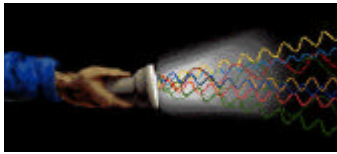




Meliorbanca

ITALIAN EQUITY RESEARCH

12 marzo 2001



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

	Fatturato L./mln.	EBIT L./mln.	Utile netto L./mln.	Eps L.	P/E ¹
1998	33.624	4.851	2.215	481	n.d.
1999	46.225	13.245	6.754	1.468	28,99
2000	50.248	12.949	7.371 ²	1.602	26,56
2001E	62.308	16.250	9.310	2.024	21,03
2002E	77.884	21.630	11.850	2.576	16,52

Fonte: Gruppo El.En. e previsioni Meliorbanca

- Il Gruppo El.En. è leader in Italia nel settore della progettazione e produzione di sorgenti e apparecchiature laser per applicazioni medicali, estetiche e industriali.
- Il fatturato del Gruppo è risultato nel 2000 pari a circa 50 miliardi di Lire (46 miliardi di Lire nel 1999), Ebitda di circa 15 miliardi di Lire, corrispondenti al 29,4% del fatturato, Ebit di circa 13 miliardi di Lire, pari al 25,8% del fatturato.
- La strategia di sviluppo si fonda sui seguenti obiettivi:
 1. sviluppo e rafforzamento della struttura commerciale esistente nei paesi più interessanti per prospettive di crescita;
 2. sviluppo della presenza nel mercato statunitense, che attualmente rappresenta da solo più del 60% del mercato delle applicazioni medicali-estetiche ed una quota altrettanto significativa del mercato dei sistemi industriali;
 3. introduzione di nuovi prodotti e ulteriore potenziamento della R&S.
- La Società considera punti di forza del suo successo: completa **integrazione verticale** e **orizzontale**, **know how** nella realizzazione e progettazione di sorgenti laser sviluppato tramite la propria R&S, **flessibilità produttiva** garantita dal ricorso all'outsourcing per le attività a basso valore aggiunto, **tecnologia** utilizzabile in una vasta gamma di applicazioni.

Prezzo al 08/03/2001 (in €): 21,98

Target price (in €): 25

Mkt cap (mln. €): 101,108

N° azioni (mln.): 4,6

Min – Max (52 sett. in €): 26,2 – 19,8

Raccomandazione: middle term BUY

Settore: apparecchiature laser

Maggiori azionisti: A. Cangioli 13,52%; F. Muzzi 10,56%; G. Clementi 10,56%; B. Bazzocchi 10,56%; Banca Toscana 10,06%; Imm. Del Ciliegio 6,71%; altri 8,6%

Flottante: 29,43%

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

¹ Multipli calcolati sulla base dei prezzi all'8 marzo 2001.

² Valore stimato, dato che il Gruppo deve ancora articolare l'analisi delle deduzioni e delle rettifiche in aumento rispetto all'utile civilistico.



1. Andamento del titolo

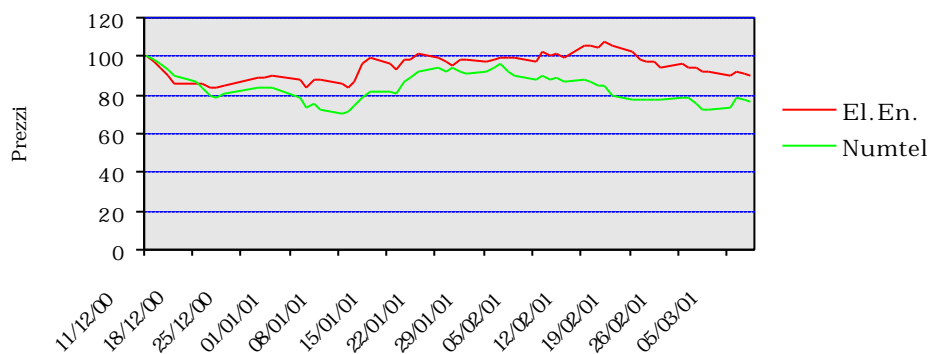
Dall'11 dicembre 2000 il Gruppo è quotato al Nuovo Mercato³, piazza di quotazione atipica per un'azienda manifatturiera, ma giustificata dalle caratteristiche altamente *hi-tech* del core business aziendale.

Dall'IPO del dicembre 2000 a €26 per azione, le azioni hanno perso il 15,46% (considerando il prezzo all'8 marzo 2001), nonostante il positivo andamento della società. Ciononostante, confrontando l'andamento del titolo con l'indice del Nuovo Mercato (Numtel), si registra una performance positiva dalla quale emergono le seguenti considerazioni:

El.En. e Numtel

- l'andamento del titolo è correlato all'andamento dell'indice del Nuovo Mercato;
- il titolo ha sovraperformato l'andamento dell'indice del Nuovo Mercato, con una performance relativa positiva media del 13,89% nel periodo 11/12/00 – 08/03/2001.

Andamento quotazioni El.En. e indice Nuovo Mercato (base 11/12/2000=100)



Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati Bloomberg

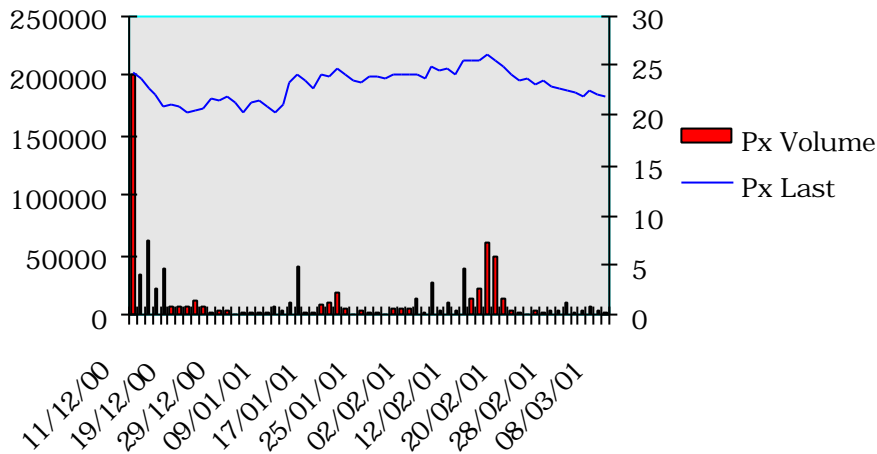
³ L'IPO ha visto Meliorbanca nella qualità di Global Coordinator e Sponsor dell'operazione e Banca Toscana quale Co-Global Coordinator.



Per quanto riguarda i volumi negoziati, sempre da inizio quotazione, gli scambi medi giornalieri si sono attestati intorno ai 14.400 titoli con un controvalore medio di 331.200 €

Prezzi e volumi

Prezzi e volumi El.En.



Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati Bloomberg

Considerate le buone prospettive di crescita della Società, l'andamento del titolo non sembra essere una conseguenza di un deterioramento delle prospettive del Gruppo, ma piuttosto il riflesso dell'attuale momento sfavorevole del mercato.



2. Punti di forza e di debolezza

PUNTI DI FORZA

La posizione di leader nel mercato dei laser è giustificata dai seguenti vantaggi competitivi:

- R&D
E' il principale punto di forza in quanto consente al Gruppo di essere all'avanguardia nei propri mercati di riferimento, grazie al costante collegamento con il mondo universitario e della ricerca, all'esperienza tecnica dei soci fondatori e al coinvolgimento in azienda di ricercatori altamente qualificati.
- Know how innovativo e versatile
Il Gruppo El.En. dispone di un know how multidisciplinare, applicato a tutte le fasi del processo produttivo, che consente lo sviluppo di applicazioni laser innovative nei settori di riferimento.
- Presidio delle fasi critiche
Il controllo sull'intera catena del valore consente la pronta soluzione di qualsiasi problema che dovesse emergere.
- Diversificazione di prodotto
La Società agisce in differenti settori (industriale, medico e cosmetico) e la diversificazione di prodotto riduce il rischio di mercato e aumenta le opportunità di crescita.
- Qualità di prodotto, affidabilità e competitività
Fattori critici per il mantenimento di una posizione di leadership sul mercato sono una focalizzazione su standard di alta qualità e una politica di prezzi orientata al mercato.
- Struttura organizzativa
La struttura organizzativa è ispirata alla valorizzazione delle risorse umane, attraverso un elevato scambio di informazioni, nonché tramite sistemi di incentivazione monetaria e/o carriera.

