



BANCA ALETTI

PRIVATE & INVESTMENT BANKING
Gruppo Popolare di Verona

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	%
2000	25,955	7,605	6,277	3,004	1,356	4,628	5,607	17,101	1,79
2001 E	27,809	3,734	2,624	1,923	0,755	5,623	8,000	26,720	1,07
2002 E	33,649	5,664	4,284	2,564	0,668	3,968	5,246	20,041	1,43
2003E	38,696	7,335	5,749	3,309	0,559	2,947	3,760	15,528	1,88
2004E	44,500	8,570	6,745	3,873	0,447	2,320	2,948	13,265	2,24

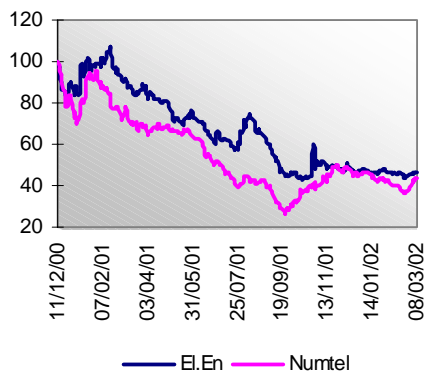
Fonte: El.En. e Banca Aletti & C. S.p.A.

Prezzo al 12/03/2002(in €):	11,169
Mkt cap (mln €):	51,3774
N° azioni (mln):	4,6
Max – Min (52 sett. in €):	22,75-10,20
Raccomandazione	Add
Indice Nuovo Mercato:	2.284

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).



- El.En. S.p.A. controlla un Gruppo di società operanti nella progettazione, produzione e distribuzione di sorgenti e sistemi laser destinati a vari segmenti applicativi.

- L'esercizio 2001 si chiude con un fatturato consolidato di € 27,809 mln con una crescita, inferiore alle aspettative, del 7,1%. Il segmento dei laser per applicazioni medicali ed estetiche si è confermato il più significativo, pur registrando una flessione del fatturato del 3,6%: il segmento dell'estetica è quello che ha subito il calo maggiore rispetto all'esercizio precedente.

- Il risultato, seppur deludente per il settore dei laser medicali, ha messo in luce la capacità del Gruppo di saper sfruttare la crescita del segmento dei laser industriali che, attualmente, rappresenta quasi il 40% del fatturato.

- Il Mol si attesta a €3,734 mln (-51,1% rispetto all'esercizio 2000) e il reddito operativo scende a €2,624 mln (-58,0%).

- La posizione finanziaria netta, pur in diminuzione rispetto a quella del 30 settembre 2001, si mantiene positiva per oltre €29,673 mln.

- Le previsioni di crescita per il triennio 2002-2004 effettuate indicano un tasso medio di crescita (CAGR) del fatturato del 17,0%, del Mol del 31,9% e del reddito operativo del 37,0% con un ROS in crescita che passa dal 12,7% nel 2002 al 15,2% nel 2004.

- Manteniamo il rating "Add" sul titolo, confermando un target price di €15,56, obiettivo ottenuto applicando i metodi di valutazione del DCF e dei multipli di mercato.

Marzo 2002

Lucia Ridolfi (02-43358.125)

lucia.ridolfi@alettibank.it

ANDAMENTO ECONOMICO-FINANZIARIO: IL IV TRIMESTRE

Fatturato in
crescita del
7,4%...

Il quarto trimestre 2001 si chiude con un fatturato consolidato di €8,297 mln, in crescita del 7,4% rispetto all'analogo periodo dell'esercizio precedente. L'incremento risulta però inferiore alle attese: la difficile situazione in cui versano i mercati di sbocco, specialmente quelli internazionali ha penalizzato, infatti, i risultati del Gruppo.

Nella tabella sottostante riportiamo i dati più significativi del conto economico.

