



BANCA ALETTI & C

BANCA DI INVESTIMENTO MOBILIARE S.P.A.

EQUITY
RESEARCH

El.En.

ITALIA: SETTORE APPARECCHIATURE LASER NUOVO MERCATO

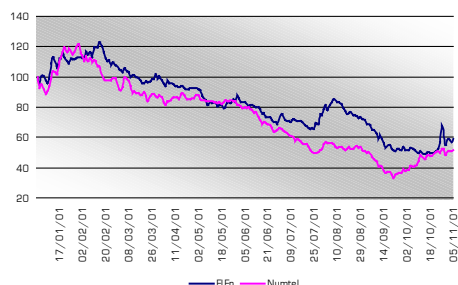
	Fatturato	Ebitda	Ebit	Utile netto	EV/Fatturato	EV/Ebitda	EV/Ebit	P/E	Yield
	Euro milioni	Euro milioni	Euro milioni	Euro milioni	Euro milioni	Euro milioni	Euro milioni	x	%
1999	23,873	7,379	6,660	2,968	1,24	4,01	4,44	10,12	0,00%
2000	25,955	7,605	6,277	2,992	1,59	5,44	6,59	19,24	1,60%
2001E	28,802	4,110	2,814	2,219	0,91	6,40	9,34	25,95	1,65%
2002E	33,786	5,996	4,543	3,049	0,80	4,48	5,92	18,88	2,06%
2003E	40,325	8,142	6,489	3,882	0,68	3,35	4,20	14,83	2,48%

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

Prezzo al 5/11/2001 (in €):	12,514
Mkt cap (mln €):	57,56
N° azioni (mln):	4,6
Max – Min (52 sett. in €):	26,20-10,51
Raccomandazione	Add
Indice Nuovo Mercato:	2.248

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%.
Mercato 29,43%

Andamento quotazioni El.En. e indice Nuovo Mercato (base 2/1/2000=100).



Novembre 2001

- Il Gruppo El.En., costituito dalla capogruppo El.En. S.p.A. e da sette controllate, è attivo nella progettazione, produzione e distribuzione di sorgenti e apparecchiature laser destinati al settore medicale-estetico e al settore industriale.

- I risultati della semestrale al 30 giugno 2001 evidenziano un incremento del fatturato del 4,5% sul primo semestre 2000, pari a Lit.26,058 mld. Il risultato, inferiore alle attese, è stato penalizzato dall'incertezza dei mercati a inizio anno.

- La business unit più importante si è confermata quella dei laser per applicazioni medicali ed estetiche che ha rappresentato il 55% del fatturato, ancorché abbia fatto registrare un calo delle vendite del 10% che ha interessato tutti i segmenti. Interessante l'andamento del settore delle applicazioni industriali che ha realizzato un incremento del 30% del fatturato.

- Le mancate vendite previste hanno penalizzato i margini intermedi: il margine di contribuzione lordo ha registrato una flessione dell'11,5%, imputabile anche alla limatura dei prezzi di vendita dei prodotti e a una politica commerciale aggressiva. Il margine operativo lordo e il reddito operativo flettono rispettivamente a Lit. 3,611 mld e a Lit. 2,568 mld.

- Le previsioni per il triennio 2001-2003 indicano una crescita media annua (cagr) del fatturato pari al 15,82%.

- Attraverso l'applicazione del metodo finanziario (Dcf) otteniamo un valore della Società di € 71,567 mln, corrispondente a un prezzo obiettivo per azione pari a € 15,56

Enrico Salvo (02-55222.5119)
enrico.salvo@alettibank.it

Lucia Ridolfi (02-55222.5125)
lucia.ridolfi@alettibank.it

ANDAMENTO ECONOMICO-FINANZIARIO: LA SEMESTRALE

Fatturato in crescita.... Il fatturato del Gruppo nel primo semestre dell'anno è ammontato a Lit. 26,058 miliardi, segnando un incremento (+4,5% sul primo semestre 2000) inferiore alle attese a causa dell'incertezza che ha caratterizzato i mercati a inizio anno. I mercati esteri non hanno contribuito nel complesso all'espansione del fatturato che è stata invece realizzata grazie alle vendite sul mercato interno. Da segnalare tuttavia i risultati positivi raggiunti in alcuni mercati esteri quali Brasile, Canada e Corea.

Tab. 1 – Suddivisione fatturato per area di business e per area geografica

Dati in Lit./Mln	30 giugno 2000	In %	30 giugno 2001	In %	Var. %
Sistemi industriali	7.578	30,0%	9.876	38,0%	30%
Laser medicali	15.862	64,0%	14.294	55,0%	-10%
Ricerca	243	1,0%	100	0,0%	-59%
Assistenza	1.260	5,0%	1.787	7,0%	42%
Totale	24.942	100%	26.058	100%	4%
Italia	13.190	52,9%	15.847	60,8%	20%
Europa	4.939	19,8%	3.886	14,9%	-21%
Resto del mondo	6.813	27,3%	6.325	24,3%	-7%
Totale	24.942	100%	26.058	100%	4%