PUNTI DI DEBOLEZZA

- Limitata capitalizzazione di mercato: ciò aumenta la potenziale volatilità dei prezzi azionari;
- Limitate dimensioni: il Gruppo presenta un livello dimensionale ridotto rispetto ai principali *competitor* di mercato; il Gruppo tuttavia si è posto quale obiettivo prioritario per l'esercizio 2001 il superamento di tale problematica attraverso la conclusione di partnership/operazioni di fusione con altre aziende del settore.



3. Valutazione

Al fine della determinazione del *target price* relativo al titolo in esame, si ritiene opportuno utilizzare il metodo dei multipli, pur con le avvertenze sotto esposte.

I motivi di tale scelta sono riconducibili essenzialmente alla possibilità di forti variazioni nei valori economico - patrimoniali del Gruppo a seguito della prospettata acquisizione di un'azienda statunitense. In proposito il Gruppo si pone quale obiettivo la sua conclusione nel corso dell'esercizio 2001, ma non si dispone di informazioni più precise al riguardo: pertanto le stime economico - patrimoniali riportate nel presente studio e relative al Gruppo *stand alone* possono essere soggette a sostanziali scostamenti in senso positivo nell'ipotesi di conclusione della citata operazione.

3.1 Multipli di valore

Il Gruppo presenta caratteristiche peculiari, che rende difficile identificare dei veri *comparables* di mercato, sia in termini di dimensioni, sia in termini di settori di operatività.

I comparables

Effettuate tali precisazioni, si riportano di seguito i multipli calcolati sulla base dei prezzi all'8 marzo 2001:

	EV/Sales x	EV/Ebitda x	EV/Ebit x	P/E x	P/CF x
Candela	0,72	3,06	3,19	5,91	5,64
Excel Technology	2,41	10,62	12,48	19,72	15,64
Coherent	1,45	9,97	14,61	13,58	9,89
Rofin-Sinar Technologies	0,93	6,36	7,91	14,19	8,76
Prima Industrie	1,25	11,13	13,09	33,25	23,47
Asclepion-Meditec AG	4,23	38,27	48,48	35,01	28,79
VISX	2,88	5,39	5,50	11,34	10,96
Lambda Physik	13,72	110,59	144,62	243,35	159,43
Max	13,72	110,59	144,62	243,35	159,43
Min	0,72	3,06	3,19	5,91	5,64
Mediano	1,93	10,30	12,78	16,95	13,30

Note:

EV= Enterprise Value, è calcolato come somma tra la capitalizzazione di mercato e l'indebitamento netto

Ebitda= Margine Operativo Lordo

Ebit= Margine Operativo Netto

P= prezzo al 8.03.2001

E= utile netto per azione

CF= Cash Flow per azione (il Cash Flow è pari all'utile netto più ammortamento e svalutazioni)

Fonte: elaborazione Meliorbanca su dati Bloomberg



Con riferimento al Gruppo, possono essere riportati i seguenti multipli storici e prospettici:

Il Gruppo

	EV/Sales x	EV/Ebitda x	EV/Ebit x	P/E x	P/CF x
1999	4,12	13,32	14,36	28,99	25,11
2000	2,67	9,09	10,38	26,56	21,25
2001e	2,01	6,76	7,71	21,03	16,91
2002e	1,47	4,69	5,29	16,52	13,36

Fonte: elaborazione Meliorbanca

Al riguardo, possono essere svolte le seguenti considerazioni:

- i multipli relativi ai *comparables* presentano una forte dispersione, si ritiene pertanto opportuno focalizzare l'attenzione sui valori mediani, peraltro perfettamente allineati ai multipli di Coherent, leader a livello mondiale;
- i multipli del Gruppo relativi all'esercizio appena concluso si presentano in netto miglioramento rispetto all'esercizio precedente;
- se si focalizza l'attenzione su EV/Sales, EV/Ebitda e EV/Ebit del 2000, maggiormente rappresentativi dell'attività caratteristica aziendale rispetto al P/E, sono ben posizionati rispetto a quelli mediani dei *comparables* esaminati;
- i multipli prospettici del Gruppo sono in miglioramento, ma si sottolinea in proposito l'atteggiamento particolarmente prudentiale seguito, dato che come già sottolineato i dati utilizzati per il loro calcolo non prendono in considerazione la possibilità di un'eventuale acquisizione nel mercato statunitense che potrebbe portare anche ad un raddoppio del fatturato;
- in termini di mercato italiano, il *comparable* di riferimento è Prima Industrie; si nota al riguardo il buon posizionamento dei multipli del Gruppo rispetto al citato *competitor*.

Pertanto, dall'applicazione dei valori mediani dei multipli relativi ai *comparables* ai valori economico - patrimoniali del Gruppo e assumendo quali significativi i multipli relativi ai risultati operativi, si considera congruo un *target price* per azione di €25⁴.

Valutazione

Considerato il previsto miglioramento della redditività nel breve periodo, nonché l'alta possibilità di conclusione della citata acquisizione in America, che porterebbe il Gruppo a dimensioni comparabili con i principali *competitor* americani, si considera il titolo appetibile per *middle term BUY*.

Raccomandazione

⁴ La valutazione è stata fatta in base ai prezzi all'8 marzo 2001, pertanto il miglioramento dei dati lascia spazio ad apprezzamenti dell'azione su orizzonti di medio termine in costanza dei multipli.

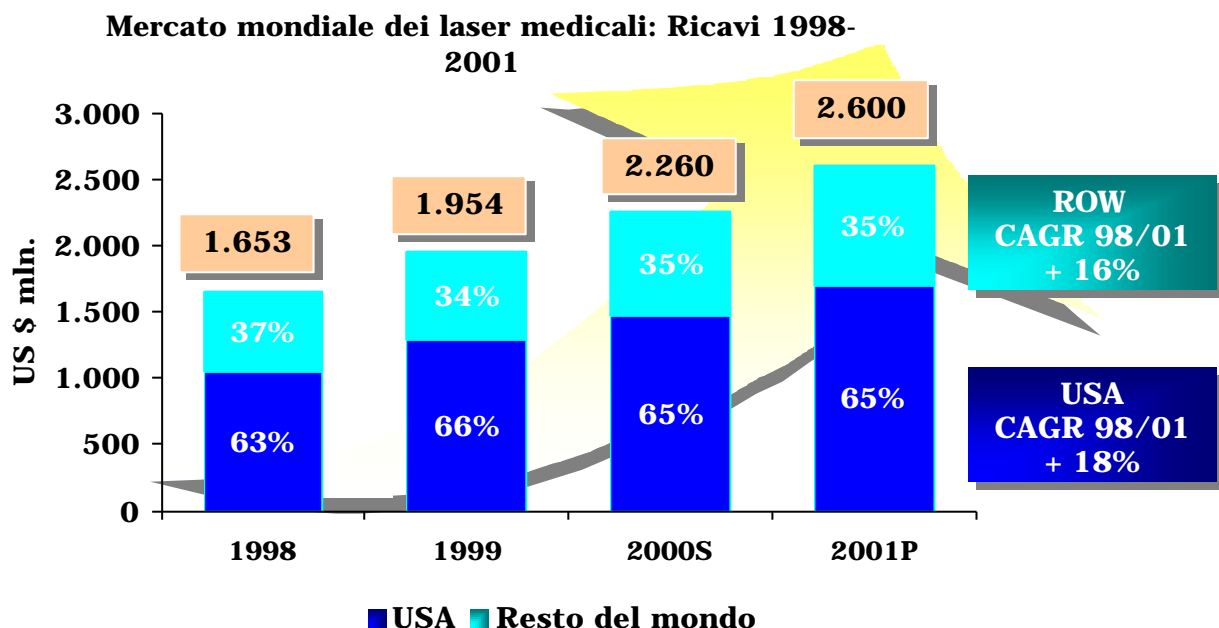


4. Il mercato

Il mercato di riferimento è quello dei laser medicali e industriali che nel 2000 ha registrato una crescita rispettivamente del 15% e del 11%, tassi che il Gruppo prevede di poter superare nei prossimi esercizi, con una crescita media nel biennio 2001-2002 del 24%.