Tab. 1 – Conto Economico: quarto trimestre 2000 e 2001

Dati in euro/000	31/12/2000 (tre mesi)	31/12/2001 (tre mesi)	Var. %	31/12/2000 (dodici mesi)	31/12/2001 (dodici mesi)	Var. %
Fatturato	7.723	8.297	7,4%	25.955	27.809	7,1%
Altri proventi	70	91	29,7%	126	184	46,0%
Valore della produzione	7.932	8.380	5,6%	27.511	29.142	5,9%
Costi per acquisti di merci	(3.696)	(3.557)	-3,8%	(11.217)	(14.008)	24,9%
Altri servizi diretti	(845)	(847)	0,3%	(3.229)	(3.065)	-5,1%
Margine di contribuzione lordo	3.949	3.912	-0,9%	14.285	13.355	-6,5%
<i>In % del fatturato</i>	<i>51,13%</i>	<i>47,15%</i>		<i>55,04%</i>	<i>48,02%</i>	
Valore aggiunto	2.975	2.409	-19,0%	10.933	8.079	-26,1%
<i>In % del fatturato</i>	<i>38,52%</i>	<i>29,03%</i>		<i>42,12%</i>	<i>29,05%</i>	
Costi per il personale	(958)	(1.205)	25,8%	(3.302)	(4.345)	31,6%
Margine operativo lordo	2.018	1.204	-40,3%	7.631	3.734	-51,1%
<i>In % del fatturato</i>	<i>26,13%</i>	<i>14,51%</i>		<i>29,40%</i>	<i>13,43%</i>	
Ammortamenti e accantonam.	1.024	246	-76,0%	(1.381)	(1.110)	-19,6%
Reddito operativo (EBIT)	994	958	-3,6%	6.251	2.624	-58,0%
<i>In % del fatturato</i>	<i>12,87%</i>	<i>11,55%</i>		<i>24,08%</i>	<i>9,44%</i>	
Gestione finanziaria	111	237	113,8%	151	1.179	680,7%
Gestione straordinaria	10	(36)	-450,2%	20	26	34,4%
Risultato ante imposte	1.195	1.159	-3,0%	6.474	3.875	-40,1%
<i>In % del fatturato</i>	<i>15,47%</i>	<i>13,97%</i>		<i>24,94%</i>	<i>13,93%</i>	

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

La delicata situazione internazionale, già sottolineata nel nostro studio sul primo semestre, era prevista dissolversi nella seconda parte dell'anno: il recupero di fatturato delle società controllate in Francia e Germania, dedite alla distribuzione di laser per applicazioni medicali, previsto per il secondo semestre si è invece realizzato solo nel quarto trimestre (al 30 settembre si registrava un calo del fatturato del 12% nell'area europea) e le aspettative di affermazione di nuovi prodotti sono state, in parte, disattese. Deludente è stato poi il risultato apportato dal Giappone, che ha mostrato un calo evidente delle vendite.

Va segnalato inoltre che nel settore industriale, nel quale si attendeva una chiusura di esercizio positiva dal punto di vista dello sviluppo del fatturato, non si è riscontrato il previsto "effetto Tremonti" determinato dalla volontà della clientela di usufruire delle agevolazioni fiscali sugli investimenti, anzi, alcune vendite sono slittate all'esercizio successivo.

Il calo della redditività delle vendite (passata da 12,87% del quarto trimestre 2000 al 11,55% nel quarto trimestre 2001) e i costi per servizi, oneri operativi e del personale, che riflettono una struttura organizzativa e operativa predisposta per volumi di produzione maggiori, hanno penalizzato i margini reddituali: il Mol scende da €2,018 mln a €1,204 mln, in calo del 40,3% (14,51% del fatturato).

....ma margini
in calo

Grazie a minori ammortamenti e accantonamenti rispetto al quarto trimestre 2000 (interessato dagli oneri sostenuti per la quotazione), il reddito operativo risente solo in minima parte dei fattori sopra elencati e argina la perdita con un calo modesto del 3,6% (11,55% del fatturato). L'utile pre-tax si attesta perciò a € 1,159 mln, realizzando un decremento del 3% sul quarto trimestre 2000.

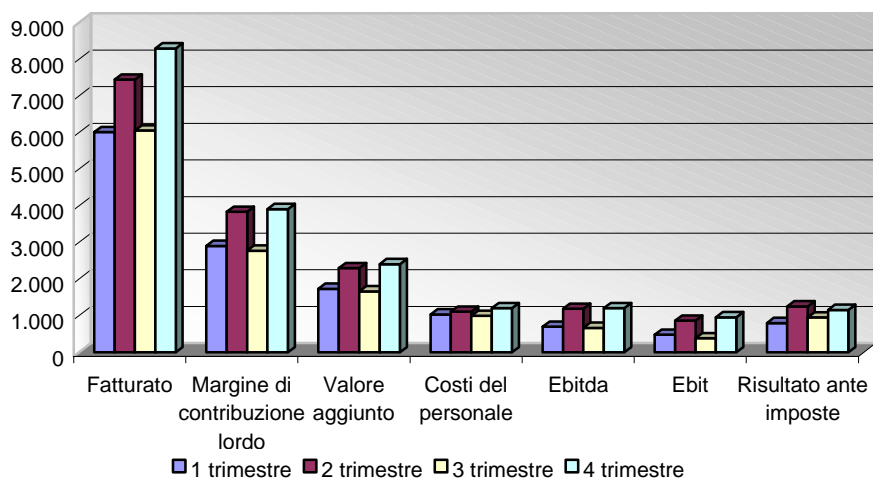
Tab. 2 Conto economico delle quattro trimestrali 2001

