

I costi per servizi ed oneri operativi risultano in crescita del 51% e si attestano a € 12 mln, con un'incidenza sul fatturato superiore al 25%. Tuttavia, considerando solo i tre mesi, a fronte di una crescita di tale voce si registra una minor incidenza dei costi sul fatturato. La voce include i costi di Ricerca e Sviluppo, complessivamente ammontante a € 4,9 mln, in parte attribuiti anche alla spesa per il personale. A fronte di tali uscite, El.En., dall'inizio dell'anno, ha contabilizzato € 142.000 quale fatturato della Ricerca, € 288.000 nella voce "Altri proventi" ed ha ricevuto acconti per € 434.000 che, in quanto tali, non sono stati ancora iscritti a conto economico.

Le spese per il personale sono pari a € 12,6 mln e tengono conto del maggior numero di dipendenti, passato a 374 unità da 272 al 30 settembre 2002. L'incidenza sul fatturato (26%) è piuttosto elevata, sia perché tale voce è particolarmente pesante nei conti di Cynosure, sia perché, le strutture operative sono concepite per volumi di produzione

superiori a quelli che si possono realizzare in una fase di difficile congiuntura economica, con conseguente maggiore incidenza di tutti i costi fissi.

Ne deriva una contrazione dei margini reddituali. Il margine operativo lordo è pari a 3,7 mln, con un *Ebitda Margin* che scende a 7,7% da 12%.

La situazione va comunque migliorando: tra luglio e settembre l'*Ebitda* cresce del 26% e l'*Ebit* del 49%, con un'incidenza sul fatturato che passa da 5,7% a 6,5%.

Per i primi nove mesi, invece, il Ros risulta pari al 2% rispetto al precedente 7%; l'utile operativo passa da € 2,4mln a € 0,9 mln.

La gestione finanziaria, già poco rilevante nei primi sei mesi dell'anno, risulta negativa per € 58.000 al 30 settembre. I tassi d'interesse si sono mantenuti sui livelli bassi, penalizzando la gestione della liquidità, mentre l'apprezzamento dell'euro verso il dollaro ha generato differenze negative di cambio.

Le rettifiche di valore sono pari a € 0,5mln e comprendono, per la quota di competenza, i risultati della collegata Sona International, inclusa nel consolidato di Cynosure, di Quanta System e di Immobiliare Del.Co.

L'utile ante imposte è positivo ed è pari a € 1,488 mln.

La posizione finanziaria netta al 30 settembre è positiva per oltre € 12 mln. Dall'inizio dell'anno si è registrata una riduzione di circa € 12,7 mln a seguito di: 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 da parte di El.En. e € 123.000 da parte di Deka Mela; v) cash flow dell'attività caratteristica.

Nel mese di ottobre vi è stato un esborso di € 0,385 mln per l'operazione Asa; entro la fine dell'anno, a conclusione dell'impegno per l'acquisizione di Asceplion, è previsto il pagamento di € 0,75 mln.

Recupero di
marginalità
nel terzo
trimestre
2003

Dal lato
patrimoniale

Tab. 4 – Posizione finanziaria netta

Euro/000	31/12/2002	30/06/2003	30/09/2003
Debiti fin. a medio e lungo termine	(1.871)	(2.013)	(1.884)
Indebitamento fin. a M/L termine	(1.871)	(2.013)	(1.884)
Debiti finanziari a breve	(888)	(2.320)	(2.231)
Disponibilità liquide	27.129	18.510	16.302
Posizione finanziaria netta a breve	26.241	16.190	14.071
Totale disponibilità finanziarie nette	24.369	14.177	12.187

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

L'Assemblea Straordinaria del 16 luglio 2002 ha delegato al Consiglio di Amministrazione la facoltà di aumentare il capitale sociale - in una o più volte a pagamento ed entro 5 anni dalla delibera - fino ad un massimo di € 124.800 pari a 240.000 diritti d'opzione riservati ai dipendenti per la sottoscrizione di azioni ordinarie del valore nominale di € 0,52 al prezzo stabilito dal CdA.

Il 6 settembre 2002, in attuazione al piano di stock option 2003-2004, il CdA ha deliberato un aumento di capitale pari a € 31.817 corrispondente a 61.188 diritti d'opzione. Il prezzo di sottoscrizione è stato stabilito a € 12,41 con un sovrapprezzo per azione pari a € 11,89. La prima tranche, per 30.600 azioni, è esercitabile in tre periodi: il primo va dal 18 novembre al 31 dicembre 2003.

Inoltre, in funzione del piano di stock option 2004-2005, lo scorso 13 novembre il CdA ha deliberato un aumento di capitale pari a € 13.145, con attribuzione di 25.280 diritti d'opzione. Il prezzo di sottoscrizione è stato stabilito a € 15,78, con un sovrapprezzo per azione pari a € 15,26.

Il piano di
stock option

PREVISIONI E VALUTAZIONE

Previsioni
2003-2005

Il terzo trimestre ha segnato un miglioramento rispetto ai primi sei mesi dell'anno: il settore medicale-estetico è risultato trainante, mentre l'industriale ha mostrato ancora segni di evidente debolezza.