Tassi di crescita

In particolare, con riferimento al settore medicale, è da notare la forte predominanza del mercato americano che copre il 65% del fatturato mondiale, con un CAGR 98/01 del 18%.



Fonte: El.En.

Per quanto concerne il settore industriale, il Gruppo prevede un'ulteriore espansione nelle applicazioni laser industriali, ma è da ricordare che in tale ambito il Gruppo copre una nicchia difforme rispetto al mercato globalmente inteso.

Il mercato delle apparecchiature laser è caratterizzato in questo periodo da una forte tendenza alla concentrazione, attraverso la conclusione di accordi o fusioni tra gli attuali operatori.

Concentrazione

In proposito, con riferimento al **settore medicale**, è dello scorso febbraio l'accordo tra l'israeliana ESC-Sharplan (n. 2 a livello mondiale) e la statunitense Coherent Inc. (n. 1 a livello mondiale) per l'acquisto della divisione medicale, che ha portato alla costituzione del gruppo più grande sul mercato.



In tale contesto, pertanto, si colloca la citata operazione di acquisizione del Gruppo sul mercato americano, che consentirebbe un miglior posizionamento sul mercato in termini dimensionali, raggiungendo secondo il management del Gruppo la posizione n. 2 o 3 a livello mondiale, dopo ESC-Sharplan/Coherent.

Nel **settore industriale**, invece, è degli ultimi giorni l'annuncio dell'acquisizione da parte di Prima Industrie⁵ della statunitense Laserdyne, che segue di un anno quella della Convergent Energy, un'altra azienda Usa leader del settore, a dimostrazione della forte attrattività del mercato americano.

⁵ Unica azienda italiana, oltre ad El.En., che opera nel mercato dei laser industriali, con una focalizzazione sulle apparecchiature per il taglio e la saldatura ad alta precisione e potenza (in prevalenza per metalli).



2. Il Gruppo

El.En. S.p.A. (acronimo di Electronic Engineering) è attiva nel mercato della progettazione, produzione e commercializzazione di sorgenti laser ed apparecchiature che utilizzano tecnologia laser per applicazioni medicali-estetiche ed industriali:

- in **ambito medicale** opera nei campi di applicazione di Chirurgia, Fisioterapia, Odontostomatologia e medicina estetica;
- in **ambito industriale** produce apparecchiature per taglio e marcatura di materiali prevalentemente non metallici (legno e plastica).

Il Gruppo El.En., composto da undici società ciascuna con una particolare specializzazione, è considerato uno dei leader nel mercato dei laser in Italia e in Europa, grazie all'intensa attività di R&D guidato da persone altamente qualificate in stretto contatto con il mondo accademico.

2.1 La storia

La Società, fondata a Firenze nel 1981, ha iniziato la sua attività stipulando accordi di collaborazione con diversi Istituti di Ricerca Nazionali, per svolgere attività di progettazione, costruzione e vendita di apparecchiature elettroniche e meccaniche per l'industria e la ricerca.

A partire dal 1983, la Società inizia a sviluppare le prime sorgenti laser a CO₂ per impiego in campo medico e dall'anno successivo inizia a produrre i primi kit per Laser terapeutici, venduti a costruttori di sistemi biomedicali per fisioterapia.

A questi, tra il 1986 ed il 1989, si associa la produzione delle prime applicazioni dentistiche, nonché la crescita in nuovi segmenti di applicazione della tecnologia laser, perseguendo nel corso degli anni la strategia di diversificazione che costituisce il suo principale vantaggio competitivo.

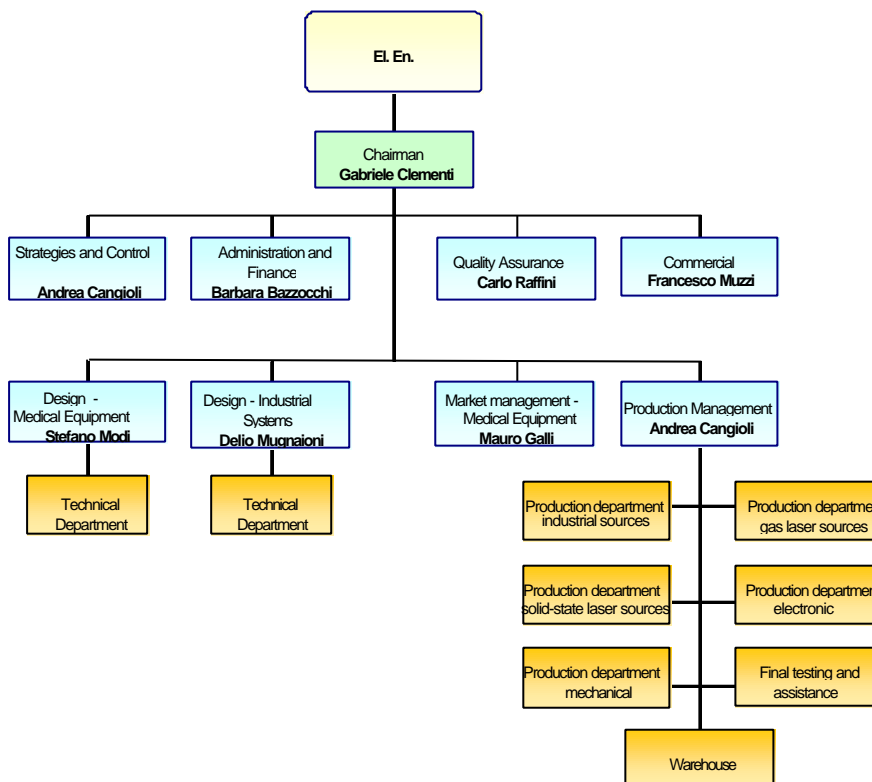
Negli anni '90 El.En. ha quindi proceduto ad un progressivo allargamento del suo portafoglio prodotti, strutturandosi come un Gruppo integrato soprattutto a valle attraverso l'acquisizione di diverse società produttive e commerciali (DEKA M.E.L.A. S.r.l., Lasit S.r.l., Cutlite Penta S.r.l., Laser Valfivire Sorgenti e Sistemi, Quanta Fin S.r.l., DEKA S.a.r.l., OT-LAS S.r.l., Neuma Laser S.r.l., M&E, e recentemente LMS Deka).



2.2 Management

Il management del Gruppo ha un eccellente track record, dispone del giusto mix di capacità imprenditoriali e know how tecnico ed è un fattore critico di successo nel guidare la crescita del Gruppo.

La struttura organizzativa del Gruppo può essere rappresentata come segue:

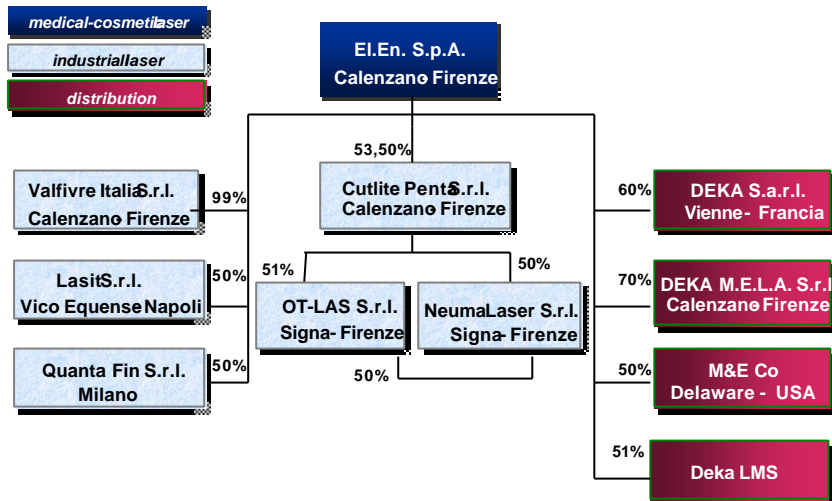


Fonte: Gruppo El.En.