Dati in euro/000	31/03/2001	30/06/2001	30/09/2001	31/12/2001
Fatturato	6.014	7.444	6.055	8.297
Altri proventi	68	87	(17)	91
Valore della produzione	6.892	7.605	6.301	8.380
Costi per acquisti di merci	(3.650)	(3.928)	(2.873)	(3.557)
Altri servizi diretti	(773)	(676)	(762)	(847)
Margine di contribuzione lordo	2.906	3.835	2.775	3.912
<i>In % del fatturato</i>	<i>48,32%</i>	<i>51,52%</i>	<i>45,83%</i>	<i>47,15%</i>
Valore aggiunto	1.734	2.297	1.664	2.409
<i>In % del fatturato</i>	<i>28,83%</i>	<i>30,86%</i>	<i>27,48%</i>	<i>29,03%</i>
Costi per il personale	(1.035)	(1.110)	(995)	(1.205)
Margine operativo lordo	699	1.188	669	1.204
<i>In % del fatturato</i>	<i>11,62%</i>	<i>15,96%</i>	<i>11,05%</i>	<i>14,51%</i>
Reddito operativo (EBIT)	480	863	383	958
<i>In % del fatturato</i>	<i>7,98%</i>	<i>11,59%</i>	<i>6,33%</i>	<i>11,55%</i>
Gestione finanziaria	296	317	970	237
Gestione straordinaria	24	72	(402)	(36)
Risultato ante imposte	800	1.253	952	1.159
<i>In % del fatturato</i>	<i>13,30%</i>	<i>16,83%</i>	<i>15,72%</i>	<i>13,97%</i>

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

Molto interessante appare riportare l'andamento dei 4 trimestri del 2001: si può notare come il terzo trimestre abbia condizionato il trend di crescita (seppure inferiore alle aspettative) che ha caratterizzato gli altri 3 trimestri.

Grafico 1 Risultati dei quattro trimestri 2001



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

Il bilancio 2001

Per quanto riguarda l'andamento dell'intero esercizio 2001, il gruppo ha realizzato un fatturato di €27,809 mln, in crescita del 7,1% rispetto a quello del 2000.

L'incremento inferiore alle attese (il Management del Gruppo prevedeva una crescita del 10%) ha scontato l'andamento negativo del mercato del laser medicale, il segmento più significativo delle due principali business unit su cui si costruisce l'attività del Gruppo.

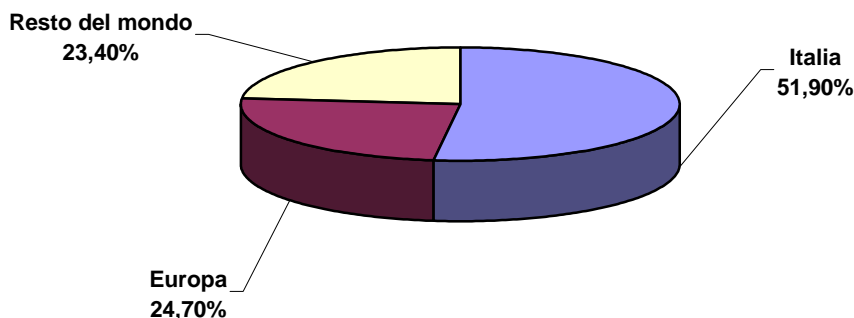
Nella tabella n.3 riportiamo la ripartizione del fatturato dell'anno 2001 per area di business e per area geografica confrontati con i dati del precedente esercizio.

Tab. 3 – Suddivisione fatturato per area di business e per area geografica

Dati in euro/000	31/12/2000	In %	31/12/2001	In %	Var. %
Sistemi industriali	8.333	32,1%	10.714	38,5%	28,6%
Laser medicali	15.599	60,1%	15.035	54,1%	-3,6%
Ricerca	135	0,5%	86	0,3%	-36,2%
Assistenza	1.889	7,3%	1.974	7,1%	4,5%
Totale	25.955	100,0%	27.809	100,0%	7,1%
Italia	13.461	51,9%	14.444	51,9%	7,3%
Europea	5.452	21,0%	6.861	24,7%	25,8%
Resto del mondo	7.041	27,1%	6.504	23,4%	-7,6%
Totale	25.955	100,0%	27.809	100,0%	7,1%

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

Gráfico 2 – Suddivisione fatturato per area geografica – anno 2001



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

Il segmento dei laser medicali...

