



Banca Aletti

GRUPPO BANCO POPOLARE
DI VERONA E NOVARA

EQUITY
RESEARCH

El.En.

ITALIA: SETTORE APPARECCHIATURE LASER NUOVO MERCATO

	Fatturato	Ebitda	Ebit	Utile netto	EV/Sales	EV/Ebitda	EV/Ebit	P/E	Yield
	Euro milioni	Euro milioni	Euro milioni	Euro milioni	Euro milioni	Euro milioni	Euro milioni	x	%
2000	25,96	7,63	6,25	3,00	1,43	4,86	5,93	17,73	0,20
2001	27,84	3,90	2,59	2,27	0,81	5,82	8,75	23,40	0,20
2002E	51,51	6,67	3,89	2,85	0,51	3,94	6,76	18,66	0,20
2003E	63,36	9,59	6,17	4,28	0,43	2,85	4,43	12,44	0,21
2004E	70,96	10,88	7,05	4,93	0,37	2,42	3,74	10,79	0,25

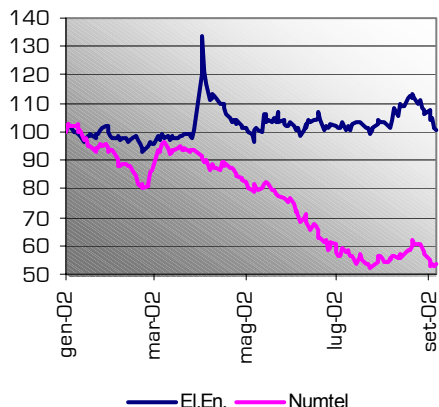
Fonte: El.En. e Banca Aletti & C. SpA

Prezzo al 6/9/2002 (in €)	11,575
Mkt cap (mln €):	53,245
N° azioni (mln):	4,6
Max – Min (52 sett. in €):	10,20-16,80
Indice Nuovo Mercato:	1.324

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 9,94%.

Mercato 28,09%

Andamento quotazioni El.En. e indice Nuovo Mercato (base 2/1/2002=100).



- Il Gruppo El.En., opera nella progettazione, produzione e distribuzione di sorgenti e sistemi laser destinati ad una varietà di segmenti applicativi.
- Nel secondo trimestre 2002 è entrata a far parte del Gruppo El.En. la società americana Cynosure Inc., leader nella progettazione, produzione e vendita di sistemi laser per il settore medicale: la suddetta acquisizione comporta il raddoppio della dimensione del Gruppo.
- Il secondo trimestre vede per la prima volta il consolidamento di Cynosure per i mesi di maggio e giugno. L'apporto è significativo in termini di fatturato: +81,13% rispetto al secondo trimestre 2001.
- Il primo semestre 2002 realizza un incremento del fatturato del 56,9% grazie al significativo contributo di Cynosure al settore dei laser per applicazioni medicali ed estetiche: il segmento vede un incremento del fatturato pari al 62,2% arrivando a rappresentare il 56,7% delle vendite complessive, spostate verso gli Stati Uniti.
- Ottimi anche i risultati realizzati nel settore dei laser industriali che segna un incremento del 27,1% in cui i segmenti del taglio e marcatura si presentano vivaci.
- Nel semestre la redditività risulta penalizzata: il MOL si attesta a € 2,6 mln, incidendo per il 12,2% sul fatturato (13,7% nel primo semestre 2001). Il reddito operativo è pari a € 1,6 mln, con un ROS del 7,7% (9,4% nel primo semestre 2001).
- Il risultato ante imposte registra perciò un decremento del 4,9% attestandosi a € 1,899 mln.
- Le nuove previsioni per il triennio 2002-2004 formulate a seguito dell'acquisizione di Cynosure indicano un tasso medio di crescita (CAGR) del fatturato pari al 9,8%.
- Attraverso l'applicazione del metodo finanziario (Dcf) e, come controllo, del metodo a multipli di mercato otteniamo un prezzo obiettivo pari a € 18 raggiungibile nel lungo periodo ed esprimiamo pertanto una raccomandazione "buy".

9 settembre 2002

Lucia Ridolfi (02-43358125)
lucia.ridolfi@alettibank.it

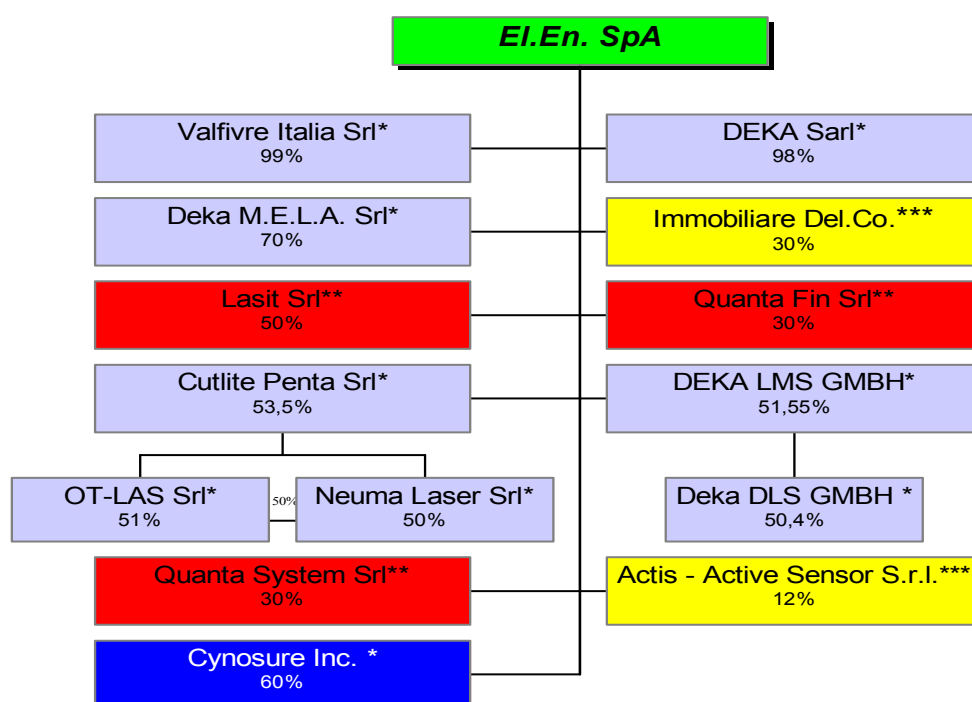
STRUTTURA DEL GRUPPO

Nel periodo di riferimento, la struttura del Gruppo si è modificata: l'acquisizione di Cynosure Inc., società americana leader nella progettazione, produzione e vendita di sistemi laser per il settore medicale, ha consentito di raddoppiarne le dimensioni.