Fonte: El.En. SpA

Il settore medicale/estetico Il segmento più importante si è confermato essere quello dei laser per applicazioni medicali ed estetiche che pesa per il 55% del fatturato complessivo realizzando Lit. 14,3 miliardi. Tale segmento ha però fatto registrare un decremento delle vendite del 10% imputabile alla debolezza dei mercati internazionali (in particolare Giappone e mercati europei) e a una situazione di particolare difficoltà in Francia e Germania. All'interno di questa business unit, l'estetica rappresenta il segmento più importante (65% del fatturato realizzato nel settore dei laser medicali ed estetici con un calo del 12% sul giugno 2000) ma estremamente soddisfacente è stata anche la performance del segmento dentale che raddoppia le vendite e incide per il 10% sul fatturato del settore grazie alla collaborazione con Anthos Impianti (distributore per il segmento in Italia) che ha messo a punto il rinnovamento della gamma di prodotti. Nel secondo semestre è previsto un miglior andamento grazie all'introduzione di nuovi prodotti e all'apporto di Francia e Germania per le quali la seconda parte dell'anno è tradizionalmente più favorevole.

Tab. 2 – Ripartizione fatturato settore medicale per tipologia di utilizzo

Dati in Lit./Mln	30 giugno 2000	In %	30 giugno 2001	In %	Var %
CO ₂ Chirurgico	1.811	11%	1.503	11%	-17%
Terapia	918	6%	821	6%	-11%
Estetica	10.583	67%	9.278	65%	-12%
Dentale	751	5%	1.481	10%	97%
Altri	673	4%	904	6%	34%
Accessori	1.126	7%	306	2%	-73%
Totale fatturato	15.862	100%	14.294	100%	-10%

Fonte: El.En. SpA

Il settore delle applicazioni industriali Nella tabella 3 mostriamo i risultati raggiunti dal settore delle applicazioni industriali secondo i segmenti di mercato in cui il gruppo opera: l'incremento delle vendite del 30% è stato realizzato pressoché integralmente nella seconda parte del semestre grazie al successo delle nuove marcatrici ad alta potenza e al buon andamento dei sistemi di taglio e delle sorgenti.

Tab. 3 – Ripartizione fatturato settore industriale per tipologia di utilizzo

Dati in Lit./Mln	30 giugno 2000	In %	30 giugno 2001	In %	Var. %
Taglio	4.879	64,4%	5.971	60,5%	22%
Marcatatura	1.578	20,8%	2.769	28,0%	75%
Sorgenti	775	10,2%	953	9,6%	23%
Saldatura	345	4,6%	184	1,9%	-47%
Totale fatturato	7.578	100,0%	9.876	100%	30%

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

Mentre i ricavi derivanti dall'assistenza incidono sul fatturato complessivo per il 7% (5% a giugno 2000), marginale è il contributo che deriva dall'attività di Ricerca e Sviluppo. Passando all'analisi dei margini si evidenzia un margine di contribuzione lordo in diminuzione dell'11,5%, a Lit. 12,999 mld rispetto a Lit. 14,684 mld del primo semestre 2000. La diminuzione è imputabile alla limatura dei prezzi di vendita di alcuni prodotti del settore medicale e a una politica commerciale aggressiva nel settore industriale, finalizzata all'incremento delle quote di mercato. Anche l'incidenza percentuale sul fatturato risulta perciò in diminuzione passando dal 58,9% del primo semestre 2000 al 49,9% al primo semestre 2001.

Le spese per il personale dipendente sono aumentate del 33,2% a Lit. 4,153 mld. L'organico medio del gruppo è infatti passato dalle 93 unità del primo semestre 2000 alle 108 unità nel primo semestre 2001. L'organico è stato rinforzato nell'area Ricerca e Sviluppo e nel settore commerciale, nonché in alcune posizioni amministrative e di produzione.

**Potenziamento
dell'organico**

Tab. 4 – Conto Economico: giugno 2000 e giugno 2001

Dati in Lit./Mln	Giugno 2000	Giugno 2001
Fatturato	24.942	26.058
% crescita		4,5%
Valore della produzione	27.137	28.088
% crescita		3,5%
Margine di contribuzione lordo	14.684	12.999
% crescita		-11,5%
% del fatturato	58,9%	49,9%
Margine operativo lordo	8.075	3.611
% crescita		-55,3%
% del fatturato	32,4%	13,9%
Reddito operativo (EBIT)	7.517	2.568
% crescita		-65,8%
% del fatturato	30,1%	9,9%
Risultato della gestione	7.505	3.756
% crescita		-49,9%
% del fatturato	30,1%	14,4%
Risultato ante imposte	7.543	3.866
% crescita		-48,8%
% del fatturato	30,2%	14,8%
Imposte	(3,421)	(1,291)
Risultato di terzi	(0,575)	(0,225)
Utile di competenza del gruppo	3.547	2.349
% crescita		-33,8%
% del fatturato	7,06%	4,67%

Fonte: nostre elaborazioni su dati El.En. S.p.A.