Il settore dei sistemi laser per applicazioni medicali ed estetiche segna infatti un calo del 3,6%: nonostante le aspettative legate al lancio sul mercato di alcune nuove apparecchiature, la luce intensa pulsata per depilazione e il sistema laser non invasivo per il trattamento della cellulite non hanno consentito di invertire la tendenza negativa delineatasi già nei primi mesi dell'anno. Il fatturato ha subito un calo soprattutto nel segmento dell'estetica (-15,3%), nel segmento del CO₂ chirurgico (-6,3%) e nella terapia (-4,3%). Nel settore odontoiatrico invece il fatturato registra un incremento del 136,9%, grazie alla collaborazione in Italia con Anthos Impianti, al consolidamento delle posizioni di mercato detenute in Francia nonché all'apertura di nuovi mercati in estremo

oriente.

Nella seguente tabella illustriamo la consistenza del fatturato dei segmenti di attività appartenenti al settore suddetto.

Tab. 4 - Ripartizione fatturato settore medicale per tipologia di utilizzo

Dati in euro/000	31/12/2000	In %	31/12/2001	In %	Var %
CO ₂ Chirurgico	1.651	10,6%	1.547	10,3%	-6,3%
Terapia	769	4,9%	736	4,9%	-4,3%
Estetica	11.531	73,9%	9.763	64,9%	-15,3%
Dentale	635	4,1%	1.504	10,0%	136,9%
Altri	617	4,0%	1.129	7,5%	82,9%
Accessori	396	2,5%	356	2,4%	-10,1%
Totale fatturato	15.599	100,0%	15.035	100,0%	-3,6%

Fonte: El.En. SpA

Il risultato, seppur deludente per il settore dei laser medicali, mostra il vantaggio della diversificazione su cui il Management ha saputo proiettarsi. In un anno di difficoltà per il mercato in cui opera, il Gruppo ha potuto sfruttare la crescita del segmento dei laser industriali in cui è esposto per buona parte del suo fatturato (quasi il 40%). Il segmento dei laser industriali ha infatti realizzato ricavi per quasi €11 mld, in crescita del 28,6%. Per il raggiungimento di questo risultato ha avuto un forte peso la vendita di sistemi di taglio da parte della società Cutlite Penta e delle marcatrici ad alta potenza per grandi superfici messe a punto dalla Ot-las. In calo i segmenti delle sorgenti (-10,3%) e della saldatura (-19,9%).

Nella tabella sottostante riportiamo il dettaglio del fatturato secondo i segmenti di mercato del settore dei sistemi industriali.

Tab. 5 – Ripartizione fatturato settore industriale per tipologia di utilizzo

Dati in euro/000	31/12/2000	In %	31/12/2001	In %	Var. %
Taglio	5.202	62,4%	6.069	56,7%	16,7%
Marcatura	1.785	21,4%	3.461	32,3%	93,9%
Sorgenti	1.097	13,2%	983	9,2%	-10,3%
Saldatura	249	3,0%	200	1,9%	-19,9%
Totale fatturato	8.333	100,0%	10.714	100,0%	28,6%

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

Il mancato raggiungimento del volume di vendita e quindi del fatturato da un lato e, dall'altro, un aumento dei costi per servizi ed oneri operativi (+12,2% sul 2000) e dei costi del personale (+31,6%) penalizzano i margini reddituali: il Mol scende a €3,734 mln (-51,1%) e il reddito operativo perde il 58% attestandosi a €2,624 mln.

MOL in calo del 51,1% e reddito operativo del 68,2%

La gestione finanziaria e quella straordinaria saldano positivamente rispettivamente a € 1,179 mln (+680,7%) e a €26 mln (+34,4%): la prima risulta fortemente positiva grazie alla liquidità detenuta in seguito alle operazioni sul capitale effettuate nel precedente esercizio.

L'utile pre-tax si attesta perciò a €3,875 mln, in calo del 40,1% rispetto al precedente esercizio.

L'attività di Ricerca e Sviluppo, nonostante rivesta rilevanza strategica per il Gruppo, contribuisce alla creazione del fatturato in modo molto modesto: per l'esercizio

...attività di Ricerca e Sviluppo

considerato il fatturato derivante dai progetti di ricerca e dai relativi rimborsi sulla base di contratti siglati con enti di ricerca finanziati dal MIUR ha subito un'ulteriore diminuzione al già esiguo importo iscritto nel bilancio 2000.

Dal lato patrimoniale, la posizione finanziaria netta presentata si mantiene positi va per €29,673 mln.

Nella seguente tabella riportiamo la posizione finanziaria netta del Gruppo al 31 dicembre 2001 confrontata con quella al 30 settembre 2001 e al 31 dicembre 2000.