L'ultima parte dell'anno dovrebbe confermare il trend del periodo da luglio a settembre: tale andamento dovrebbe permettere di raggiungere i valori stimati già nel precedente studio, che vengono quindi sostanzialmente confermati, anche per quanto concerne il biennio successivo.

Il metodo finanziario DCF 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.

II DCF

Tab. 5 - Discounted cash flow - dati in milioni di euro

Ipotesi		Valore d'azienda	
N. di anni considerati	5	Free Cash Flow attualizzato	4,05
Beta	0,57	+ Terminal Value attualizzato	74,93
Tasso Free risk *	4,14%	Valore totale	78,98
Market premium	4,44%	- Debito netto(Ind. netto)	(12,28)
Costo medio del capitale	6,38%	Valore economico	91,26
Tasso di crescita atteso	1,00%	N° azioni / 1000	4.600
		Valore per azione (in euro)	19,84

*Rendimento medio ultimi 6 mesi del BTP decennale.

Fonte: Bloomberg ed elaborazioni Banca Aletti

I multipli di
mercato

Le società riportate, 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.

Tab. 6 - Multipli di borsa

	P/E 2003E	EV/Fatturato 2003E
Coherent Inc	69,64	1,52
Lumenis LTD	Neg.	0,91
Excel Technology Inc.	31,58	2,73
Candela Corp.	21,14	1,76
Prima Industrie SPA	Neg.	0,73
Laserscope	116,95	3,97
Biolase Technology	35,12	5,12
Carl Zeiss meditec AG	37,88	1,56
Lambda Physik AG	29,07	1,09
Rofin-Sinar Technologies Inc.	23,05	1,67
GSI Lumonics Inc.	156,42	1,61
Wavelight Laser Technologie	13,06	1,03
Linos AG	Neg.	0,65
Mediana	30,33*	1,54**
Media valore obiettivo		15,76

* Mediana ex Laserscope e GSI Lumonics

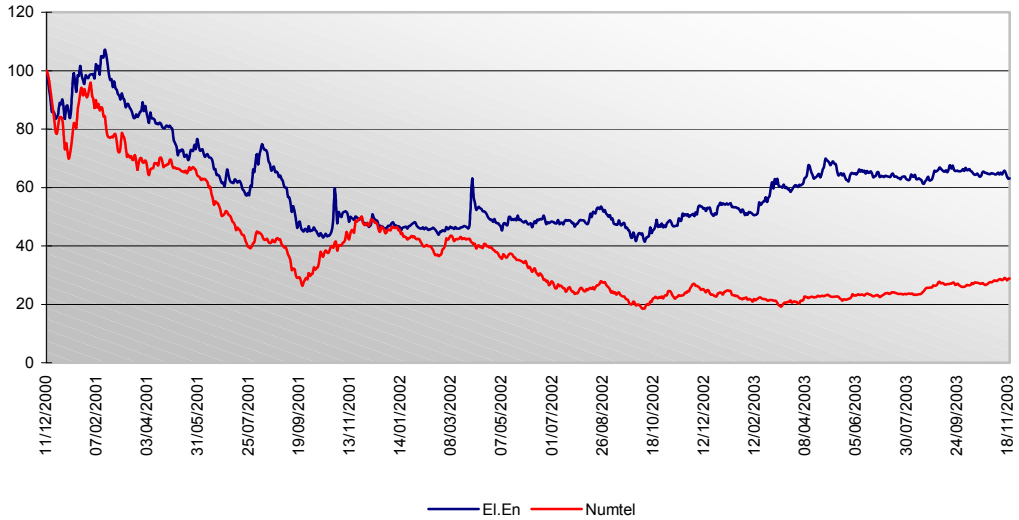
** Mediana ex Biolase:

Fonte: elaborazione Banca Aletti su dati Bloomberg. Ultimi prezzi al 19 novembre 2003

Il target price, ottenuto attraverso la media delle due metodologie espone ed attribuendo un maggior peso al DCF model (per le limitazioni relative al metodo dei multipli), è risultato pari a € 19. Confermiamo il rating **BUY**.