Viene inoltre inclusa per la prima volta nel perimetro di consolidamento anche la nuova società DEKA – DLS GmbH, costituita in Germania per la distribuzione di sistemi laser per il settore dentale.

Il seguente grafico sintetizza la nuova struttura di Gruppo come risultava al 30 giugno 2002.

Grafico 1 – Struttura del gruppo



* Consolidate integralmente

** Consolidate a patrimonio netto

*** Mantenate al costo

Fonte: El.En S.p.A.

L'ACQUISIZIONE DI CYNOSURE

Il 6 maggio 2002, nell'ottica strategica di espansione a livello globale del Gruppo El.En. è stata acquisita la società americana Cynosure, con una quota di partecipazione pari al 60% del capitale.

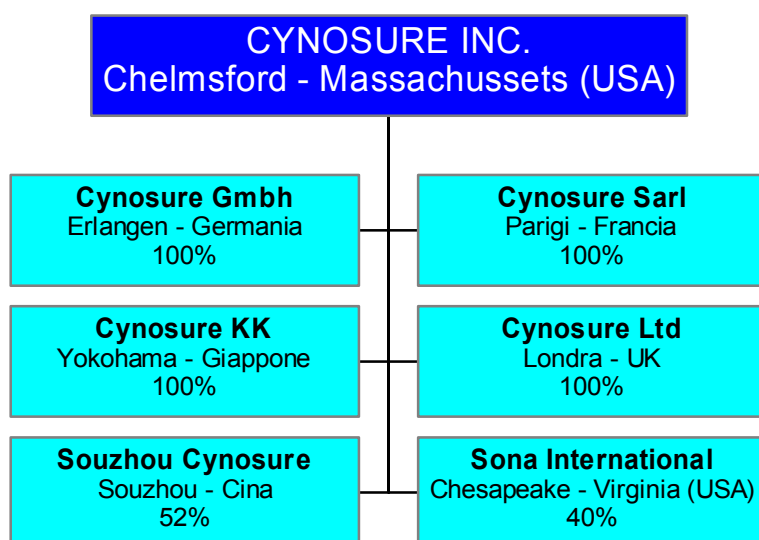
La Società, con sede operativa e stabilimento in Chelmsford, Massachussets, USA e sedi internazionali in Francia, Germania, Regno Unito, Giappone e Repubblica Popolare Cinese, opera nel settore della produzione e vendita di sistemi laser per applicazioni medicali ed estetiche. Fondata nel 1991 da Horace Furumoto (uno dei pionieri nel settore dei laser medicali), Cynosure produce laser a coloranti per applicazioni vascolari e ad alessandrite per l'epilazione.

L'acquisizione di Cynosure, oltre a modificare profondamente la struttura del Gruppo El.En. dal punto di vista dimensionale (il numero di attività inglobate permetterà di raddoppiare il fatturato), consente di:

- a) consolidare l'attività nel settore medicale ed estetico
- b) acquisire un'importante quota di mercato negli Stati Uniti;
- c) acquisire un marchio di elevato valore a livello mondiale e sfruttare la rete di distribuzione;
- d) completare la gamma dei prodotti offerta;
- e) rafforzare l'attività di ricerca e sviluppo;
- f) raggiungere delle sinergie che avranno effetto sui costi di produzione.

Nel grafico sottostante riportiamo l'organigramma del Gruppo Cynosure.

Grafico 1 – Struttura del gruppo Cynosure



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

IL SECONDO TRIMESTRE 2002

Il secondo trimestre 2002 vede per la prima volta i risultati dell'ingresso nel Gruppo della neo-acquisita Cynosure.

Nelle tabelle sottostanti riportiamo le principali voci di conto economico sia escludendo i risultati di Cynosure in modo da renderli comparabili con lo stesso periodo dell'esercizio precedente, sia considerando l'apporto di quest'ultima.

Tab. 1 - Consolidato II Q 2001 e II Q 2002 a confronto (escluso Cynosure)				
Euro/mln	II trimestre 2001	II trimestre 2002	I semestre 2001	II semestre 2002
Fatturato	7,443	9,453	13,458	17,083
<i>% crescita</i>		27,0%	4,5%	26,9%
Valore della produzione	7,584	10,221	14,435	18,119
<i>% crescita</i>		34,8%	3,0%	25,5%
Margine di contribuzione lordo	3,777	4,447	6,642	8,073
<i>% crescita</i>		17,8%	-12,4%	21,5%
<i>% del fatturato</i>	50,7%	47,0%	49,4%	47,3%
Costi per servizi e oneri operativi	1,504	1,635	2,657	2,768
<i>% crescita</i>		8,8%	47,4%	4,2%
<i>% del fatturato</i>	20,2%	17,3%	19,7%	16,2%
Costi per il personale	1,110	1,470	2,145	2,783
<i>% crescita</i>		32,46%	33,2%	29,7%
<i>% del fatturato</i>	14,9%	15,6%	15,9%	16,3%
Margine operativo lordo	1,163	1,342	1,840	2,522
<i>% crescita</i>		15,3%	-55,9%	37,1%
<i>% del fatturato</i>	15,6%	14,2%	13,7%	14,8%
Ammortamenti e accantonamenti	0,358	0,323	0,578	0,676
<i>% crescita</i>		-9,7%	121,5%	17,0%
<i>% del fatturato</i>	4,8%	3,4%	4,3%	4,0%
Reddito operativo (EBIT)	0,805	1,018	1,262	1,846
<i>% crescita</i>		26,5%	-67,7%	46,3%
<i>% del fatturato</i>	10,8%	10,8%	9,4%	10,8%
Risultato della gestione ordinaria	1,125	0,998	1,900	2,002
<i>% crescita</i>		-11,3%	-51,3%	5,3%
<i>% del fatturato</i>	15,1%	10,6%	14,1%	11,7%
Risultato ante imposte	1,197	1,141	1,996	2,131
<i>% crescita</i>		-4,7%	-48,8%	6,7%
<i>% del fatturato</i>	16,1%	12,1%	14,8%	12,5%

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

Tab. 2 - Consolidato II Q 2001 e II Q 2002 a confronto (incluso Cynosure)