Tab. 6 – Posizione finanziaria netta

Dati in euro/000	31 dicembre 2000	30 settembre 2001	31 dicembre 2001
Debiti fin. a medio e lungo termine	(3.005)	(2.316)	(2.249)
Indebitamento fin. a medio e lungo termine	(3.005)	(2.316)	(2.249)
Debiti finanziari a breve	(402)	(355)	(357)
Disponibilità liquide	35.856	31.510	32.279
Posizione finanziaria netta a breve	35.454	31.155	31.922
Totale disponibilità finanziarie nette	32.449	28.840	29.673

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

LE PREVISIONI PER IL TRIENNIO 2002-2004

Le previsioni di crescita per il triennio 2002/2004 indicano un tasso medio di crescita (CAGR) del fatturato del 17,0%, del margine operativo lordo del 31,9% e del reddito operativo del 37,0%, con un ROS in crescita che passa dal 12,7% nel 2002 al 15,2% nel 2004.

Tale previsione è stata effettuata tenendo conto delle prospettive di sviluppo del gruppo, di una migliore organizzazione produttiva e quindi di una maggiore efficienza e razionalizzazione dei costi.

In particolare ci attendiamo per l'esercizio in corso una ripresa che dovrebbe specialmente influenzare il settore del laser del segmento "estetica" che, nel 2001, ha subito un arresto commerciale condizionato da una domanda che risulta influenzata dall'andamento del ciclo economico e dalla propensione ai consumi. Il fatturato del 2002, come comunicato dalla società, dovrebbe aumentare del 21% rispetto all'anno 2001, in ragione di una crescita attesa del 20% per i ricavi derivanti dal mercato dei laser medicali e del 22% per quelli dei laser per uso industriale.

Il nuovo contesto dovrebbe consentire ai margini intermedi di riguadagnare il terreno perduto non soltanto in valore assoluto, ma anche in termini percentuali.

In dettaglio, stimiamo un tasso medio di crescita del margine operativo lordo (mol) pari al 31,9% con una incidenza sul fatturato che dovrebbe passare dall'attuale 13,4% al 19,3% di fine periodo (€8,570 mln). Il miglioramento è attribuibile, da un lato, ad una crescita significativa del fatturato e, dall'altro, alla minore incidenza dei costi (di struttura e del personale).

In presenza di ammortamenti e accantonamenti in leggera crescita il reddito operativo dovrebbe registrare un incremento medio annuo del 37% raggiungendo a fine 2004 € 6,745 mln. Il return on sales 2004 (ros) dovrebbe attestarsi dunque al 15,2% rispetto all'attuale 9,4%. Stimiamo inoltre, nel periodo considerato, un incremento medio annuo dell'utile netto pari al 27,8%, con un tax rate del 40% circa.

Nella tabella riepilogativa della pagina seguente riportiamo il fatturato previsto a livello consolidato e i margini reddituali per il periodo 2001-2004, sia in termini assoluti che in

percentuale, con il relativo tasso di crescita medio.

Tab. 7 – Risultati economici 2001-2004

Dati in euro/000	2001	2002E	2003E	2004E	Cagr	2001	2002E	2003E	2004E
Fatturato	27.809	33.649	38.696	44.500	17,0%	100%	100,0%	100,0%	100,0%
Mol	3.734	5.664	7.335	8.570	31,9%	13,4%	16,8%	19,0%	19,3%
Reddito Operativo	2.624	4.284	5.749	6.745	37,0%	9,4%	12,7%	14,9%	15,2%
Utile Netto	1.905	2.544	3.289	3.853	26,5%	6,9%	7,6%	8,5%	8,7%

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

Nella tabella sottostante mettiamo a confronto quanto da noi stimato per l'esercizio 2001 e il consuntivo dell'esercizio appena conclusosi per i dati già ufficialmente comunicati e la revisione delle stime per gli esercizi 2002 e 2003.

Tab. 8 –Confronto stime old e new

	2001E	2001	2002E old	2002E new	2003E old	2003E new
Dati in euro/000						
Fatturato	28.802	27.809	33.786	33.649	40.325	38.696
Margine operativo lordo	3.880	3.734	5.996	5.664	8.142	7.335
Reddito operativo	2.584	2.624	4.543	4.284	6.489	5.749
Utile netto	2.096	n.d.	3.049	2.544	3.882	3.289
Dati in %						
Fatturato	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Margine operativo lordo	13,5	13,4	17,7	16,8	20,2	19,0
Reddito operativo	9,0	9,4	13,4	12,7	16,1	14,9
Utile netto	7,3	n.d.	9,0	7,6	9,6	8,5

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

LA VALUTAZIONE

La determinazione del valore della società è stata ottenuta utilizzando due metodologie:

metodo finanziario (Discounted Cash-Flow - DCF): metodo principale;

metodo diretto (multipli di società comparabili): metodo di controllo.

Il metodo finanziario è stato applicato per un periodo temporale di 7 anni ed è basato sulle ipotesi riportate nella tabella n 9.