2.3 La struttura di Gruppo

La struttura del Gruppo può essere così rappresentata:



Fonte: Gruppo El.En.

Ciascuna società svolge un compito ben preciso e ciò consente di coprire tutte le fasi del processo produttivo e distributivo:

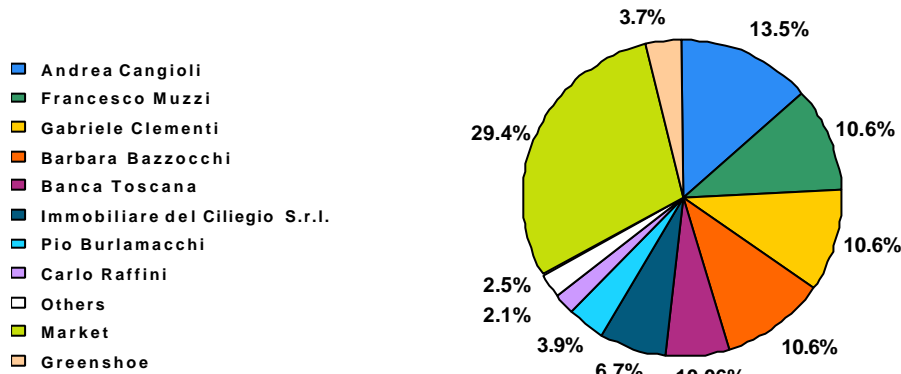
- la capogruppo **El.En.** progetta e produce sorgenti laser e apparecchiature laser per applicazioni medicali-estetiche ed industriali; si occupa inoltre della definizione, controllo e coordinamento delle strategie delle società controllate;
- **Valfivre Italia S.r.l.**, per l'attività di prototipazione industriale;
- **Quanta Fin S.r.l.**, società finanziaria la cui attività consiste principalmente nell'erogazione di finanziamenti a società del Gruppo;
- **Lasit S.r.l.**, per lo sviluppo e la produzione di sistemi di marcatura laser per applicazioni industriali;
- **Cutlite Penta S.r.l.**, per la produzione di sistemi industriali di taglio e marcatura;
- **OT-LAS S.r.l.**, progetta e produce sistemi speciali di marcatura laser a CO₂ per decorazioni di grandi superfici;
- **Neuma Laser S.r.l.**, per i servizi di assistenza post-vendita nel settore industriale, attualmente opera in Estremo Oriente e in Sud America ed è destinata ad allargare la propria area di attività a tutti i Paesi in cui il Gruppo è presente;
- **Deka M.E.L.A. S.r.l.**, per la distribuzione in Italia ed all'estero degli apparecchi biomedicali prodotti da El.En., ad eccezione di Spagna, Argentina e Belgio nei quali El.En. vende direttamente e della Francia dove i prodotti vengono commercializzati dalla controllata Deka S.a.r.l.;



- **Deka S.a.r.l.**, per la distribuzione di prodotti medicali in Francia, ritenuto un mercato strategico, testa di ponte per lo sviluppo nel resto d'Europa;
- **M&E Co.**, per la commercializzazione delle apparecchiature medicali-estetiche nell'area NAFTA;
- **LMS Deka**, per la distribuzione di apparecchiature medicali-estetiche in Germania.

2.4 La struttura azionaria

La struttura azionaria del Gruppo ha presentato delle notevoli modifiche nell'ultimo periodo: da un controllo dei soci fondatori e manager della Società, la struttura si è progressivamente aperta al mercato, prima con l'ingresso nel capitale sociale di Banca Toscana nel maggio 2000 con una quota del 14,29% che ha apportato risorse finanziarie per circa Lire 17,5 miliardi, e poi con la quotazione al Nuovo Mercato nel dicembre dello stesso anno che ha generato liquidità per circa Lire 50,3 miliardi.



Con riferimento alla quota in mano a Banca Toscana, i soci storici (vincolati da un patto di sindacato che controlla la maggioranza) hanno il diritto di riacquistare le azioni entro il 31 marzo 2001 al prezzo di € 22,8 (il 30% in più rispetto al prezzo pagato da Banca Toscana nel mese di maggio 2000).

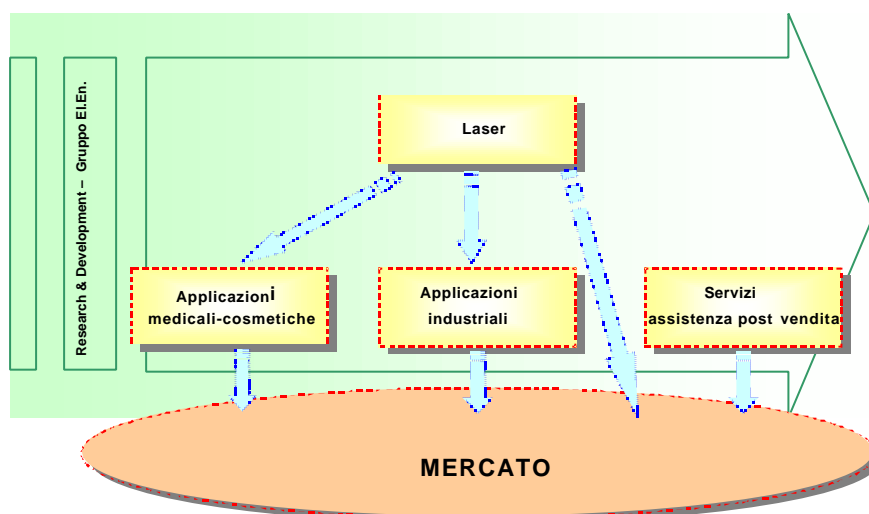


3. L'attività

Il core business del Gruppo è basato sulla tecnologia laser e le linee di prodotto variano dalle sorgenti laser alle applicazioni medicali, industriali e cosmetiche, incluso il servizio assistenza post-vendita.

I prodotti e i servizi offerti dal Gruppo sono i seguenti:

1. sorgenti laser;
2. applicazioni destinate al mercato medicale-estetico;
3. applicazioni destinate al mercato industriale;
4. assistenza post-vendita.



Fonte: Gruppo El.En.

3.1 Sorgenti laser

La sorgente costituisce il “nucleo centrale” di tutte le applicazioni laser ed è rappresentata da un sistema ottico ed elettronico dal quale fuoriesce una “forma di energia” con particolari proprietà (il c.d. “fascio laser”) utile per applicazioni in molti campi, tra cui quello medico, estetico ed industriale.

Il Gruppo El.En. produce sorgenti a gas, stato solido e liquido e si rifornisce sul mercato di diodi laser che vengono integrati nei propri sistemi ed apparecchiature.

3.2 Applicazioni

Il Gruppo El.En. progetta, produce e commercializza apparecchiature laser medicali ed estetiche, in particolare nei campi della



dermatologia, chirurgia estetica, fisioterapia, odontoiatria, ginecologia ed otorinolaringoiatria.

In tale ambito, le apparecchiature laser mettono a disposizione del medico una moderna versione del bisturi o dell'ago, sotto forma di fascio di onde elettromagnetiche che permette il taglio, la vaporizzazione, la coagulazione e la biostimolazione dei tessuti biologici.

Il Gruppo El.En. inoltre progetta, produce e commercializza sistemi laser industriali, prevalentemente nelle applicazioni di taglio, marcatura e saldatura.

3.3 Assistenza post-vendita

Il servizio di assistenza post-vendita delle macchine e la vendita di parti di ricambio rappresentano un aspetto fondamentale dell'attività del Gruppo per le implicazioni nei rapporti con la clientela e per la percezione di efficienza che ne consegue.