Euro/ mln	II trimestre 2001	II trimestre 2002	I semestre 2001	I semestre 2002
Fatturato	7,443	13,483	13,458	21,113
% crescita		81,1%	4,5%	56,9%
Valore della produzione	7,584	14,366	14,435	22,263
% crescita		89,4%	3,0%	54,2%
Margine di contribuzione lordo	3,777	6,701	6,642	10,327
% crescita		77,4%	-12,4%	55,5%
% del fatturato	50,7%	49,7%	49,4%	55,7%
Costi per servizi e oneri operativi	1,504	2,394	2,657	3,526
% crescita		59,2%	47,4%	32,7%
% del fatturato	20,2%	17,8%	19,7%	16,7%
Costi per il personale	1,110	2,919	2,145	4,231
% crescita		163,0%	33,2%	97,3%
% del fatturato	14,9%	21,7%	15,9%	20,0%
Margine operativo lordo	1,163	1,389	1,840	2,569
% crescita		19,4%	-55,9%	39,6%
% del fatturato	15,6%	10,3%	13,7%	12,2%
Ammortamenti e accantonamenti	0,358	0,600	0,578	0,953
% crescita		67,6%	121,5%	64,9%
% del fatturato	4,8%	4,5%	4,3%	4,5%
Reddito operativo (EBIT)	0,805	0,788	1,262	1,616
% crescita		-2,1%	-67,7%	28,0%
% del fatturato	10,8%	5,8%	9,4%	7,7%
Risultato della gestione ordinaria	1,125	0,776	1,900	1,779
% crescita		-31,1%	-51,3%	-6,4%
% del fatturato	15,1%	5,8%	14,1%	8,4%
Risultato ante imposte	1,197	0,909	1,996	1,899
% crescita		-24,1%	-48,8%	-4,9%
% del fatturato	16,1%	6,7%	14,8%	9,0%

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

Il fatturato nel secondo trimestre 2002 registra un incremento del 56,9%, portandosi a € 21,113 realizzati per il 41,2% in Italia, per il 21,7% in Europa e per il 37,1% nel resto del mondo: l'acquisizione di Cynosure, come evidenziato nella tabella n. 4 e confrontandola con la tabella n. 3, ha avuto l'effetto di spostare le vendite verso gli Stati Uniti ed i mercati internazionali in generale.

Nella tabella sottostante riportiamo la suddivisione del fatturato tra i quattro segmenti di attività e per area geografica.

Fatturato in forte crescita: +57%

Tab. 3 - Suddivisione fatturato per area di business e per area geografica escluso Cynosure

Euro/000	I semestre 01	In %	I semestre 02	In %	var 2001/2002
Sistemi industriali	5.101	37,9	6.481	37,9	27,1
Laser medicali	7.382	54,9	9.456	55,4	28,1
Altri	52	0,4	73	0,4	41,3
Assistenza	923	6,9	1.073	6,3	16,2
Totale	13.458	100,0	17.083	100,0	26,9
Italia	8.184	60,8	8.652	50,6	5,7
Europa	2.007	14,9	3.845	22,5	91,6
Resto del mondo	3.267	24,3	4.585	26,8	40,4
Totale	13.458	100,0	17.083	100,0	26,9

Fonte: El.En. SpA

Dal punto di vista settoriale, l'apporto di Cynosure incide soltanto sul settore dei laser medicali ed estetici: quest'ultimo registra un incremento del 62,2% rispetto al primo semestre del 2001 arrivando a rappresentare il 56,7% delle vendite del Gruppo.

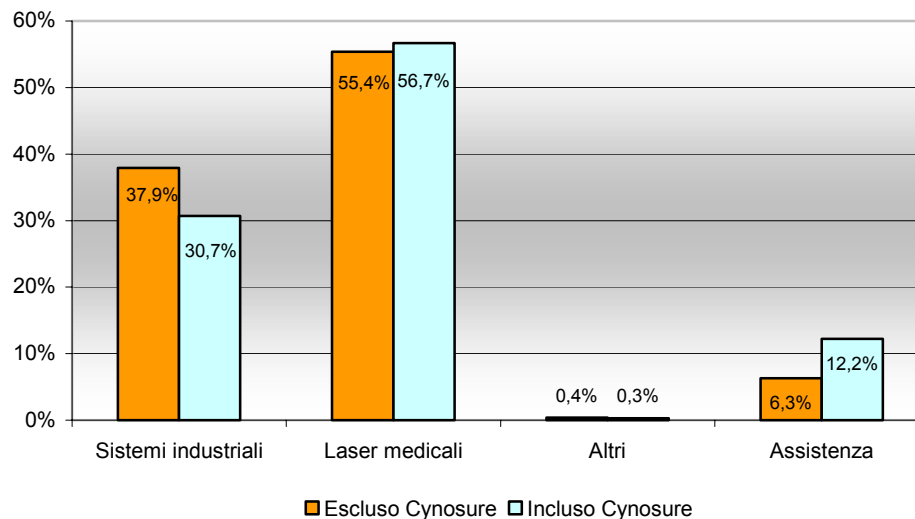
Tab. 4- Suddivisione fatturato per area di business e per area geografica incluso Cynosure

Euro/000	I semestre 01	In %	I semestre 02	In %	var 2001/2002
Sistemi industriali	5.101	37,9	6.481	30,7	27,1
Laser medicali	7.382	54,9	11.975	56,7	62,2
Altri	52	0,4	73	0,3	41,3
Assistenza	923	6,9	2.584	12,2	179,9
Totale	13.458	100,0	21.113	100,0	56,9
Italia	8.184	60,8	8.696	41,2	6,3
Europa	2.007	14,9	4.578	21,7	128,1
Resto del mondo	3.267	24,3	7.839	37,1	140,0
Totale	13.458	100,0	21.113	100,0	56,9

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

Nel grafico sottostante evidenziamo gli effetti dell'acquisizione di Cynosure in termini di fatturato per settore di attività.

Grafico 2- Suddivisione fatturato per area di business con e senza l'apporto di Cynosure



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

Il settore dei laser medicali...

Nel settore dei laser medicali ed estetici, segmenti con incrementi importanti sono quelli in cui si concentra la produzione di Cynosure: il segmento dell'estetica (+73,3%) e il segmento "altri" in cui è inclusa l'attività di Cynosure relativa ai sistemi a coloranti (+203,8%). Da sottolineare il fatto che, anche senza Cynosure, la crescita del Gruppo è significativa nella maggior parte dei segmenti, in particolare in quello dell'estetica (+38,6%) e in quello del CO₂ per chirurgia (+22,8%).

Nella tabella sottostante riportiamo lo spaccato del fatturato realizzato nel segmento medicale ed estetico.