II DCF

Tab. 9 - Discounted cash flow – dati in milioni di euro

Ipotesi		Valore d'azienda	
N. di anni considerati	7	Free Cash Flow attualizzato	11,54
Beta	1	+ Terminal Value attualizzato	31,30
Tasso Free risk	5,25%	Valore totale	42,84
Market premium	4%	- Debito netto (Ind. netto)	-29,67
Costo medio del capitale	8,91%	Valore economico	72,13
Tasso di crescita atteso	1,50%	N° azioni /1000	4.600
		Valore per azione (in euro)	15,68

Fonte: Banca Aletti & C. Spa

Nel calcolo del valore residuo è stata ipotizzata una crescita di lungo periodo pari all'1,5% tenendo conto delle peculiarità del settore. Il modello è stato applicato ai dati derivati dalla determinazione analitica dei flussi di cassa per il triennio 2002-2004 e alla proiezione dei valori per gli anni successivi ipotizzando un leggero miglioramento

dell'efficienza operativa, investimenti costanti e ammortamenti in leggera crescita con un CCN sul fatturato pari al 30%.

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.

Sulla base delle nostre ipotesi, il prezzo obiettivo del titolo risulta pari a €15,68.

E' stata poi condotta un'analisi di sensitività ipotizzando un tasso di crescita (g) rispettivamente pari a 1% e 2% e un costo medio ponderato del capitale (wacc) rispettivamente pari a 8,41% e 9,41%.

Tab. 10 - Analisi di sensitività

wacc/g	1,0%	1,5%	2,0%
8,41%	15,93	16,47	17,09
8,91%	15,22	15,68	16,20
9,41%	14,61	15,01	15,45

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

Il prezzo obiettivo, come riscontrabile nella tabella n.10 risulta molto sensibile alle ipotesi adottate e oscillante in un range compreso tra €14,61 e €17,09.

E' stato poi utilizzato il metodo dei multipli di mercato come metodo di controllo.

I multipli di mercato

Applicando i multipli EV/Sales ed Ev/Ebitda ai dati previsionali 2002 della società si ottiene un prezzo teorico variabile in un intervallo compreso tra € 15,91e € 16,99, in linea col risultato ottenuto col metodo finanziario.

Tenendo conto sia dell'elevata volatilità che contraddistingue i prezzi dei titoli quotati al Nuovo Mercato sia dei limiti relativi al campione di riferimento, si ritiene opportuno considerare come valore obiettivo quanto emerso attraverso l'applicazione del metodo finanziario confermando il target price di €15,56. A quel prezzo obiettivo il titolo El.En. quoterebbe 1,268x Ev/Sales e 7,534x Ev/Ebitda a fronte di valori espressi dal campione di riferimento pari a 1,33x Ev/Sales e 8,77x Ev/Ebitda.

Riteniamo opportuno sottolineare che il titolo attualmente risulta penalizzato sia per l'incertezza in cui versano i mercati sia per il mancato utilizzo delle ingenti disponibilità liquide che il Management della società ha, fin dalla quotazione, progettato di destinare a strategiche operazioni di M&A.

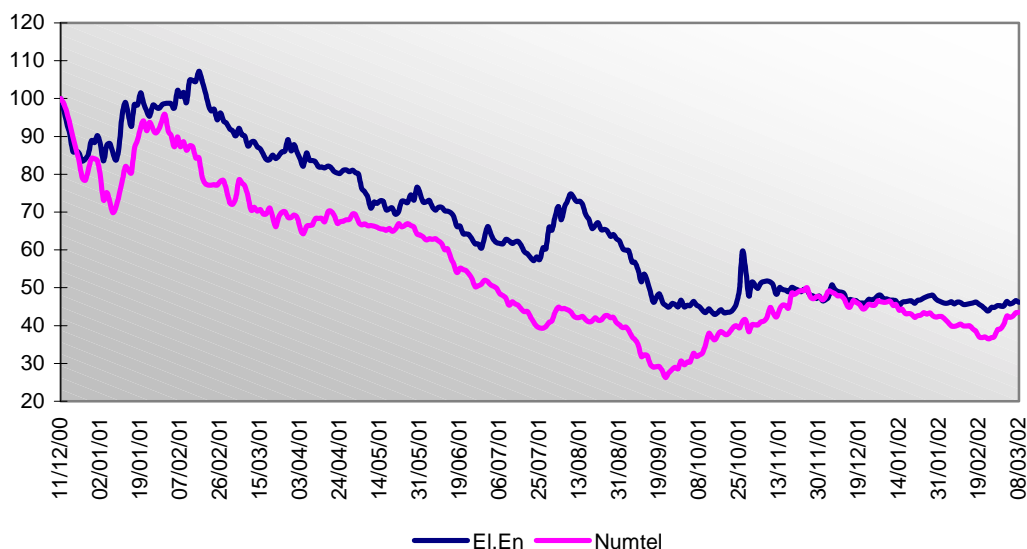
ANDAMENTO DI BORSA

El.En. e l'indice di riferimento

Dopo lo sbarco al Nuovo Mercato, avvenuto l'11 dicembre 2000 a un prezzo di €26, il titolo ha perso il 57%, quotando nei giorni in cui stiamo scrivendo, 11,169 euro. Il minimo è stato raggiunto il 18 ottobre toccando 10,20 euro mentre il massimo ha raggiunto i 26,20 euro, appena sopra il prezzo di offerta.