Tale attività è svolta sia attraverso centri di servizio direttamente controllati in Italia, in Francia (tramite Deka Sarl) e in Estremo Oriente e Sud America (tramite Neuma Laser), sia attraverso i suoi distributori in tutti gli altri mercati di riferimento.

Il Gruppo inoltre offre anche corsi di addestramento per i clienti, sia per l'utilizzo delle apparecchiature, sia per lo svolgimento del servizio di assistenza in autonomia.



4. Strategia del Gruppo e recenti sviluppi

La strategia di crescita impostata dal Gruppo si è sempre basata su un'intensa attività di ricerca e sviluppo, che vede investimenti nell'ordine del 9-12% del fatturato annuo. Tale focalizzazione ha sostenuto in passato e consentirà in futuro sia una progressiva integrazione verticale dell'attività svolta, sia una continua diversificazione di prodotto, costantemente aggiornato alle nuove applicazioni della tecnologia laser.

R&D e nuovi prodotti

A quest'ultimo proposito, per i prossimi mesi si prevede la commercializzazione di prodotti molto interessanti:

- in **campo industriale** un sistema integrato multifunzionale per il taglio di plastica, legno e metallo, attraverso l'applicazione ai sistemi industriali del braccio meccanico mutuato dall'area medica,
- in **campo medicale** una nuova versione del laser a coloranti utilizzato in dermatologia per la rimozione di angiomi (macchina medica "dye" di ultima generazione), che oltre a presentare una elevata redditività, pone il Gruppo tra i soli tre fabbricanti al mondo insieme a Candela e Cynosure. Sempre nel corso del 2000 il Gruppo ha integrato la gamma con un sistema per epilazione e lesioni vascolari a tecnologia Nd:YAG a impulso lungo di potenza superiore e con produttività più elevata, in modo da soddisfare le nuove e più evolute richieste del mercato.

Un'altra scelta strategica del Gruppo è stato il ricorso all'outsourcing, in modo da svolgere all'interno solo le fasi del processo produttivo caratterizzate da maggiore criticità e esternalizzazione a terzi delle fasi più standardizzate.

Outsourcing

Recentemente la Società ha siglato un importante accordo per la costituzione di una nuova società di distribuzione sul mercato tedesco, al fine di intensificare la presenza in uno dei mercati più importanti per le apparecchiature medicali-estetiche.

Alleanze

L'accordo è stato sottoscritto con la società individuale LMS guidata da Bernd Stroebele, partner di El.En. dal 1988 per la distribuzione in esclusiva in Germania delle apparecchiature laser per il settore medicale, e prevede la costituzione di una nuova società denominata DEKA-LMS GmbH, per il 51% controllata da El.En. e per il restante 49% controllato da Bernd Stroebele, General Manager della nuova società. Tale iniziativa prevede un esborso finanziario complessivo di circa 1,5 milioni di DM; il budget quinquennale prevede uno sviluppo del fatturato dai 3 milioni di DM del 2000 a oltre 10 milioni di DM nel 2005, con una crescita media annua del 27%. Nel 2001 è previsto per la nuova società un fatturato di circa 4 milioni di DM (+30%), con un MOL del 15% e un utile pre-imposte del 14%.



Nel corso del 2000, il Gruppo ha inoltre avviato una partnership strategica con Anthos Impianti, leader nella produzione di apparecchiature per studi odontoiatrici, che grazie alla ridefinizione della gamma di prodotti offerti dovrebbe portare a buoni risultati nel corso del presente esercizio.

Sempre nel corso del 2000 sono state avviate le prime consegne di macchine industriali per taglio fustelle negli USA, a conferma dell'apertura del mercato statunitense alle apparecchiature industriali.

Per il prossimo futuro il Gruppo intende proseguire nelle linee strategiche precedentemente descritte ed in particolare si pone quali obiettivi prioritari:

Futuro

- rafforzamento sul mercato dei laser medicali: il Gruppo intende perseguire un ulteriore rafforzamento della presenza in tale mercato, che attualmente assicura il 60% dei suoi ricavi e che è trainato dagli Stati Uniti;
- affermazione negli Stati Uniti: questi ultimi rappresentano il principale mercato mondiale delle apparecchiature laser medicali (assorbono il 65% del fatturato mondiale); è già stata costituita una joint venture per la commercializzazione di apparecchiature medicali ed estetiche, in futuro è prevista la crescita per linee esterne attraverso l'acquisizione di aziende con nome e rete di distribuzione già affermati in grado di assicurare una più rapida ed efficace penetrazione nel mercato americano;
- rafforzamento della struttura commerciale: la Società intende rafforzare la struttura commerciale già esistente nei Paesi caratterizzati dalle migliori prospettive di crescita, anche per il tramite di accordi commerciali e joint venture (un primo passo in questo senso è avvenuto con l'accordo in Germania), allo scopo di proseguire il rafforzamento sui mercati internazionali. In proposito, un mercato interessante per prospettive future ed attualmente in fase di sviluppo è il Brasile;
- potenziamento della ricerca e sviluppo: costante impegno nel mantenere la centralità della ricerca;
- innovazione di prodotto: introduzione di nuovi prodotti in grado di assicurare il mantenimento e la crescita delle quote di mercato.



4 Financials

4.1 Risultati 2000

Come si evince dalla seguente tabella, i principali mercati di sbocco del Gruppo sono quello delle apparecchiature laser per medicina ed estetica che ha registrato un CAGR '97-'00 del 55% e quello dei sistemi laser per lavorazioni industriali con un CAGR '97-'00 del 16%.

Fatturato

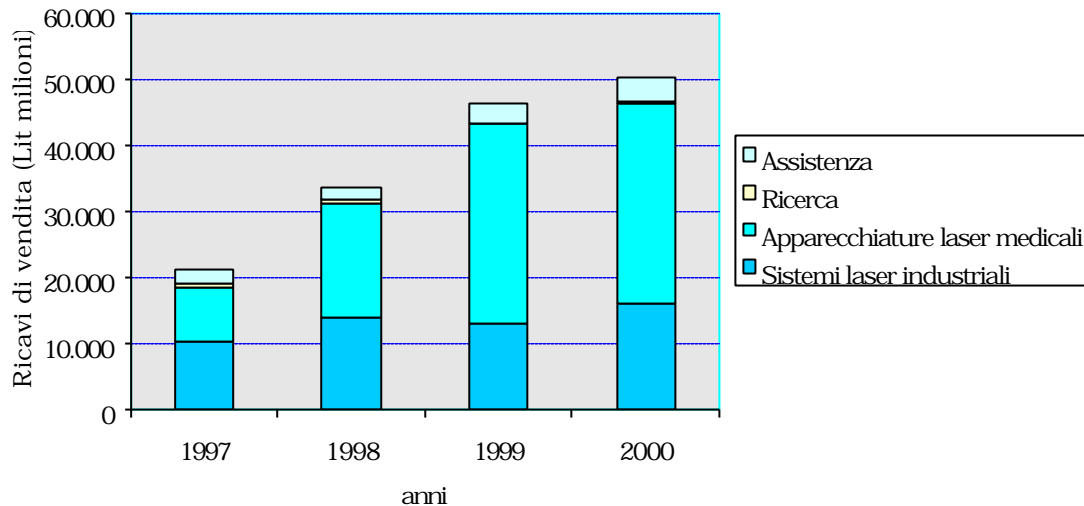
Nel corso dell'esercizio 2000 il settore che ha registrato la crescita maggiore è quello dei sistemi industriali (+25%), in seguito all'offerta di sorgenti e sistemi di nuova generazione e i ricavi per servizi di assistenza e fornitura di ricambistica (+29%), grazie alla maggiore presenza sul mercato di prodotti installati dal Gruppo⁶; invariato invece il fatturato del settore medicale in termini assoluti; sostanzialmente invariati anche i ricavi relativi alla ricerca, a causa del mancato perfezionamento di un importante contratto con il MURST (Ministero dell'Università e della Ricerca Scientifica e Tecnologica) di circa Lire 475 milioni per il rimborso di spese di ricerca che sono comunque state addebitate all'esercizio.