Tab. 5 - Ripartizione fatturato settore medicale per tipologia di utilizzo escluso Cynosure

Euro/000	I semestre 01	Incidenza %	I semestre 02	Incidenza %	Var. % 01/02
CO ₂ Chirurgico	776	10,5	954	10,1	22,8
Terapia	424	5,7	265	2,8	-37,4
Estetica	4.792	64,9	6.641	70,2	38,6
Dentale	765	10,4	865	9,1	13,1
Altri	467	6,3	566	6,0	21,1
Accessori	158	2,1	166	1,8	4,7
Totale fatturato	7.382	100,0	9.456	100,0	28,1

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

Tab. 6 - Ripartizione fatturato settore medicale per tipologia di utilizzo incluso Cynosure

Euro/000	I semestre 01	Incidenza %	I semestre 02	Incidenza %	Var. % 01/02
CO ₂ Chirurgico	776	10,5	954	8,0	22,8
Terapia	424	5,7	265	2,2	-37,4
Estetica	4.792	64,9	8.304	69,3	73,3
Dentale	765	10,4	865	7,2	13,1
Altri	467	6,3	1.418	11,8	203,8
Accessori	158	2,1	169	1,4	6,7
Totale fatturato	7.382	100,0	11.975	100,0	62,2

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

Il settore dei laser industriali vede un incremento del 27,1%: ottimi i risultati nei segmenti del taglio e della marcatura che segnano rispettivamente un incremento del 13,5% e dell'88,6%. Il risultato è la conferma che il laser industriale viene riconosciuto come uno strumento per molteplici e sempre nuovi campi di applicazione: dalla lavorazione del legno, al restauro di opere d'arte, alla lavorazione del pellame e dei tessuti. L'intensa attività di marketing per il sostegno delle vendite ha consentito una diffusione della conoscenza dei campi di applicazione, raggiungendo ottimi risultati anche in condizioni di mercato sfavorevoli.

...e il settore dei laser industriali

La tabella 7 mostra nel dettaglio l'evoluzione del fatturato nel settore industriale.

Tab. 7 - Ripartizione fatturato settore industriale per tipologia di utilizzo

Euro/000	I semestre 01	Incidenza %	I semestre 02	Incidenza %	Var. % 01/02
Taglio	3.084	60,5	3.499	54,0	13,5
Marcatura	1.430	28,0	2.697	41,6	88,6
Sorgenti	492	9,6	205	3,2	-58,4
Saldatura	95	1,9	80	1,2	-15,3
Totale fatturato	5.101	100,0	6.481	100,0	27,1

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

Passando all'analisi dei margini, nel primo semestre 2002 il margine di contribuzione lordo si attesta a € 10,327 mln, con un'incidenza sui ricavi del 55,7% rispetto al 49,4% dell'analogo periodo dell'esercizio precedente.

I costi per servizi e oneri operativi rappresentano il 16,7% del fatturato e rispetto al primo semestre 2001 segnano un incremento del 32,7%: nonostante il consolidamento di Cynosure non alteri significativamente l'incidenza dei costi operativi nel secondo

trimestre, le spese di marketing necessarie per la promozione dei prodotti e le spese di ricerca hanno aumentato l'importo.

Mol penalizzato:
l'incidenza sul
fatturato scende al
12,2%...

Con spese del personale che riflettono la nuova composizione dell'organico a seguito dell'acquisizione di Cynosure (con un apporto di 119 unità), il margine operativo lordo si attesta a € 2,569 mln, in crescita del 39,6% rispetto al primo semestre 2001. Nonostante l'incremento in valore assoluto, il margine sul fatturato risulta penalizzato passando dal 13,7% al 12,2%.

...e ROS del 7,7%

Analogo andamento del reddito operativo che, per effetto di ammortamenti in crescita del 64,9% nonostante incidano pressochè in modo invariato sul fatturato, si attesta a € 1,616 mln, con un ROS del 7,7% (9,4% nel primo semestre 2001). L'aumento degli ammortamenti è imputabile anche alla differenza di consolidamento emersa a seguito dell'acquisizione di Cynosure. Con una gestione finanziaria positiva ma in forte calo rispetto al primo semestre 2001 (da € 638 mln a € 163 mln) per effetto di:

a) calo dei tassi di interesse; b) utilizzo di una parte consistente della liquidità disponibile per l'operazione Cynosure e c) differenze cambi negative registrate in virtù del calo del dollaro, il risultato ante imposte si attesta a € 1,899 mln (-4,9% sul primo semestre 2001).

Dal lato patrimoniale, allo scadere del semestre la posizione finanziaria netta presenta un saldo positivo di € 22,598 mln, in diminuzione a seguito dell'esborso di € 10,994 mln per il perfezionamento dell'acquisizione di Cynosure. La liquidità nel periodo è stata inoltre assorbita dalla distribuzione di dividendi e per € 274.000 dall'acquisizione del 30% dell'Immobiliare Del.Co. S.r.l.

Prescindendo da questi eventi, la posizione finanziaria netta nel semestre si è incrementata di € 2,443 mln evidenziando la generazione di cassa da parte delle attività correnti.

Tab. 8 - Posizione finanziaria netta

Euro/000	31/12/2001	31/03/2002	30/06/2002
Debiti fin. a medio e lungo termine	(2.249)	(2.146)	(2.306)
Indebitamento fin. a medio e lungo termine	(2.249)	(2.146)	(2.306)
Debiti finanziari a breve	(357)	(356)	(735)
Disponibilità liquide	32.478	32.910	25.640
Posizione finanziaria netta a breve	32.121	32.554	24.904
Totale disponibilità finanziarie nette	29.872	30.408	22.598

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

LE PREVISIONI PER IL TRIENNIO 2002-2004

A seguito dell'acquisizione della società americana Cynosure Inc., rivediamo le nostre previsioni per il Gruppo nel triennio 2002-2004.

Per il periodo considerato prevediamo un tasso medio di crescita (cagr) del fatturato del 9,8%. La previsione è stata fatta sulla base delle prospettive di crescita del nuovo Gruppo ma non tiene conto di eventuali ulteriori acquisizioni che il Management sta attentamente valutando.

In particolare, per l'esercizio in corso prevediamo un incremento dell'85% sul 2001: il forte aumento è il risultato del consolidamento di Cynosure relativo agli 8 mesi post-acquisizione ed incorpora l'ipotesi di una crescita per la seconda parte dell'anno in linea con quella realizzata nei primi sei mesi.

Gli effetti dell'acquisizione saranno però più forti nel biennio 2003-2004: una crescita del 23% nel 2003 e del 12% nel 2004. La crescita sostenuta avverrà sulla scorta del consolidamento dell'attività e della capacità di sfruttamento della rete commerciale di Cynosure in America. D'altra parte le distributrici in Francia e Germania hanno la valenza di diffondere capillarmente i prodotti nell'area Europea.