Nel grafico sottostante mostriamo il confronto del titolo con l'indice del Nuovo Mercato. Il grafico è però dimostrativo del fatto che il trend del titolo in esame non si discosta dall'andamento che ha caratterizzato i titoli iscritti al listino del Nuovo Mercato in quest'ultimo anno: l'indice che rappresenta i titoli tecnologici mostra un evidente andamento discendente.

Grafico 3 - Andamento El.En. e indice Nuovo Mercato dalla quotazione



Fonte: Bloomberg

Nel corso dei mesi considerati, la quantità media giornaliera si è attestata attorno ai 10.596 pezzi, con un controvalore medio pari a €172.929.

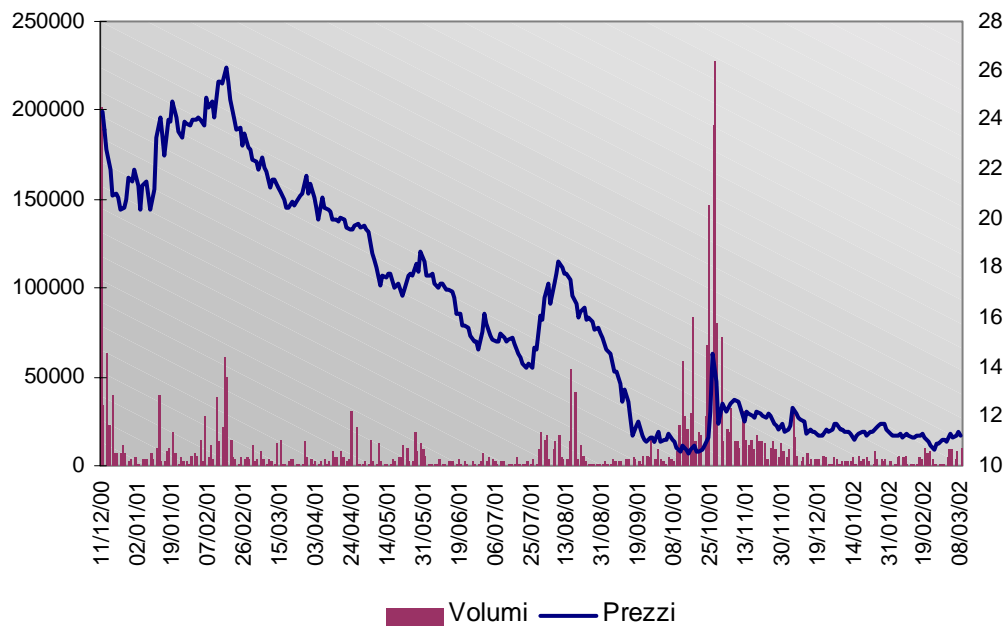
Nel calcolo della media molto peso ha avuto lo scambio dei volumi avvenuti nel mese di ottobre (di oltre 49.000 pezzi). Dalla tabella sottostante si può notare invece come negli ultimi mesi i volumi scambiati si siano notevolmente ridotti.

Tab. 13 - Volumi medi giornalieri dalla quotazione

Mese	Ctv medio giornaliero (euro)	Media Giornaliera
Dicembre 2000	730.599	31.496
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	604.233	49.141
Novembre 2001	172.042	14.161
Dicembre 2001	79.600	6.743
Gennaio 2002	35.824	3.131
Febbraio 2002	37.918	3.415
Marzo	68.843	6.129
Media	172.929	10.596