L'aumento dei costi del personale, dei costi per servizi e oneri operativi, da un lato, e, dall'altro la diminuzione del margine di contribuzione lordo per il mancato

MOL e reddito operativo in diminuzione...

raggiungimento del previsto volume di vendite, incidono negativamente sui margini reddituali: il margine operativo lordo si attesta a Lit. 3,611 mld, in calo del 55,3% rispetto al primo semestre 2000 e il reddito operativo, che risente anche dell'ammortamento dei costi sostenuti per la quotazione al Nuovo Mercato, subisce una flessione del 65,8%, attestandosi a Lit. 2,568 mld.

Utile del gruppo in flessione del 33,8%

Con una gestione finanziaria che salda positivamente a Lit. 1,188 mld, in virtù della liquidità detenuta a seguito delle operazioni sul capitale effettuate nel precedente esercizio, il risultato di competenza del gruppo è positivo per Lit. 2,349 mld e beneficia dell'effetto Dual Income Tax (DIT) ad aliquota agevolata a cui risulta assoggettabile il reddito imponibile della capogruppo El.En. S.p.A..

I due aumenti di capitale portano la PFN a Lit. 58,5 mld

Dal lato patrimoniale, la posizione finanziaria netta presenta un saldo positivo per Lit. 58,535 mld, rispetto a Lit. 17,021 mld del giugno 2000 grazie alle disponibilità liquide, consistenti in Lit. 64,7 mld derivanti dai due aumenti di capitale a pagamento effettuati, nell'esercizio precedente, dalla capogruppo.

Tab. 5 - Posizione finanziaria netta

Dati in Lit./Mln	Giugno 2000	31 Dicembre 2000	Giugno 2001
Debiti fin. a medio e lungo termine	(6.173)	(5.819)	(5.488)
Indebitamento fin. a medio e lungo termine	(6.173)	(5.819)	(5.488)
Debiti finanziari a breve	(666)	(778)	(688)
Disponibilità liquide	23.860	69.427	64.711
Posizione finanziaria netta a breve	23.194	68.648	64.023
Totale disponibilità finanziarie nette	17.021	62.830	58.535

Fonte: nostre elaborazioni su dati El.En. S.p.A.

LE PREVISIONI PER IL TRIENNIO 2001-2003

Negli ultimi anni la Società ha presentato tassi di crescita molto elevati che hanno portato ad un raddoppio del fatturato nel periodo 1997/1999. L'esercizio 2000 si è tuttavia chiuso con una crescita del fatturato più contenuta rispetto agli anni precedenti (+8,7%) dovuta in parte ad una fase di consolidamento.

Previsioni per il triennio 2001/2003: il fatturato e ...

Per il prossimo triennio, in funzione delle linee strategiche definite dalla Società, dei progetti in corso e di quelli in definizione, prevediamo una ulteriore espansione sui mercati esteri che ci porta a stimare un tasso medio di crescita (cagr) per il periodo 2001-2003 del fatturato consolidato pari al 15,82%.

Tale previsione è stata effettuata tenendo conto delle prospettive di sviluppo dei singoli settori, ma non considerando la nuova acquisizione nel settore medicale negli Stati Uniti, che rientra nei programmi del Gruppo, e che potrebbe portare El.En. nel più grande mercato a livello mondiale.

Nell'esercizio 2001, il fatturato dovrebbe continuare a crescere ma in modo più contenuto rispetto alle nostre previsioni precedenti. Come indicato dalla Società in occasione dell'ultimo incontro con la comunità finanziaria, l'incremento del fatturato a livello consolidato è stimato nell'11% fino a Lit. 55,769 mld, attribuibile per un 2% alla divisione medicale, per il 30% al settore dei sistemi industriali e per il 15% all'area service, come evidenziato nella tabella n.6.

Tab. 6 - Fatturato El.En.: tassi di crescita 2001 per divisione

Dati in Lit./Mln	2000	2001E	Var. %	in %
Sistemi industriali	16.134	20.813	30%	37,3%
Laser medicali	30.204	30.761	2%	55,2%
Service	3.657	4.195	15%	7,5%
Totale	49.995	55.769	11%	100,0%

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

Un tasso di crescita decisamente più sostenuto ma inferiore alle nostre precedenti stime (+17,3% e 19,4% rispettivamente per il 2002 e 2003) viene invece previsto per il biennio successivo con un buon contributo alla crescita della divisione medica, grazie al lancio di nuovi prodotti attualmente in fase di studio. La divisione industriale apporterà sostegno alla crescita attraverso nuove applicazioni di nicchia (nobilitazione dei tessuti e dei pellami, taglio dei metalli per clienti di job-shop) e nuovi programmi di sviluppo (sorgenti laser CO₂ di alta potenza).

La crescita del fatturato più contenuta, unitamente a una struttura di costi predisposta per volumi di vendita più elevati, porterà ad una flessione dei principali margini previsti, in particolare, per l'esercizio in corso. La prospettata ripresa dei mercati internazionali dovrebbe consentire ai margini intermedi, nel prossimo biennio, di tornare leggermente a crescere.