In particolare per il 2003 prevediamo un significativo slancio delle vendite con un incremento del 23%. Il tasso di crescita atteso è elevato in quanto:

1. contempla per la prima volta il consolidamento di Cynosure per l'intero anno;
2. prevediamo un'affermazione dei prodotti lanciati nel 2001 e il lancio di nuovi prodotti quale risultato delle ingenti risorse impiegate nella ricerca soprattutto per applicazioni in ortopedia e fisioterapia;
3. verranno contabilizzati ricavi e proventi per contributi destinati alla ricerca, che fino ad ora ha apportato ricavi minimi a fronte di spese elevate;
4. ci aspettiamo che le attività di marketing realizzate nel 2002 possano fornire un forte impulso alle vendite;
5. prevediamo un quadro economico in miglioramento: la domanda di prodotti destinati all'estetica è fortemente influenzata dall'andamento del ciclo economico e dalla propensione ai consumi in quanto considerati beni "non necessari".

Nella tabella sottostante riportiamo le nostre stime di crescita del fatturato suddiviso per segmenti di attività in cui stimiamo una netta prevalenza del settore medicale sul settore industriale dal momento che Cynosure è attiva esclusivamente nel primo.

Tab. 9 - Stime di crescita dei segmenti di attività nel triennio 2002-2004

Euro/mln	2002E	Var. %	In %	2003E	Var. %	In %	2004E	Var. %	In %
Sistemi Industriali	12,99	22,0%	25,2%	15,85	22,0%	25,0%	19,34	22,0%	27,3%
Laser medicali	31,86	111,0%	61,8%	40,39	26,8%	63,8%	44,04	9,0%	62,1%
Altri	0,27	212,0%	0,5%	0,31	15,0%	0,5%	0,33	8,0%	0,5%
Assistenza	6,39	218,0%	12,4%	6,81	6,5%	10,7%	7,25	6,5%	10,2%
TOTALE	51,51	85,0%	100,0%	63,36	23,0%	100,0%	70,96	12,0%	100,0%

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

Riteniamo inoltre che l'acquisizione di Cynosure produca l'effetto di una tendenza allo spostamento delle vendite dall'Italia verso l'Europa e il resto del mondo, privilegiando l'area americana come evidenziato nella tabella sottostante.

Tab. 10 - Stime di crescita per area geografica nel triennio 2002-2004

Euro/mln	2002E	Var. %	In %	2003E	Var. %	In %	2004E	Var. %	In %
Italia	21,12	46,0%	41,0%	23,44	11,0%	37,0%	26,26	12,0%	37,0%
Europa	11,33	65,0%	22,0%	14,57	28,6%	23,0%	16,32	12,0%	23,0%
Resto del Mondo	19,06	192,7%	37,0%	25,34	33,0%	40,0%	28,39	12,0%	40,0%
TOTALE	51,51	85,0%	100,0%	63,36	23,0%	100,0%	70,96	12,0%	100,0%

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

Per quanto riguarda i margini intermedi, per il 2002 stimiamo un margine operativo lordo (mol) di € 6,67 mln con un'incidenza del 12,9% sul fatturato. Il calo dell'incidenza per l'anno in corso, nonostante l'aumento in valore assoluto, è legato ai maggiori costi (in parte già sostenuti ma che caratterizzeranno anche la seconda parte dell'anno) di marketing, di spese per la ricerca e per il personale che stimiamo incida sul fatturato per il 22,6%.

Nel biennio successivo il mol dovrebbe passare al 15,1% nel 2003 e, in leggera crescita, al 15,3% nel 2004. Il miglioramento è attribuibile alla minore incidenza dei costi per servizi e costi esterni per effetto di sinergie che dovrebbero realizzarsi nel periodo considerato, nonostante costi del personale in percentuale costante sulle vendite.

Anche per il reddito operativo, nonostante l'incremento in valore assoluto, stimiamo un calo dell'incidenza sul fatturato: il Ros 2002 dovrebbe infatti registrare un'incidenza del 7,5% sulle vendite per effetto di maggiori ammortamenti mentre per il biennio 2003-2004 stimiamo si attesti a livelli pari al 9,7% e 9,9%.

Stimiamo infine un utile netto di € 2,85 mln per il 2002, con un incremento medio annuo per il biennio successivo del 31,5% con un tax rate del 31,5% circa.

Nella tabella sottostante riportiamo il fatturato previsto a livello consolidato e i margini reddituali per il periodo 2001-2004, sia in termini assoluti che in percentuale.

Tab. 11 - Risultati economici periodo 2001-2004

Euro/mln	2001 proforma	2002E	2003E	2004E	Cagr	2001	2002E	2003E	2004E
Fatturato	53,6	51,5	63,4	70,9	9,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Mol	1,7	6,7	9,6	10,9	-	3,2	12,9%	15,1%	15,3%
R. operativo	(2,7)	3,9	6,2	7,1	-	-	7,5%	9,7%	9,9%
Utile netto	(2,8)	2,9	4,3	4,9	-	-	5,5%	6,8%	7,0%

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.

I motivi di tale scelta sono riconducibili essenzialmente alla difficoltà di identificare dei veri e propri *comparables* di mercato per il gruppo El.En., sia in termini di dimensioni che di operatività.

II DCF

Il metodo finanziario è stato applicato per un periodo temporale di 5 anni ed è basato sulle seguenti ipotesi:

- Tasso free risk=4,6%
- Tasso risk premium=4,3%
- Beta=0,81
- Costo medio del capitale=7,9%

Nel calcolo del valore residuo è stata ipotizzata una crescita di lungo periodo pari all' 1% tenendo conto del settore di riferimento. 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 il biennio successivo ipotizzando un sostanziale miglioramento dell'efficienza operativa, investimenti costanti e ammortamenti in leggera crescita con un CCN sul fatturato pari al 31% nel 2005 e 32% nel 2006. Il tax rate si è ipotizzato prudenzialmente superiore rispetto a quello da noi stimato per l'esercizio 2004.

I risultati del calcolo del DCF sono riportati nella sottostante tabella n.12.

Tab. 12 - Discounted cash flow – dati in milioni di euro

Ipotesi		Valore d'azienda	
N. di anni considerati	5	Free Cash Flow attualizzato	11,91
Beta	1	+ Terminal Value attualizzato	45,71
Tasso Free risk	4,6%	Valore totale	57,62
Market premium	4,4%	- Debito netto(Ind. netto)	-30,05
Costo medio del capitale	7,9%	Valore economico	87,67
Tasso di crescita atteso	1,0%	N° azioni /1000	4.600
		Valore per azione (in euro)	19,06

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

Sulla base delle nostre ipotesi, il prezzo obiettivo del titolo risulta pari a € 19,06.