Fonte: nostra elaborazione su dati Bloomberg

Grafico 4 – El.En.: prezzi e volumi dalla quotazione



Fonte: Bloomberg

Allegati

Conto economico consolidato					
	2000	2001E	2002E	2003E	2004E
Fatturato	25,955	27,809	33,649	38,696	44,500
% crescita	8,7%	7,1%	21,00%	15,00%	15,00%
Valore della produzione	27,583	29,142	35,559	40,813	46,824
% crescita	8,9%	5,7%	22,0%	14,8%	14,7%
Costi esterni e altri servizi diretti	(13,226)	(15,787)	(19,348)	(21,399)	(24,475)
Margine di contribuzione lordo	14,358	13,355	16,212	19,415	22,349
% crescita	5,9%	-7,0%	21,4%	19,8%	15,1%
% del fatturato	55,3%	48,0%	48,2%	50,2%	50,2%
Costi per servizi e oneri operativi	(3,451)	(5,276)	(6,106)	(7,010)	(7,994)
Valore aggiunto	10,906	8,079	10,105	12,404	14,355
% crescita	4,2%	-25,9%	25,1%	22,8%	15,7%
% del fatturato	42,0%	29,1%	30,0%	32,1%	32,3%
Costi per il personale:	(3,302)	(4,345)	(4,442)	(5,069)	(5,785)
Margine operativo lordo	7,605	3,734	5,664	7,335	8,570
% crescita	3,1%	-50,9%	51,7%	29,5%	16,8%
% del fatturato	29,3%	13,4%	16,8%	19,0%	19,3%
Accantonamenti e svalutazioni	(0,456)	(0,220)	(0,269)	(0,310)	(0,356)
Ammortamenti	(0,872)	(0,890)	(1,110)	(1,277)	(1,469)
Reddito operativo (EBIT)	6,277	2,624	4,284	5,749	6,745
% crescita	-5,8%	-58,2%	63,2%	34,2%	17,3%
% del fatturato(ROS)	24,2%	9,4%	12,7%	14,9%	15,2%
Gestione finanziaria	0,178	1,179	0,900	1,035	1,190
Risultato della gestione	6,455	3,803	5,184	6,784	7,936
% crescita	-1,9%	-41,1%	36,3%	30,9%	17,0%
% del fatturato	24,9%	13,7%	15,4%	17,5%	17,8%
Gestione straordinaria	0,020	0,026	0,030	0,030	0,030
Risultato ante imposte	6,474	3,875	5,214	6,814	7,966
% crescita	0,6%	-40,1%	34,5%	30,7%	16,9%
% del fatturato	24,9%	13,9%	15,5%	17,6%	17,9%
Imposte	(2,945)	(1,584)	(2,155)	(2,790)	(3,256)
Risultato di terzi	(0,525)	(0,368)	(0,495)	(0,715)	(0,836)
Utile di competenza del gruppo	3,004	1,923	2,564	3,309	3,873
% crescita	4,3%	-36,0%	33,3%	29,1%	17,1%
% del fatturato	11,6%	6,9%	7,6%	8,6%	8,7%
Utile rett. di competenza del gruppo	2,992	1,905	2,544	3,289	3,853
% crescita	0,82%	-36,32%	33,50%	29,29%	17,17%
% del fatturato	11,5%	6,9%	7,6%	8,5%	8,7%
Cash flow rett.	3,864	2,795	3,654	4,566	5,322

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

Ratio analysis

	2000	2001	2002	2003	2004
Indici reddituali					
ROE %	6,87	4,30	5,49	6,71	7,41
Utile/fatturato %	11,53	6,85	7,56	8,50	8,66
ROS %	24,18	9,44	12,73	14,86	15,16
MOL/fatturato %	29,30	13,43	16,83	18,96	19,26
Fatturato per dipendente	26,90	23,77	26,49	26,15	27,81
Cash flow/fatturato %	14,89	10,05	10,86	11,80	11,96
Costo medio dipendenti	(3,421)	(3,714)	(3,497)	(3,425)	(3,616)
Circolante					
Capitale circolante	7,74	10,74	10,23	11,80	13,71
Capitale circolante/fatturato	29,8%	38,6%	30,4%	30,5%	30,8%
Indicatori di borsa					
Num. azioni/1000	4600	4600	4600	4600	4600
EPS	0,653	0,418	0,557	0,719	0,842
EPS rettificato	0,653	0,418	0,557	0,719	0,842
CFPS	0,843	0,611	0,799	0,997	1,161
CFPS rettificato	0,840	0,608	0,794	0,993	1,157
BVPS	9,505	9,723	10,160	10,720	11,358
P/E rettificato	17,101	26,720	20,041	15,528	13,265
P/CF rettificato	13,296	18,380	14,060	11,253	9,654
P/BV	1,175	1,149	1,099	1,042	0,983
DIV	0,20	0,12	0,16	0,21	0,25
Yield	1,79%	1,07%	1,43%	1,88%	2,24%
Dividendi	0,920	0,552	0,736	0,966	1,50
Pay-out %	30,62	28,71	28,71	29,20	29,69
Tax rate %	45,48	40,88	41,33	40,94	40,88
EV	35,193	20,996	22,472	21,616	19,887
EV/fatturato	1,356	0,755	0,688	0,559	0,447
EV/EBITDA	4,628	5,623	3,968	2,947	2,320
EV/EBIT	5,607	8,000	5,246	3,760	2,948

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

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 13 MARZO 2002.

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 DEI SITI WWW.ALETTIBANK.IT, WWW.BPV.IT E WWW.CREBERG.IT