<i>Lit. milioni</i>	1997		1998		1999		2000	
Sistemi laser industriali	10.380	49%	13.800	41%	12.923	28%	16.134	32%
Apparecchiature laser medicali	8.189	39%	17.229	51%	30.233	65%	30.204	60%
Ricerca	421	2%	862	3%	235	1%	262	1%
Assistenza	2.112	10%	1.734	5%	2.834	6%	3.649	7%
Ricavi	21.102	100%	33.625	100%	46.225	100%	50.249	100%

⁶ L'attività di fornitura di ricambi e assistenza tecnica è svolta in Italia, Francia, Estremo-Oriente e Sud America attraverso strutture dirette di servizio post vendita, mentre nel resto del mondo è gestita da terzi dei quali El.En. cura la formazione e l'aggiornamento.



Ricavi di vendita



Fonte: Gruppo El.En.

In particolare, con riferimento al settore dei **laser medicali**, significativa è la ripartizione del fatturato in termini di linea di prodotto, che mostra l'elevata incidenza percentuale del segmento della medicina estetica (i prodotti principali sono quelli per la epilazione, le lesioni vascolari e la lipolisi).

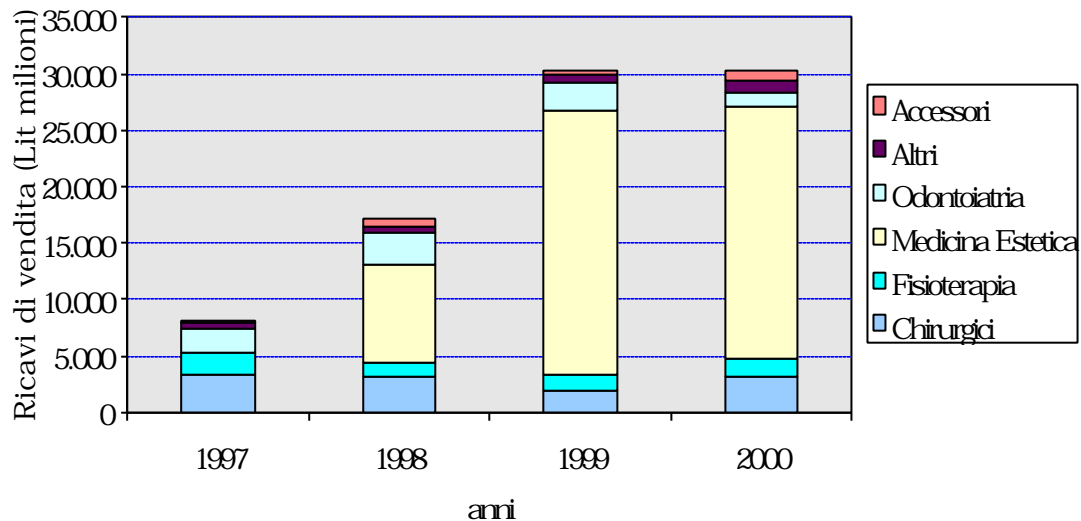
In termini di confronto con l'esercizio precedente, invece, significativo è l'incremento del settore Chirurgico (+65%) e degli Accessori (+203%), grazie all'aggiunta di nuovi accessori per la gamma esistente di apparecchiature.

Il settore dell'Odontoiatria ha invece scontato la fase di transizione da un distributore ad un altro per l'Italia, che ha portato ad una modifica della struttura distributiva e ad una ridefinizione della gamma dei prodotti offerti.

La medicina estetica ha mostrato nel corso dell'esercizio 2000 una leggera contrazione in seguito alla necessità di integrare l'offerta con sistemi per epilazione e lesioni vascolari a tecnologia Nd: YAG a impulso lungo di potenza superiore e con produttività più elevata.



<i>Lit. milioni</i>	1997		1998		1999		2000	
Chirurgici	3.364	41%	3.200	19%	1.943	6%	3.198	11%
Fisioterapia	1.949	24%	1.224	7%	1.367	5%	1.489	5%
Medicina Estetica	0	0%	8.589	50%	23.397	77%	22.326	74%
Odontoiatria	2.157	26%	2.950	17%	2.451	8%	1.229	4%
Altri	448	5%	446	2%	822	3%	1.195	4%
Accessori	270	3%	819	5%	253	1%	767	2%
Apparecchiature laser medicali	8.188	100%	17.228	100%	30.233	100%	30.204	100%

Ricavi di vendita business unit apparecchiature laser medicali

Fonte: Gruppo El.En.

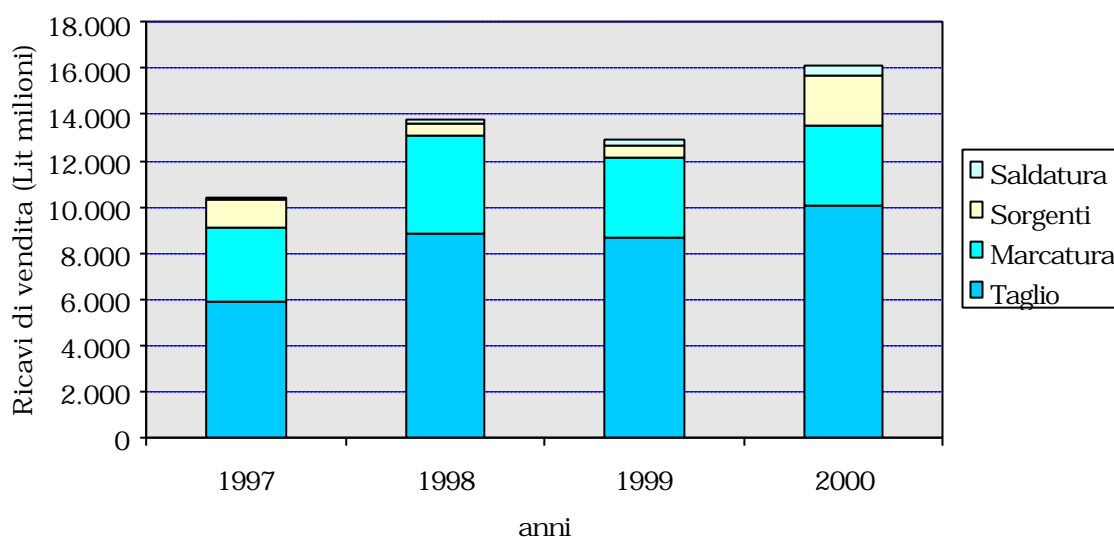
Per quanto concerne il settore dei **laser industriali**, la parte preponderante del fatturato proviene dal “taglio”, che copre il 63% del fatturato relativo a tale linea di prodotti.

I termini di variazione rispetto all’esercizio precedente, oltre all’incremento del 17% registrato dal segmento “taglio”, si nota anche l’aumentato peso percentuale delle “sorgenti” (+326%), in seguito ad un riposizionamento della gamma delle sorgenti offerte su un rapporto prezzo/qualità più competitivo. Quest’ultimo, in particolare, è un segnale estremamente positivo, in quanto indica un recupero di competitività, con benefici effetti anche sulle produzioni sistemistiche di gruppo.



<i>Lit. milioni</i>	1997		1998		1999		2000	
Taglio	5.926	57%	8.866	64%	8.622	67%	10.072	63%
Marcatura	3.178	31%	4.230	31%	3.510	27%	3.456	21%
Sorgenti	1.204	12%	501	4%	499	4%	2.124	13%
Saldatura	72	0%	203	1%	292	2%	482	3%
Sistemi laser industriali	10.380	100%	13.800	100%	12.923	100%	16.134	100%

Ricavi di vendita business unit sistemi laser industriali



Fonte: Gruppo El.En.

A livello invece di ripartizione dei ricavi in termini di aree geografiche, l'esercizio 2000 ha visto un notevole incremento del fatturato realizzato fuori dall'Italia, in particolare sui mercati extraeuropei.