L'esercizio corrente dovrebbe presentare un margine di contribuzione lordo di Lit. 25,886 mld con un'incidenza sul fatturato del 46,4% (Lit. 27,8 mld al 31 dicembre 2000 e un'incidenza del 55,3%) e crescere di due punti percentuali nel successivo biennio.

Una flessione piuttosto marcata è prevista per entrambi i margini reddituali, penalizzati dalle mancate vendite previste: il margine operativo lordo del 2001 dovrebbe scendere a Lit. 7,959 mld (in flessione del 45,9% rispetto all'esercizio 2000) con una incidenza sul fatturato del 14,3%. Nel biennio successivo l'incidenza sul fatturato dovrebbe, secondo le nostre previsioni, ritornare a salire di circa 3 punti percentuali per anno, raggiungendo il 20,2% a fine 2003 (pari a Lit. 17,765 mld).

Penalizzato anche il reddito operativo che, in presenza di ammortamenti e accantonamenti in leggera crescita in termini assoluti, dovrebbe attestarsi a Lit. 5,449 mld (in flessione del 55,2% rispetto al 2000 e con un'incidenza sul fatturato del 9,8%). Un incremento sostanziale è previsto per il biennio successivo, con un return on sales 2003 del 16,1%.

L'utile netto dovrebbe subire una flessione del 25% attestandosi a Lit. 4,363 mld mentre nel biennio successivo dovrebbe registrare una crescita media annua del 30% circa per raggiungere Lit. 7,516 mld nel 2003. Tale previsione si fonda, tra l'altro, sul contributo della gestione finanziaria e ipotizzando un tax rate in diminuzione di circa 5 punti percentuali (40% circa nel triennio considerato).

Nella tabella riepilogativa alla pagina seguente, riportiamo il fatturato previsto a livello consolidato e i margini reddituali per il periodo 2001/2003, sia in termini assoluti che in percentuale, con il relativo tasso di crescita medio.

Tab. 7 - Risultati economici periodo 2001/2003

Dati in Lit/ Mln	2001E	2002E	2003E	Cagr	2001E	2002E	2003E
Fatturato	55.769	65.418	78.081	15,82%	100,0%	100,0%	100,0%
M. di contrib. lordo	25.886	31.503	39.002	11,95%	46,4%	48,2%	50,0%
Mol	7.959	11.609	15.765	2,30%	14,3%	17,7%	20,2%
R. operativo	5.449	8.796	12.564	1,11%	9,8%	13,4%	16,1%
Utile netto	4.363	5.904	7.516	8,92%	8,7%	11,7%	15,0%

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

Tab. 8 - Revisione stime-valori assoluti e valori percentuali

Dati in Lit/ Mln	2001E old	2001E new	2002E old	2002E new	2003 E old	2003 E new
Fatturato	60.309	55.769	72.367	65.418	86.841	78.081
Margine di contribuzione	30.175	25.886	36.360	31.503	43.865	39.002
Margine operativo lordo	13.401	7.959	16.552	11.609	20.556	15.765
Reddito operativo	11.079	5.449	13.440	8.796	16.865	12.564
Risultato della gestione	12.285	8.517	14.888	11.806	18.602	15.336
Utile netto	5.745	4.363	7.043	5.904	8.738	7.516
Dati in %						
Fatturato	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Margine di contribuzione	50,03%	46,42%	50,24%	48,16%	50,51%	49,95%
Margine operativo lordo	22,22%	14,27%	22,87%	17,75%	23,67%	20,19%
Reddito operativo	18,37%	9,77%	18,57%	13,45%	19,42%	16,09%
Risultato della gestione	20,37%	15,27%	20,57%	18,05%	21,42%	19,64%
Utile netto	9,52%	7,82%	9,73%	9,03%	10,06%	9,63%

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

La PFN L'evoluzione della posizione finanziaria netta riflette investimenti tecnici lordi nel periodo pari a Lit. 9,8 mld e un dividendo stimato in leggera crescita e dunque con un pay-out ratio prudenzialmente in progressiva riduzione. Il capitale circolante netto dovrebbe restare sostanzialmente stabile in termini percentuali rispetto al fatturato (30%).

Tab. 9 - Rendiconto finanziario

Dati in Lit/ Mln	2000	2001E	2002E	2003E
Posizione fin. netta a inizio periodo	2.037	62.830	61.064	60.939
Utile netto	5.817	4.363	5.904	7.516
Ammortamenti	1.688	1.952	2.224	2.577
Variazioni nette f.di M/L	1.118	0.310	0.170	0.400
Cash flow	8.623	6.624	8.298	10.493
Cash in/out flow della gestione del ccn.	(9.016)	(1.853)	(3.008)	(3.961)
Cash flow della gestione ordinaria	(0.392)	4.772	5.290	6.532
Investimenti	(5.322)	(3.000)	(3.300)	(3.500)
Variazioni non gestionali del PN di gruppo:	67.415	(1.781)	(1.840)	(2.300)
- per aumenti di capitale/rimborsi di finanz.	67.415	-	-	-
- per dividendi	-	(1.781)	(1.840)	(2.300)
Variazioni non gestionali del PN di terzi	(0.497)	(0.777)	(0.803)	(0.989)
Altro	(0.410)	(0.979)	0.527	(0.260)
Cash flow dell'esercizio	60.794	(1.766)	0.125	0.517
Posizione fin. netta di fine periodo	62.830	61.064	60.939	60.422
Posizione fin. netta media	32.434	61.947	61.002	60.680

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

LA VALUTAZIONE

La determinazione del valore della società è stata ottenuta utilizzando come metodologia principale il metodo finanziario (Dcf) e utilizzando il metodo dei multipli di mercato come controllo.