Tab. 13 - Analisi di sensitività

Wacc/g	0,5%	1,0%	1,5%
7,42%	19,25	20,09	21,07
7,92%	18,34	19,06	19,89
8,42%	17,55	18,17	18,87

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

A seguito dell'analisi di sensitività, il prezzo obiettivo risulta oscillante in un range compreso tra € 17,55 e € 21,07.

I multipli di mercato

Per quanto concerne l'applicazione della metodologia dei multipli di mercato va premessa la complessità insita nell'individuazione di veri e propri competitors, come già più volte sottolineato nei nostri studi precedenti. La difficoltà consiste nel fatto che né sul mercato italiano né su quello estero esiste alcuna società che operi in entrambi i segmenti di attività di El.En.: laser per applicazioni medicali ed estetiche e laser industriali. Inoltre, le società individuate presentano capitalizzazioni e livelli di vendite maggiori.

Ciò premesso, si è comunque individuato il seguente campione di riferimento, composto da nove società, di cui sei società statunitensi, una italiana e due quotate al nuovo mercato tedesco.

Nella tabella n.14 vengono indicati i valori del P/E ed EV su fatturato delle società del campione di riferimento per mezzo del quale è stata effettuata la valutazione di El.En.

Tab. 14 - Multipli di borsa

	P/E	EV/Fatturato
Candela	20,40	0,45
Carl Zeiss Meditec (ex Asclepion)	37,31	4,98
Prima Industrie	n.a.	n.a.
Lambda Physik	121,54	0,83
Lumenis	16,11	0,99
Coherent	65,97	1,24
Palomar	n.a.	n.a.
Laserscope	159,67	1,79
Excel Technology	28,23	2,76
Media (ex Lambda e Laserscope)	33,60	2,08
Mediana (ex Lambda e Laserscope)	28,23	1,24
El.En. (multipli 2002 a pr. correnti)	18,66	0,51
El.En. (multipli 2002 utilizzando pr. obiettivo)	29,01	1,08

Fonte: elaborazione Banca Aletti su dati Bloomberg. Ultimi prezzi disponibili al 9 settembre 2002

Analizzato il campione di riferimento, abbiamo ritenuto opportuno escludere le società Lambda Physik e Laserscope i cui P/E si discostano molto dalla media del campione e, tenendo conto della notevole dispersione che caratterizza i multipli relativi al campione, abbiamo preso a riferimento i valori mediani.

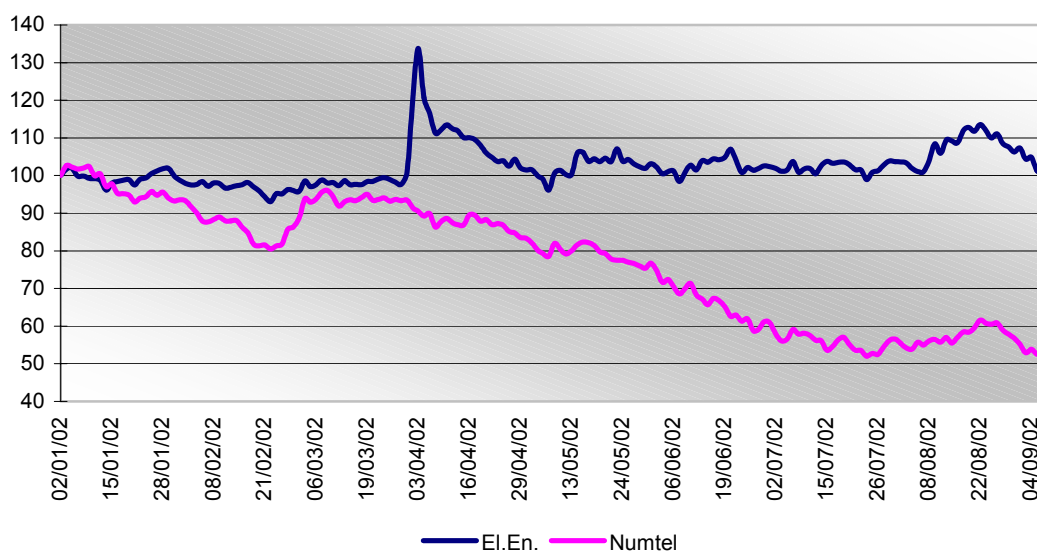
Applicando tali multipli ai dati previsionali 2002 della Società si ottiene un valore compreso tra € 17,5 e € 19,7.

Attraverso i due metodi di valutazione utilizzati la nostra raccomandazione è BUY con un target price di € 18, raggiungibile nel lungo periodo.

ANDAMENTO DI BORSA

Il titolo da inizio anno ha avuto una performance positiva (+0,83% il 6 settembre 2002) mentre il Numtel ha ceduto quasi il 47%. Il massimo nelle ultime 52 settimane è stato raggiunto il 3 aprile 2002 a € 16,80 mentre il minimo è stato toccato il 18 ottobre 2001 a € 10,20.

Grafico 3 - Andamento El.En. e indice Nuovo Mercato da inizio 2002



Fonte: Bloomberg

Nella tabella seguente abbiamo riportato i controvalori e gli scambi medi giornalieri da inizio anno 2002 suddivisi per mese di quotazione.

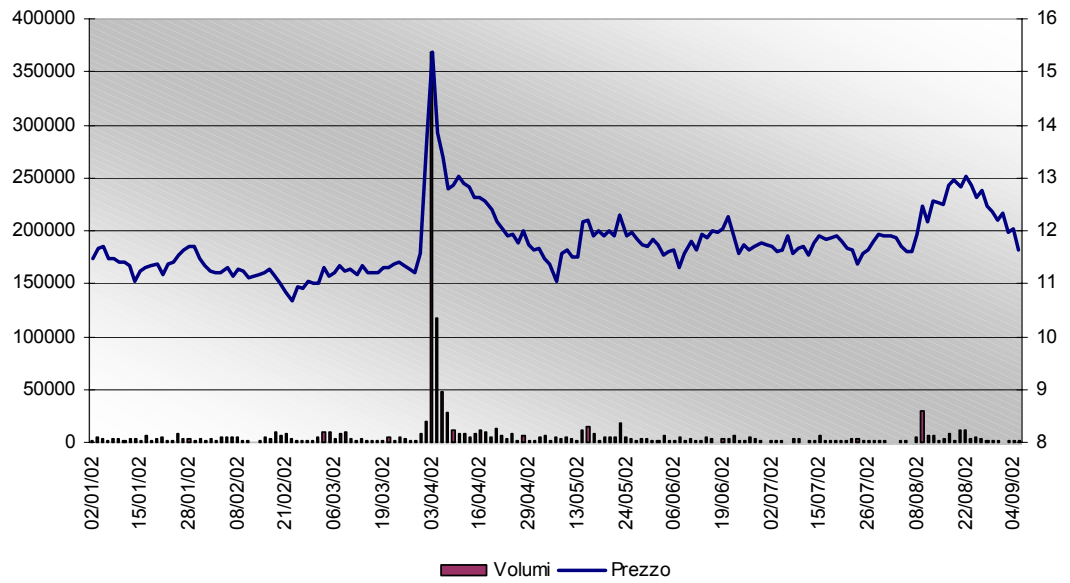
Tab. 15 - Volumi medi giornalieri da inizio anno