Aree geografiche

Si è invece registrata una contrazione del fatturato realizzato in Italia, conseguenza di molteplici fattori:

- per il **settore medicale**:
 - maggiore attenzione rivolta alla penetrazione sui mercati esteri, i quali sebbene siano caratterizzati da prezzi medi di vendita inferiori per via degli sconti sul prezzo di listino praticati ai distributori, assicurano nel medio-lungo periodo maggiori potenzialità di crescita;
 - spostamento della clientela dei laser per l'epilazione su un prodotto di gamma più alta, che ha richiesto un

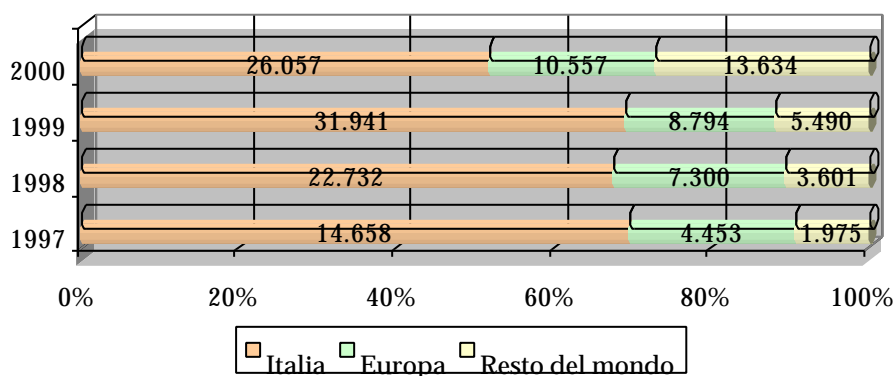


- riposizionamento su apparecchiature di maggiore potenza e produttività con i conseguenti tempi di adeguamento;
- cambiamento del distributore italiano dei laser ad uso odontoiatrico che ha comportato la perdita di alcuni mesi di ricavi in questo settore (peraltro il nuovo accordo con Anthos presenta ottime prospettive di sviluppo già dal 2001);
- per il **settore industriale**, si tratta di una scelta strategica consistente nell'esportazione all'estero del modello di vendita adottato in Italia, sfruttando la posizione di leadership assoluta nel settore del taglio fustelle;
- con riferimento alla **ricerca**, si ricorda il mancato perfezionamento dell'accordo con il Murst per Lire 475 mln.

In particolare, il 2000 ha visto una contrazione del fatturato realizzato in Italia del 18%, mentre il fatturato realizzato in Europa e nel resto del mondo sono cresciuti rispettivamente del 20% e del 148%.

In proposito, con riferimento all'area "Resto del mondo", i Paesi più importanti per volume di fatturato realizzato sono stati Giappone, Cina, Messico (il Giappone ha avuto nel 2000 una notevole incidenza nel mercato dell'estetica, dopo l'Italia). In Europa invece i Paesi più importanti sono Spagna, Francia e Germania, seguiti da Portogallo, Inghilterra e Benelux.

Ripartizione dei ricavi consolidati per area geografica (milioni di Lire)



In termini di margini reddituali, il Margine di Contribuzione per l'esercizio 2000 è stato pari a Lire 27.789 milioni (ex Lire 26.251 milioni) registrando un aumento in termini percentuali del 5,9%. In rapporto al fatturato si nota invece una leggera contrazione (55,3%, ex 56,8%) dovuta prevalentemente ai seguenti fattori:

MdC

- riduzione dei prezzi medi di vendita, essendo aumentata la quota di fatturato realizzata fuori dall'Italia, sul quale come accennato sono applicati sconti ai prezzi di listino,



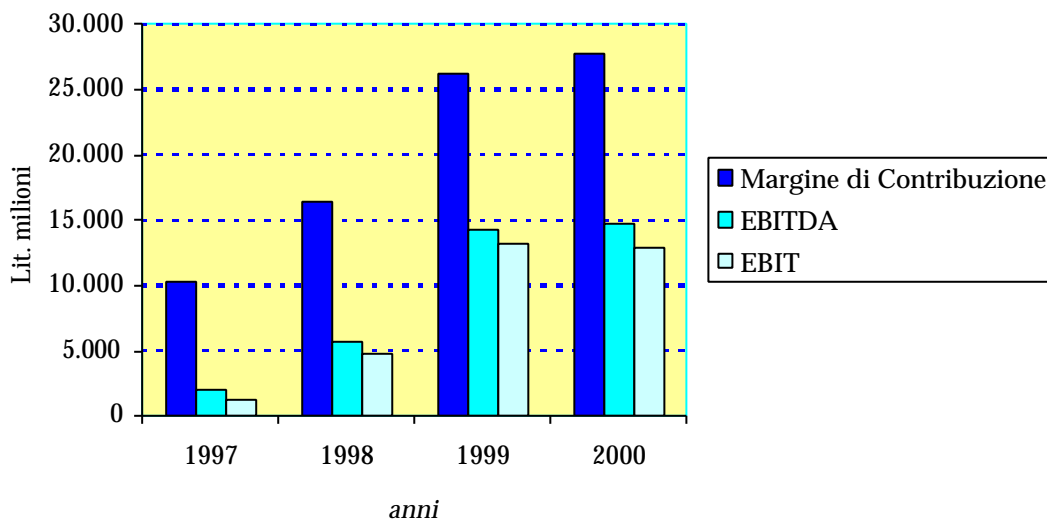
- mancati proventi per ricerca e sviluppo, dato che le spese per i progetti di cui sono mancati i contributi sono comunque state sostenute e spese,
- incremento delle rimanenze di prodotti finiti, in seguito all'avviata ristrutturazione del Gruppo su livelli di attività superiori, allo scopo di migliorare il servizio ai clienti in termini di tempi di consegna e di supporto commerciale tramite la dimostrazione d'uso delle apparecchiature.

Le precedenti considerazioni sono valide anche con riferimento all'Ebitda pari a Lire 14.790 milioni (ex Lire 14.288 milioni), la cui diminuita incidenza percentuale in termini di fatturato (29,4%, ex 30,9%) è attribuibile, oltre ai motivi sopra esposti, anche alle spese sostenute per la riorganizzazione interna finalizzata alla quotazione al Nuovo Mercato ed all'incremento dei costi del personale allo scopo di dotare il Gruppo di strutture atte a sostenere una più intensa crescita dell'attività.

Ebitda

L'Ebit dell'esercizio 2000 ha presentato invece una contrazione sia in termini assoluti che in rapporto al fatturato (Lire 12.949 milioni, ex Lire 13.245 milioni), per via dei maggiori ammortamenti relativi agli oneri sostenuti per la quotazione⁷.

Ebit



Fonte: Gruppo El.En.

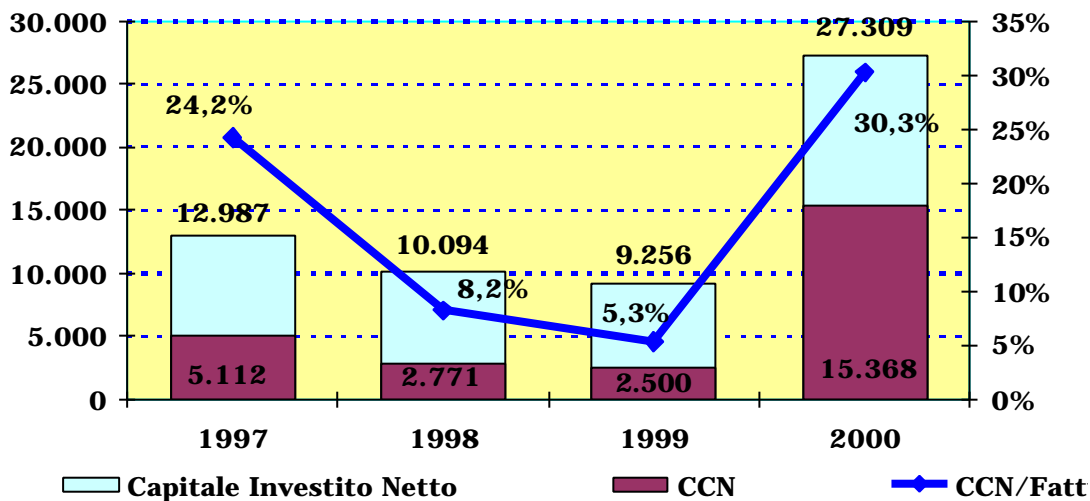
⁷ Il Gruppo ha capitalizzato costi per complessive Lire 3.500 milioni, ammortizzate nel 2000 per circa Lire 740 milioni.