Il metodo finanziario è stato applicato per un periodo temporale di 7 anni ed è basato sulle seguenti ipotesi: II DCF

- Tasso free risk=4,75%
- Tasso risk premium=5,01%
- Beta=1
- Costo medio del capitale=9,27%

Nel calcolo del valore residuo è stata ipotizzata una crescita di lungo periodo pari al 1,5%. Il modello è stato applicato ai dati derivati dalla determinazione analitica dei flussi di cassa per il triennio 2001/2003 e alla proiezione dei valori per il biennio successivo ipotizzando un leggero miglioramento dell'efficienza operativa, investimenti costanti e ammortamenti in leggera crescita con un CCN pari al 30%. Il tax rate si è ipotizzato prudenzialmente in linea con quello da noi stimato per l'esercizio 2003.

Riteniamo opportuno sottolineare che le proiezioni utilizzate nel Dcf non tengono conto della prospettata acquisizione e pertanto potrebbero essere soggette a sostanziali scostamenti nell'ipotesi di conclusione della citata operazione.

I risultati del calcolo del DCF sono riportati nella sottostante tabella n.10.

Tab. 10 - Discounted cash flow – dati in Lit./mln

N. di anni considerati	7						
Beta	1,00						
Tasso Free risk	4,75%						
Market premium	5,01%						
Costo medio dell'indebitamento	4,43%						
Costo del capitale proprio	9,76%						
Costo medio del capitale	9,27%						
Tasso di crescita atteso	1,50%						
FREE CASH FLOW OPERATIVO	2001E	2002E	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E
Reddito operativo	5,45	8,80	12,56	15,53	18,33	21,33	24,73
Imposte	2,17	3,56	5,09	6,68	7,88	9,17	10,63
Ammortamenti	1,95	2,22	2,58	2,88	3,38	3,88	4,08
Variazione CCN	1,85	3,01	3,96	4,50	4,53	4,93	5,29
Investimenti	3,00	3,30	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Free Cash Flow operativo	0,38	1,15	2,59	3,73	5,80	7,61	9,38
Free Cash Flow attualizzato	0,37	1,04	2,13	2,80	3,99	4,78	5,39
VALORE D'AZIENDA							
Free Cash Flow attualizzato	20,50						
+ Terminal Value attualizzato	57,01						
Valore totale	77,51						
- Indebitam. fin. Netto	61,06						
Valore economico	138,57						
N° azioni	4.600						
Valore per azione	30.125 Lit.						
Valore per azione	15,56 Euro						

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

Sulla base delle nostre ipotesi, il prezzo obiettivo del titolo risulta pari a € 15,56.

Un miglior uso della leva finanziaria consentirebbe un abbassamento del costo medio ponderato del capitale (Wacc) con evidenti riflessi sulla valutazione teorica del titolo come riscontrabile nella tabella 11 relativa all'analisi di sensitività condotta ipotizzando un tasso di crescita (g) rispettivamente pari a 1% e 2% e un costo medio ponderato del capitale (wacc) rispettivamente pari a 8,75% e 9,75%.

Tab. 11 - Analisi di sensitività

Wacc/g	1,0%	1,5%	2,0%
8,75%	15,78	16,27	16,83
9,27%	15,14	15,56	16,03
9,75%	14,61	14,98	15,39

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

Il prezzo obiettivo risulta oscillante in un range compreso tra € 14,61 e € 16,83.

I multipli di mercato

In considerazione della difficoltà di identificare dei veri e propri comparables di mercato per il gruppo El.En., sia in termini di dimensioni che di operatività, per la scelta del campione di riferimento sono state selezionate nove società: tra queste, tuttavia, la sola Coherent opera sia nel settore delle applicazioni medicali/estetiche sia in quello industriale.

Nella tabella n.12 vengono indicati i valori del EV su fatturato, ebitda e ebit delle società del campione di riferimento per mezzo del quale è stata effettuata la valutazione di El.En.

Tab. 12 - Multipli di borsa

	EV/Fatt. 01	EV/Fatt. 02	EV/Ebitda 02	EV/Ebit 02
Media	1,550	0,932	7,130	9,073
Mediana	1,384	0,919	7,235	9,073
El.En. (multipli 2002 a pr. correnti)	0,91	0,80	4,48	5,92
El.En. (multipli 2002 utilizzando pr. obiettivo)	1,40	1,21	6,82	9,00

Fonte: elaborazione Banca Aletti su dati Bloomberg.

Tenendo conto della notevole dispersione che presentano i multipli relativi al campione riteniamo opportuno prendere a riferimento i valori mediani.