Mese	Ctv medio giornaliero (euro)	Volumi Medi Giornalieri
Gennaio 2002	35.824	3.131
Febbraio 2002	37.918	3.415
Marzo 2002	48.022	4.255
Aprile 2002	471.988	32.872
Maggio 2002	63.480	5.328
Giugno 2002	35.154	2.991
Luglio 2002	21.635	1.846
Agosto 2002	63.326	5.044
Settembre 2002	23.293	1.978
Media	94.611	7.172

Fonte: nostra elaborazione su dati Bloomberg

Nel grafico sottostante riportiamo l'andamento di prezzi e volumi da inizio anno.

Grafico 4 - El.En.: prezzi e volumi da inizio anno



Fonte: elaborazioni Banca Aletti & C. S.p.A. su dati Bloomberg

Allegati

Conto economico consolidato

	2000	2001	2002E	2003E	2004E
Fatturato	25,96	27,84	51,51	63,36	70,96
<i>% crescita</i>	8,7%	7,3%	85,0%	23,0%	12,0%
Valore della produzione	27,51	29,51	55,41	66,36	74,46
<i>% crescita</i>	8,6%	7,3%	87,7%	19,8%	12,2%
Costi esterni e altri servizi diretti	(13,23)	(16,01)	(28,33)	(32,95)	(36,90)
Margine di contribuzione lordo	14,29	13,51	27,08	33,41	37,56
<i>% crescita</i>	5,4%	-5,5%	100,5%	23,4%	12,4%
<i>% del fatturato</i>	55,0%	48,5%	52,6%	52,7%	52,9%
Costi per servizi e oneri operativi	(3,35)	(5,26)	(8,78)	(9,50)	(10,64)
Valore aggiunto	10,93	8,24	18,30	23,91	26,92
<i>% crescita</i>	4,5%	-24,6%	122,0%	30,6%	12,6%
<i>% del fatturato</i>	42,1%	29,6%	35,5%	37,7%	37,9%
Costi per il personale:	(3,30)	(4,35)	(11,64)	(14,32)	(16,04)
Margine operativo lordo	7,63	3,90	6,67	9,59	10,88
<i>% crescita</i>	3,4%	-49,0%	71,2%	43,8%	13,5%
<i>% del fatturato</i>	29,4%	14,0%	12,9%	15,1%	15,3%
Ammortamenti	(0,87)	(1,10)	(2,32)	(2,85)	(3,19)
Reddito operativo (EBIT)	6,25	2,59	3,89	6,17	7,05
<i>% crescita</i>	-6,1%	-58,5%	49,9%	58,7%	14,3%
<i>% del fatturato (ROS)</i>	24,1%	9,3%	7,5%	9,7%	9,9%
Gestione finanziaria	0,15	1,19	0,35	0,63	0,71
Risultato della gestione	6,40	3,79	4,24	6,80	7,76
<i>% crescita</i>	-2,7%	-40,9%	11,9%	60,6%	14,1%
<i>% del fatturato</i>	24,7%	13,6%	8,2%	10,7%	10,9%
Risultato ante imposte	6,47	3,84	4,46	6,83	7,79
<i>% crescita</i>	0,6%	-40,6%	16,0%	53,2%	14,0%
<i>% del fatturato</i>	24,9%	13,8%	8,7%	10,8%	11,0%
Imposte	(2,94)	(1,21)	(1,40)	(2,15)	(2,45)
Risultato di terzi	(0,53)	(0,36)	(0,20)	(0,40)	(0,40)
Utile di competenza del gruppo	3,00	2,27	2,85	4,28	4,93
<i>% crescita</i>	4,3%	-24,3%	25,4%	50,0%	15,3%
<i>% del fatturato</i>	11,6%	8,2%	5,5%	6,8%	7,0%
Cash flow	3,88	3,37	5,17	7,13	8,13
<i>% crescita</i>	16,9%	-13,0%	53,4%	37,9%	14,0%
<i>% del fatturato</i>	14,9%	12,1%	10,0%	11,3%	11,5%

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

Ratio analysis	2000	2001	2002E	2003E	2004E
Indici reddituali					
ROE %	6,87	5,05	6,07	8,50	9,09
ROCE %	49,67	15,51	12,29	17,67	17,48
Utile/fatturato %	11,53	8,10	5,21	6,72	6,93
ROS %	24,09	9,31	7,54	9,73	9,93
MOL/fatturato %	29,41	13,99	12,94	15,13	15,33
Fatturato per dipendente	26,90	23,80	19,44	22,63	23,65
Cash flow/fatturato %	14,89	12,03	9,71	11,22	11,43
Costo medio dipendenti	(3,42)	(3,72)	(4,39)	(5,11)	(5,35)
Struttura patrimoniale/finanziaria					
Debiti finanziari netti	(32,45)	(30,05)	(22,60)	(22,00)	(22,70)
Debt/equity	(0,74)	(0,67)	(0,48)	(0,44)	(0,42)
Costo medio dell'indebitamento					
Att. correnti/pass. correnti	6,42	6,33	3,10	3,26	3,23
Acid test	5,58	5,25	2,32	2,40	2,35
Capex/fatturato	10,59	3,90	2,33	2,05	2,11
Circolante					
Capitale circolante	7,74	12,12	15,16	19,06	21,46
Capitale circolante/fatturato	29,84%	43,54%	29,42%	30,09%	30,24%
Indicatori di borsa					
Num. azioni/1000	4600	4600	4600	4600	4600
EPS	0,65	0,49	0,62	0,93	1,07
CFPS	0,65	0,49	0,62	0,93	1,07
CFPS rettificato	0,84	0,73	1,12	1,55	1,77
BVPS	9,51	9,79	10,21	10,94	11,81
Prezzo Euro	11,575				
P/E rettificato	17,73	23,40	18,66	12,44	10,79
P/CF rettificato	13,78	15,89	10,64	7,49	6,57
P/BV	1,22	1,18	1,13	1,06	0,98
DIV	0,20	0,20	0,20	0,21	0,25
EV/Sales	1,43	0,81	0,51	0,43	0,37
EV/Ebitda	4,86	5,82	3,94	2,85	2,42
EV/Ebit	5,93	8,75	6,76	4,43	3,74
Yield	1,73%	1,73%	1,73%	1,81%	2,16%
Dividendi	0,92	0,92	0,92	0,97	1,15
Pay-out %	30,63	40,44	32,24	22,57	23,30
Tax rate %	45,49	31,46	31,50	31,50	31,50