Nel corso del 2000, la Società ha aumentato le scorte per offrire un miglior servizio al cliente e assicurare consegne più rapide, nonché per dotarsi di un numero maggiore di macchine in visione, ed ha dilazionato i crediti per spingere le vendite e acquisire quote di mercato. Anche gli immobilizzi netti sono aumentati, in virtù dell'immobilizzazione delle spese legate alla quotazione (commissioni e spese direttamente imputabili) e di altre spese in impianti, attrezzature e automezzi destinati alle attività di produzione ricerca e assistenza.

Struttura
patrimoniale

Capitale investito

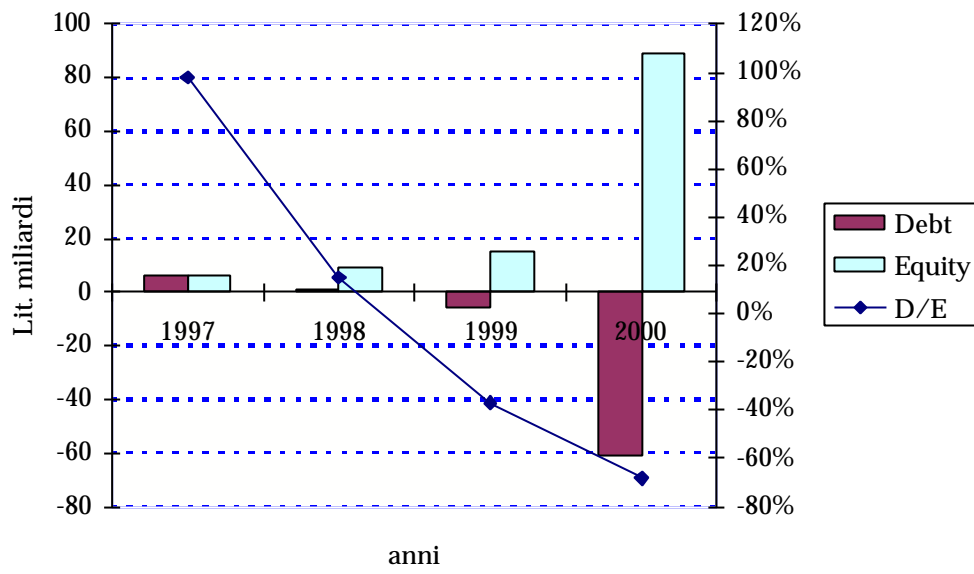


Fonte: Gruppo El.En.

Con riferimento alla struttura finanziaria, a fine 2000 il Gruppo presenta una posizione finanziaria netta positiva per Lire 61 miliardi, determinata dall'incasso dei due aumenti di capitale effettuati nel corso dell'esercizio (uno in occasione dell'ingresso nel capitale sociale di Banca Toscana con un flusso finanziario di circa Lire 17,5 miliardi, ed uno effettuato ai fini della quotazione con un incasso netto di circa Lire 48 miliardi). Tali disponibilità finanziarie consentiranno il finanziamento di operazioni di carattere straordinario volte all'espansione dell'attività del Gruppo all'estero, limitando il peso dell'indebitamento di medio-lungo termine.



Meliorbanca



Fonte: Gruppo El.En.



Appendici

Stato Patrimoniale riclassificato

<i>Lire/mln.</i>	1997	1998	1999	2000
Capitale investito netto	12.987	10.094	12.657	27.309
Indebitamento Finanziario Netto	6.443	1.345	(2.116)	(61.360)
Patrimonio netto Gruppo	6.001	7.463	12.729	86.050
Patrimonio netto di competenza di terzi	543	1.286	2.044	2.619

Conto Economico riclassificato

<i>Lire/mln.</i>	1997	1998	1999	2000
Fatturato	21.102	33.624	46.225	50.248
<i>Variazione %</i>	<i>22,1%</i>	<i>59,3%</i>	<i>39,2%</i>	<i>8,2%</i>
EBITDA	2.056	5.711	14.288	14.790
<i>In % su fatturato</i>	<i>9,7%</i>	<i>17,0%</i>	<i>30,9%</i>	<i>29,4%</i>
EBIT	1.217	4.851	13.245	12.949
<i>In % su fatturato</i>	<i>5,8%</i>	<i>14,4%</i>	<i>28,6%</i>	<i>25,8%</i>
Risultato netto prima interessi di terzi	179	2.215	6.754	n.d.
<i>In % su fatturato</i>	<i>0,8%</i>	<i>6,6%</i>	<i>14,6%</i>	<i>n.d.</i>
Risultato netto di competenza del Gruppo	112	1.471	5.574	n.d.
<i>In % su fatturato</i>	<i>0,5%</i>	<i>4,4%</i>	<i>12,0%</i>	<i>n.d.</i>

Fonte: Gruppo El.En.



Meliorbanca

IL PRESENTE DOCUMENTO È STATO PREPARATO DA E RIFLETTE L'ATTUALE PUNTO DI VISTA DI MELIORBANCA. ESSO È DESTINATO AL PUBBLICO E VIENE FORNITO CON LA FINALITÀ E NELL'INTENTO DI OFFRIRE UN'INFORMAZIONE FINANZIARIA AGGIORNATA ED IL PIÙ POSSIBILE VALIDA ED ACCURATA.

AI SENSI DELL'ART. 69 DEL REGOLAMENTO CONSOB N. 11971/1999 (E SUCCESSIVE MODIFICHE E INTEGRAZIONI), SI EVIDENZIA CHE IL PRESENTE DOCUMENTO È STATO REDATTO DA UN SOGGETTO CHE PUÒ 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 È STATO SPONSOR NEL PROCESSO DI QUOTAZIONE E GLOBAL COORDINATOR NELL'OFFERTA DELLE AZIONI DELLA EL.EN. S.P.A..

LE INFORMAZIONI E LE VALUTAZIONI CONTENUTE NEL PRESENTE DOCUMENTO SONO STATE RICAVATE DA FONTI RITENUTE ATTENDIBILI ED ACCURATE DA MELIORBANCA, MA NESSUNA ASSICURAZIONE O GARANZIA, ESPLICITA O IMPLICITA, PUÒ ESSERE FORNITA DALLA STESSA MELIORBANCA RIGUARDO ALLA COMPLETEZZA, ALLA CORRETTEZZA E ALL'AFFIDABILITÀ DI TALI FONTI. INOLTRE, LE INFORMAZIONI E LE VALUTAZIONI CONTENUTE NEL PRESENTE DOCUMENTO SONO SOGGETTE IN OGNI MOMENTO A CAMBIAMENTI SENZA PREAVVISO E, PERTANTO, NON POSSONO ESSERE CONSIDERATE IMPEGNATIVE PER MELIORBANCA.

NÉ MELIORBANCA NÉ LE SOCIETÀ DA ESSA CONTROLLATE O AD ESSA COLLEGATE (E I LORO RISPETTIVI DIPENDENTI E COLLABORATORI) ACCETTANO RESPONSABILITÀ DI SORTA PER QUALSIVOGLIA DANNO CHE POSSA DIRETTAMENTE O INDIRETTAMENTE DERIVARE DALL'UTILIZZO DEL PRESENTE DOCUMENTO O DEL SUO CONTENUTO.



Meliorbanca
Via Turati, 16/18
20121 Milano

Telefono (02) 29022.8 – Telefax (02) 29000333