Applicando tali multipli ai dati previsionali 2002 della società si ottiene un prezzo teorico variabile in un intervallo compreso tra € 13,5e € 16,2.

In dettaglio si rileva che in termini di ev/fatturato previsto per il 2002 il valore teorico del titolo si posiziona sul livello minimo del range individuato, ma questo è in parte spiegabile con la dimensione limitata che caratterizza il gruppo e secondariamente con l'abbassamento delle previsioni di crescita del fatturato. La valutazione che si ottiene utilizzando i multipli ev/ebitda e ev/ebit conduce a risultati più elevati (compresi tra € 15,8e € 16,2 e molto vicini a quanto ottenuto con il Dcf), circostanza attribuibile alla buona redditività della società che, seppure in sensibile diminuzione rispetto alle precedenti previsioni, risulta adesso allineata a quanto fatto registrare dalle società del campione di riferimento (9,8% contro 9,5% per l'esercizio 2001).

Sulla base delle considerazioni sopra esposte e tenendo conto sia dell'elevata volatilità che contraddistingue i prezzi dei titoli quotati al Nuovo Mercato sia dei limiti espressi in

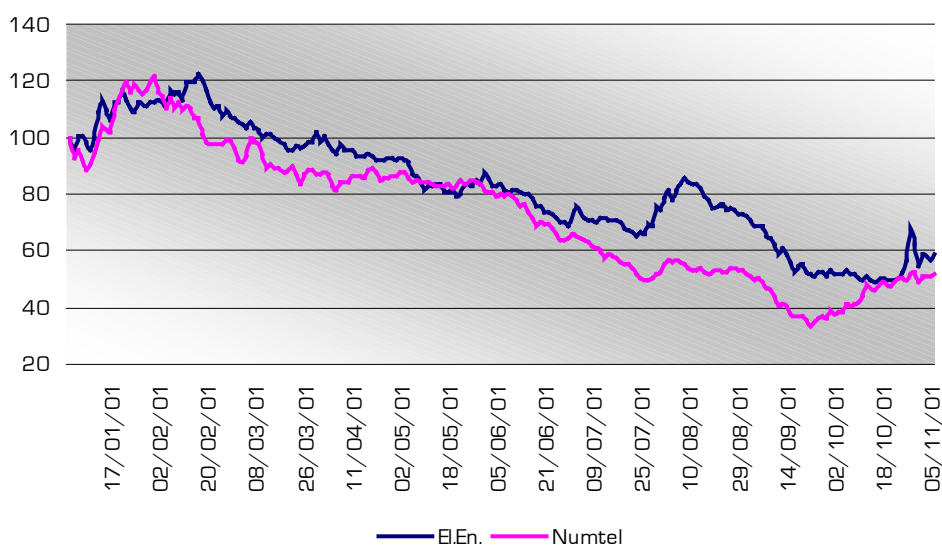
precedenza relativi al campione di riferimento, si ritiene opportuno considerare come valore obiettivo quanto emerso attraverso l'applicazione del metodo finanziario (€ 15,56), raggiungibile nel medio periodo.

ANDAMENTO DI BORSA

Quotato a partire dall'11 dicembre 2000 e collocato ad un prezzo di € 26, il titolo, che nel primo semestre di vita ha avuto un andamento incerto, dal 30 maggio fino al 5 novembre ha costantemente sovraperformato l'indice del Nuovo Mercato, pur registrando una flessione di quasi il 50%. Il grafico sottostante evidenzia l'andamento decrescente del titolo e dell'indice Numtel fino al 10 ottobre e la successiva timida ripresa.

El.En. e l'indice di riferimento

Grafico 1 - Andamento El.En. e indice Nuovo Mercato



Fonte: Bloomberg

Da inizio anno il titolo ha raggiunto il suo massimo il 15 febbraio 2001 con un prezzo di € 26,20 mentre il minimo è stato gradualmente raggiunto il 15 ottobre fino a toccare € 10,513. Dal 15 ottobre il titolo ha accennato una risalita che lo ha portato a chiudere, il 26 ottobre, con un picco di € 14,542 per poi tornare ai livelli precedenti.

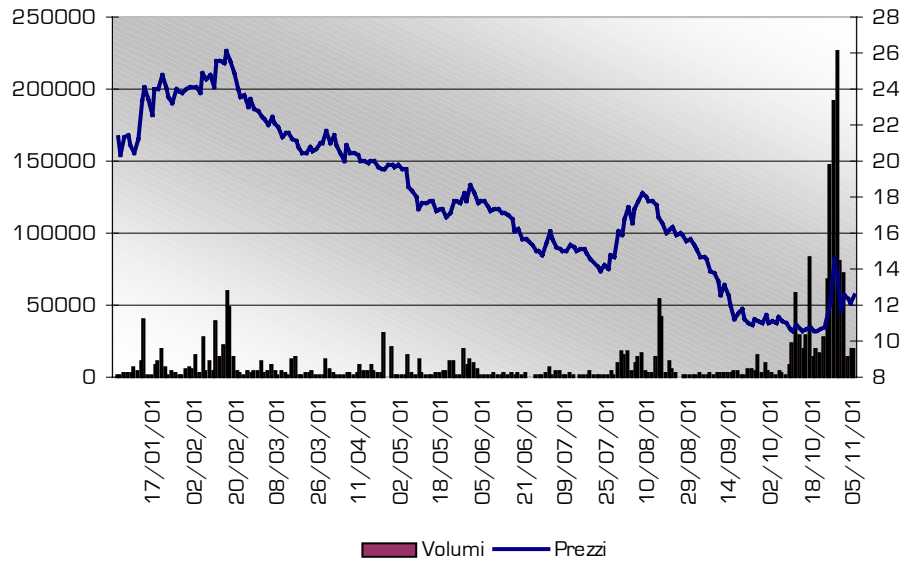
Tab. 13 - Volumi medi giornalieri da inizio quotazione