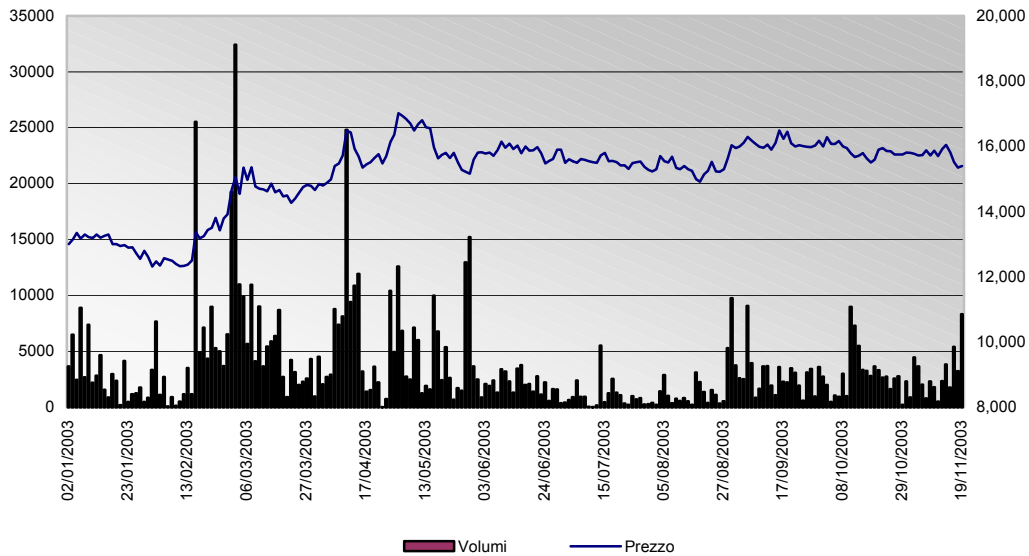
ANDAMENTO DI BORSA

Grafico 2 - El.En. e Numtel dalla quotazione



Fonte: elaborazioni Banca Aletti su dati Bloomberg

Grafico 3 - 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	71,80	80,60	90,97
<i>% crescita</i>	7,3%	86,4%	31,8%	12,3%	12,9%
Costi esterni e altri servizi diretti	(16,01)	(27,59)	(33,26)	(35,95)	(39,73)
Costi per servizi e oneri operativi	(5,26)	(9,36)	(16,70)	(18,96)	(20,98)
Valore aggiunto	8,24	18,06	22,36	26,40	30,97
<i>% crescita</i>	-24,6%	119,1%	23,8%	18,0%	17,3%
<i>% del fatturato</i>	29,6%	33,4%	32,3%	33,4%	34,7%
Costi per il personale:	(4,35)	(11,01)	(16,42)	(18,17)	(19,64)
Margine operativo lordo	3,90	7,05	5,94	8,22	11,33
<i>% crescita</i>	-49,0%	80,9%	-15,8%	38,5%	37,7%
<i>% del fatturato</i>	14,0%	13,0%	8,6%	10,4%	12,7%
Ammortamenti e Acc.	(1,30)	(3,08)	(3,81)	(3,60)	(3,37)
Reddito operativo (EBIT)	2,59	3,97	2,13	4,62	7,96
<i>% crescita</i>	-58,5%	53,1%	-46,4%	116,9%	72,2%
<i>% del fatturato (ROS)</i>	9,3%	7,3%	3,1%	5,8%	8,9%
Gestione finanziaria	1,19	1,02	(0,06)	0,10	0,20
Risultato della gestione ord.	3,79	4,99	2,07	4,72	8,16
<i>% crescita</i>	-40,9%	31,7%	-58,5%	127,8%	72,8%
<i>% del fatturato</i>	13,6%	9,2%	3,0%	6,0%	9,1%
Risultato ante imposte	3,84	5,55	2,87	5,52	8,96
Imposte	(1,21)	(2,68)	(1,68)	(2,37)	(3,85)
Risultato di terzi	(0,36)	(0,73)	(0,30)	(0,70)	(0,70)
Utile di competenza del gruppo	2,28	2,13	0,89	2,45	4,41
<i>% crescita</i>	-24,3%	-6,4%	-58,3%	175,2%	80,1%
<i>% del fatturato</i>	8,2%	3,9%	1,3%	3,1%	4,9%
Cash flow	3,78	5,21	4,70	6,05	7,78

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

Ratio analysis					
	2001	2002	2003E	2004E	2005E
Indici reddituali					
ROE %	5,05	4,68	1,98	5,29	8,90
Utile/fatturato %	8,17	3,94	1,28	3,10	4,94
ROS %	9,32	7,34	3,07	5,85	8,91
MOL/fatturato %	14,00	13,02	8,57	10,41	12,69
Struttura patrimoniale/finanziaria					
Debiti finanziari netti (eur mln)	(29,86)	(24,37)	(12,28)	(15,44)	(15,84)
Att. correnti/pass. correnti	6,25	3,13	2,76	2,63	2,68
Circolante					
Capitale circolante (eur mln)	12,23	14,87	24,08	23,63	27,75
Capitale circolante/fatturato%	43,92	27,47	34,74	29,91	31,08
Indicatori di borsa					
Num. azioni/1000	4.600				
EPS	0,49	0,46	0,19	0,53	0,95
CFPS	0,78	1,13	1,02	1,32	1,69
BVPS	9,79	9,90	9,77	10,06	10,77
P/BV	1,50	1,55	1,57	1,53	1,43
DIV (eur)	0,20	0,25	0,25	0,25	0,25
Dividendi (eur mln)	0,92	1,15	1,15	1,15	1,15
Pay-out %	40,44	53,98	129,35	47,00	26,10
Tax rate %	31,46	48,36	58,60	43,00	43,00

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

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 20 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.