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

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

BANCA ALETTI & C. S.P.A. HA UN PROPRIO SPECIFICO INTERESSE RIGUARDO ALL' EMITTENTE, AGLI STRUMENTI FINANZIARI E ALLE OPERAZIONI OGGETTO DI ANALISI IN QUANTO INCARICATA DALL'EMITTENTE EL.EN. S.P.A. A SVOLGERE L'ATTIVITA' DI OPERATORE SPECIALISTA, AI SENSI DI QUANTO PREVISTO DAL REGOLAMENTO DEL NUOVO MERCATO ORGANIZZATO E GESTITO DA BORSA ITALIANA S.P.A. E DALLE RELATIVE ISTRUZIONI. L'INCARICO DI SPECIALISTA COMPORTA, OLTRE ALLA REDAZIONE E ALLA DIFFUSIONE DELLA PRESENTE ANALISI, LO SVOLGIMENTO DA PARTE DI BANCA ALETTI & C. S.P.A. DI ATTIVITA' DI NEGOZIAZIONE IN CONTO PROPRIO SULLE AZIONI ORDINARIE DELL'EMITTENTE EL.EN: S.P.A. DA TALE ATTIVITA' DI NEGOZIAZIONE IN CONTO PROPRIO PUO' DERIVARE L'ACCUMULO, IN CAPO A BANCA ALETTI & C. S.P.A., DI POSIZIONI LUNGHE O CORTE NEI MEDESIMI STRUMENTI FINANZIARI.

LE INFORMAZIONI UTILIZZATE NEL PRESENTE STUDIO PROVENGONO DAI DOCUMENTI CONTABILI UFFICIALI DISPONIBILI DELLA SOCIETA' OGGETTO DI ANALISI. DELLE ALTRE INFORMAZIONI EVENTUALMENTE UTILIZZATE SONO CITATE DI VOLTA IN VOLTA, ALL'INTERNO DEL DOCUMENTO, LA NATURA E LA PROVENIENZA.

LE INFORMAZIONI CONTENUTE IN QUESTO DOCUMENTO E LE OPINIONI IVI INDICATE SI BASANO SU FONTI RITENUTE ATTENDIBILI, NON E' STATA TUTTAVIA EFFETTUATA UNA VERIFICA INDIPENDENTE DEL CONTENUTO DI QUESTO DOCUMENTO. CONSEGUENTEMENTE NESSUNA DICHIARAZIONE O GARANZIA, ESPRESSA O IMPLICITA, E' FORNITA, NE' ALCUN AFFIDAMENTO PUO' ESSERE FATTO RIGUARDO ALLA PRECISIONE, COMPLETEZZA O CORRETTEZZA DELLE INFORMAZIONI E DELLE OPINIONI CONTENUTE IN QUESTO DOCUMENTO E, NE' LA SOCIETA', NE' BANCA ALETTI, NE' ALCUN LORO AMMINISTRATORE, DIRIGENTE, QUADRO O DIPENDENTE POTRA' ESSERE RITENUTO RESPONSABILE (PER COLPA O DIVERSAMENTE) PER DANNI DERIVANTI DALL'UTILIZZO O DAL CONTENUTO DEL PRESENTE DOCUMENTO OVVERO PER DANNI COMUNQUE CONNESSI CON IL PRESENTE DOCUMENTO.

QUESTO DOCUMENTO NON COSTITUISCE NE' FORMA PARTE DI NESSUNA OFFERTA DI VENDITA O DI SOTTOSCRIZIONE, NE' IL MEDESIMO O CIASCUNA DELLE SUE PARTI COSTITUIRA' LA BASE PER QUALSIVOGLIA CONTRATTO O IMPEGNO DI QUALSIASI TIPO.

IL PRESENTE DOCUMENTO, O COPIA O PARTI DI ESSO, NON POSSONO ESSERE PORTATI, TRASMESSI OVVERO DISTRIBUITI NEGLI STATI UNITI, CANADA, AUSTRALIA E GIAPPONE O AD ALCUNA PERSONA IVI RESIDENTE. LA DISTRIBUZIONE DI QUESTO DOCUMENTO IN ALTRE GIURISDIZIONI PUO' ESSERE SOGGETTA A RESTRIZIONI E PERTANTO LE PERSONE ALLE QUALI DOVESSE PERVENIRE TALE DOCUMENTO SI DOVRANNO INFORMARE SULL'ESISTENZA DI TALI RESTRIZIONI ED OSSERVARLE.

BANCA ALETTI INTENDE DARE CONTINUITA' ALLA COPERTURA DEI TITOLI OGGETTO DI STUDIO ED INTENDE PRODURRE NUOVE ANALISI DEGLI STESSI IN OCCASIONE DELLA DIFFUSIONE DELL'INFORMATIVA CONTABILE PERIODICA E DEI PRINCIPALI EVENTI SOCIETARI RITENUTI RILEVANTI.

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA DA BANCA ALETTI & C. S.P.A. MEDIANTE TRASMISSIONE DI SUPPORTI CARTACEI OVVERO DI FORMATI ELETTRONICI NON MODIFICABILI OLTRE CHE NELL'AMBITO DEI SITI WWW.ALETTIBANK.IT, WWW.BPV.IT E WWW.CREBERG.IT NELL'AREA RISERVATA AI CLIENTI REGISTRATI.

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA A PARTIRE DAL 9 SETTEMBRE 2002.

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA A CIRCA N. 150 INVESTITORI PROFESSIONALI ITALIANI ED ESTERI (COME DEFINITI AGLI ARTICOLI 25 E 31 DEL REGOLAMENTO APPROVATO CON DELIBERAZIONE CONSOB N. 11522/1998 E SUCCESSIVE MODIFICAZIONI) AD ESCLUSIONE DI STATI UNITI, CANADA, AUSTRALIA E GIAPPONE.