Mese	Ctv medio giornaliero (euro)	Media Giornaliera
Gennaio 2001	153.107	6.499
Febbraio 2001	369.500	14.657
Marzo 2001	101.023	4.693
Aprile 2001	105.006	5.289
Maggio 2001	105.006	5.871
Giugno 2001	30.129	1.812
Luglio 2001	50.892	3.303
Agosto 2001	175.579	10.322
Settembre 2001	46.732	3.942
Ottobre 2001	586.270	47.671
Media	177.161	10.887

Fonte: nostra elaborazione su dati Bloomberg

Se prendiamo in considerazione i volumi scambiati e i prezzi corrispondenti, si può notare come, ad eccezione del mese di febbraio, ci sia stato un brusco rallentamento che nel mese di giugno si è concretizzato nello scambio medio di soli 1.812 azioni. Dal mese successivo, però, prescindendo dalla parentesi di settembre influenzata dagli eventi americani, si assiste ad una forte ripresa che porta a registrare, nel mese di ottobre, uno scambio di quasi 48.000 pezzi a un prezzo medio di € 11,3.

Grafico 2 – El.En.: prezzi e volumi da inizio anno



Fonte: Bloomberg

Allegati

Conto economico consolidato

	1999	2000	2001E	2002E	2003E
Fatturato	46,225	50,256	55,769	65,418	78,081
% crescita	39,5%	8,7%	11,0%	17,3%	19,4%
Valore della produzione	49,045	53,409	59,069	69,118	82,181
% crescita	44,0%	8,9%	10,6%	17,0%	18,9%
Costi esterni e altri servizi diretti	(22,793)	(25,608)	(33,182)	(37,615)	(43,179)
Margine di contribuzione lordo	26,251	27,800	25,886	31,503	39,002
% crescita	36,7%	5,9%	-6,9%	21,7%	23,8%
% del fatturato	56,8%	55,3%	46,4%	48,2%	50,0%
Costi per servizi e oneri operativi	(5,984)	(6,683)	(10,008)	(11,258)	(13,008)
Valore aggiunto	20,267	21,118	15,878	20,244	25,994
% crescita	93,2%	4,2%	-24,8%	27,5%	28,4%
% del fatturato	41,3%	39,5%	26,9%	29,3%	31,6%
Costi per il personale:	(5,979)	(6,393)	(7,919)	(8,635)	(10,229)
Margine operativo lordo	14,288	14,725	7,959	11,609	15,765
% crescita	147,6%	3,1%	-45,9%	45,9%	35,8%
% del fatturato	30,9%	29,3%	14,3%	17,7%	20,2%
Accantonamenti e svalutazioni	(0,549)	(0,883)	(0,558)	(0,589)	(0,625)
Ammortamenti	(0,843)	(1,688)	(1,952)	(2,224)	(2,577)
Reddito operativo (EBIT)	12,896	12,154	5,449	8,796	12,564
% crescita	169,4%	-5,8%	-55,2%	61,4%	42,8%
% del fatturato	27,9%	24,2%	9,8%	13,4%	16,1%
Gestione finanziaria:	(0,160)	0,344	3,067	3,009	2,772
Risultato della gestione	12,736	12,498	8,517	11,806	15,336
% crescita	194,0%	-1,9%	-31,9%	38,6%	29,9%
% del fatturato	27,6%	24,9%	15,3%	18,0%	19,6%
Gestione straordinaria:	(0,278)	0,038	0,100	-	-
Risultato ante imposte	12,458	12,536	8,617	11,806	15,336
% crescita	186,8%	0,6%	-31,3%	37,0%	29,9%
% del fatturato	27,0%	24,9%	15,5%	18,0%	19,6%
Imposte	(5,703)	(5,702)	(3,435)	(4,780)	(6,209)
Risultato di terzi	(1,180)	(1,017)	(0,819)	(1,122)	(1,610)
Utile di competenza del gruppo	5,575	5,817	4,363	5,904	7,516
% crescita	279,0%	4,3%	-25,0%	35,3%	27,3%
% del fatturato	12,1%	11,6%	8,7%	11,7%	15,0%
Utile rett. di competenza del gruppo	5,747	5,794	4,296	5,904	7,516
% crescita	292,7%	0,8%	-25,9%	37,4%	27,3%
% del fatturato	12,4%	11,5%	7,7%	9,0%	9,6%
Cash flow rett.	6,589	7,482	6,248	8,128	10,093

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

Stato patrimoniale consolidato

	1999	2000	2001E	2002E	2003E
Totale immobilizzazioni	8,654	12,183	13,841	15,417	17,040
Rimanenze	7,797	13,060	14,210	16,668	19,881
Crediti commerciali	9,366	13,721	15,126	17,923	21,178
Debiti commerciali	9,193	11,690	12,987	15,234	17,541
Altre poste CCN	(1,990)	(0,095)	0,500	0,500	0,500
Totale circolante netto	5,980	14,996	16,849	19,857	23,817
F.di a medio lungo	1,899	2,807	1,193	0,785	0,647
Capitale investito netto	12,736	24,372	29,497	34,489	40,211
Patrimonio netto di gruppo	12,729	84,661	87,242	91,306	95,522
Patrimonio di terzi	2,044	2,541	3,319	4,122	5,110
Indebitamento fin. netto	(2,037)	(62,830)	(61,064)	(60,939)	(60,422)
Totale fonti	12,736	24,371	29,496	34,489	40,210
Indebitamento fin. netto a breve	(8,626)	(68,649)	(66,734)	(66,206)	(65,041)

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

Ratio analysis	1999	2000	2001E	2002E	2003E
Indici reddituali					
ROE %	43,80	6,87	5,00	6,47	7,87
ROI %	119,00	56,36	19,25	26,10	31,76
ROCE %	101,26	49,87	18,47	25,50	31,25
Utile/fatturato %	12,43	11,53	7,70	9,03	9,63
ROS %	27,90	24,18	9,77	13,45	16,09
MOL/fatturato %	30,91	29,30	14,27	17,75	20,19
Fatturato per dipendente	553,59	520,79	472,62	515,10	527,57
Cash flow/fatturato %	14,26	14,89	11,20	12,43	12,93
Costo medio dipendenti	(71,61)	(66,25)	(67,11)	(67,99)	(69,11)
Struttura patrimoniale/finanziaria					
Debiti finanziari netti	(2,037)	(62,830)	(61,064)	(60,939)	(60,422)
Debt/equity	(0,160)	(0,742)	(0,700)	(0,667)	(0,633)
Att. correnti/pass. correnti	1,93	6,42	5,96	5,55	5,23
Acid test	1,45	5,58	5,15	4,70	4,33
Capex/fatturato	2,51	10,59	5,38	5,04	4,48
Circolante					
Capitale circolante	5,980	14,996	16,849	19,857	23,817
Capitale circolante/fatturato	12,9%	29,8%	30,2%	30,4%	30,5%
Indicatori di borsa					
Num. azioni/1000	2.400	4.600	4.600	4.600	4.600
EPS	2.323	1.265	948	1.284	1.634
EPS rettificato	2.394	1.260	934	1.284	1.634
CFPS	2.674	1.632	1.373	1.767	2.194
CFPS rettificato	2.746	1.627	1.358	1.767	2.194
BVPS	5.304	18.404	18.966	19.849	20.766
P/E rettificato	10,12	19,24	25,95	18,88	14,83
P/CF rettificato	8,83	14,90	17,84	13,71	11,04
P/BV	4,57	1,32	1,28	1,22	1,17
DIV		387	400	500	600
Yield	0,00%	1,60%	1,65%	2,06%	2,48%
Dividendi	-	1,781	1,840	2,300	2,760
Pay-out %	-	30,6	42,2	39,0	36,7
Tax rate %	45,78	45,48	39,87	40,49	40,49
EV/fatturato	1,24	1,59	0,91	0,80	0,68
EV/EBITDA	4,01	5,44	6,40	4,48	3,35
EV/EBIT	4,44	6,59	9,34	5,92	4,20

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

Note

Note

Note

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

BANCA ALETTI PUO' AVERE UN PROPRIO SPECIFICO INTERESSE RIGUARDO AGLI EMITTENTI, 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 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, DI POSIZIONI LUNGHE O CORTE NEI MEDESIMI STRUMENTI FINANZIARI.

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

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA DA BANCA ALETTI MEDIANTE TRASMISSIONE DI SUPPORTI CARTACEI OVVERO DI FORMATI ELETTRONICI NON MODIFICABILI OLTRE CHE NELL'AMBITO DEL SITO WWW.ALETTIBANK.IT, NELL'AREA RISERVATA AI CLIENTI REGISTRATI.

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA A PARTIRE DAL 6 NOVEMBRE 2001.

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA A CIRCA N. 150 INVESTITORI PROFESSIONALI ITALIANI (COME DEFINITI AGLI ARTICOLI 25 E 31 DEL REGOLAMENTO APPROVATO CON DELIBERAZIONE CONSOB N. 11522/1998 E SUCCESSIVE MODIFICAZIONI) ED ISTITUZIONALI ESTERI, AD ESCLUSIONE DI STATI UNITI, CANADA, AUSTRALIA E GIAPPONE, OLTRE AI CLIENTI REGISTRATI NELL'AMBITO DEL SITO WWW.ALETTIBANK.IT.