

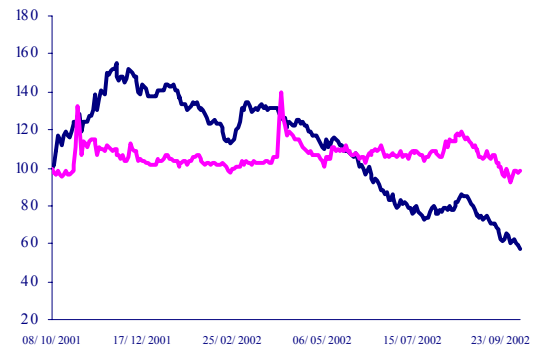
# El.En.

**BUY**

**Initial Coverage**

**Price € 10.4**

Dati euro (mln)	2001 A	2002 E	2003 E
Sales	27.8	50.8	64.7
Ebitda	3.9	6.4	8.9
Ebit	2.6	3.1	5.0
EPS adj	0.5	0.7	0.9
EV/Sales	0.7 x	0.6 x	0.5 x
EV/Ebitda	4.7 x	4.4 x	3.5 x
EV/Ebit	7.0 x	9.2 x	6.1 x
P/E	21.3 x	14.7 x	12.3 x



No. Shares (mln)	4.6
Market Float	28.1%
Market Cap	48.0

Bloomberg	ELN.IM
RealTick	1gELN

Rel. Perf. vs Numtel	1m	3m	12m
	+15.5%	+22.0%	+40.9%

## Equity Research

- Il primo semestre 2002 di El.En. ha mostrato buoni segni di vitalità sia in termini di mercati (settore medicale) che in termini di prodotti (settore industriale). Le prospettive per i prossimi 3 anni sono decisamente incoraggianti. L'acquisizione di Cynosure, effettuata a maggio 2002, è strategicamente rilevante in quanto apre la strada ai prodotti El.En. verso il mercato Usa. Obiettivo fondamentale sarà però la sua ristrutturazione. Notizie positive nei prossimi mesi potrebbero venire da altre acquisizioni nel settore industriale. **BUY**
- La crescita attesa per i prossimi 3 esercizi, grazie anche al consolidamento della nuova acquisizione sarà importante; stimiamo un fatturato che raggiunga nel 2004 i €71 mln dai €28 mln del 2001. Importante sarà però il recupero della redditività dopo un 2001 con margini in forte pressione. Il 2002 si chiuderà con un utile netto di €2.3 mln (in linea con il '01); nel 2004 stimiamo un utile netto di €4.6 mln.
- Il titolo El.En. nell'ultimo anno ha sovraperformato il mercato (Numtel) del 40.9%. Da una valutazione del titolo rispetto ai suoi comparables El.En. appare sottovalutata. Riteniamo che il titolo attualmente non sconti gli effetti positivi dell'acquisizione e le ottime prospettive di crescita.

**11 ottobre 2002**

**Analysts:** **Gianlorenzo Gatti**  
 Tel. +390280231426  
[gianlorenzo.gatti@twicetrade.it](mailto:gianlorenzo.gatti@twicetrade.it)

**Alessandro Colussi**  
 Tel. +3902802314951  
[alessandro.colussi@twicetrade.it](mailto:alessandro.colussi@twicetrade.it)

Questa ricerca si basa su informazioni e dati ritenuti affidabili. Lo studio ha lo scopo di fornire unicamente informazioni aggiornate ed accurate e non è quindi un'offerta o un invito a comprare o vendere i titoli in oggetto. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome di TWICE SIM S.p.A.



## Indice

<b>Investment Opinion</b> .....	3
<b>Valutazione</b> .....	4
<b>Profilo del Gruppo</b> .....	6
<b>Strategia</b> .....	8
<b>S.W.O.T. Analysis</b> .....	9
<b>L'operazione Cynosure</b> .....	10
<b>Dati Finanziari:</b> .....	11
<i>Risultati 1H'02</i> .....	11
<i>Proiezioni (2002-2004)</i> .....	13



## Investment Opinion

**Nei primi 6 mesi del 2002  
positivi i risultati..**

I dati del primo semestre 2002 del Gruppo El.En. mostrano buoni segni di vitalità. Il mercato medicale estetico dopo un secondo semestre 2001 in contrazione ha ripreso a crescere significativamente ed il Gruppo fiorentino, grazie anche al buon successo di mercato dei suoi prodotti, ha ottenuto buoni risultati. Positivi, anche i risultati della divisione macchine industriali grazie esclusivamente al successo dei nuovi prodotti (sia nel segmento del taglio laser che soprattutto in quello della marcatura) in quanto la congiuntura in quel mercato non appare favorevole.

Sempre nei conti dei primi 6 mesi si sono visti i primi effetti dell'acquisizione dell'americana Cynosure effettuata a maggio. Nonostante sia stata consolidata per soli 2 mesi ha contribuito ad aumentare significativamente il fatturato (+30%), ha accresciuto la quota di fatturato generato all'estero ed ha incrementato il peso del fatturato del settore medicale. Ha portato però ad una contrazione della redditività.

**.....e buone le  
acquisizioni effettuate**

Giudichiamo tuttavia fondamentale da un punto di vista strategico per lo sviluppo di El.En. tale acquisizione. In quanto nonostante i consistenti sforzi necessari nei prossimi anni per recuperare la sua redditività genererà delle sinergie, con le attività di El.En., molto rilevanti. Entrare in un mercato come quello Usa, che rappresenta quasi il 50% dell'intero mercato mondiale, attraverso l'acquisizione di un "brand" leader è stato senza alcun dubbio una mossa decisiva.

**Per il periodo 2002/2004  
la crescita continuerà**

Gli effetti positivi dell'acquisizione, uniti alle buone prospettive dei mercati ed in particolare di quello medicale estetico, ci portano a stimare un trend di forte crescita per i prossimi anni (2002/2004): il fatturato dovrebbe passare da €28 mln del 2001 a €71 mln del 2004. Molto importante però sarà anche il recupero della redditività, dopo un 2001 dove abbiamo assistito ad una caduta dei margini sia a causa dell'andamento dei mercati ma soprattutto a causa del lievitare dei costi di struttura. Peseranno comunque i risultati della neoacquisita americana che nel 2001 aveva un Ebitda negativo per €2.2 mln a fronte di fatturato di €25 mln. Secondo le nostre stime, il margine Ebitda/Sales del Gruppo El.En. dovrebbe ritornare sopra al 13% nel 2003 per poi attestarsi al 16% nel 2004. Stimiamo un utile netto di €4.6 mln nel 2004.

Grazie alla consistente cassa ancora a disposizione (€19.8 mln stimati a fine 2002), notizie positive nei prossimi mesi potrebbero venire anche da altre acquisizioni nel settore industriale.

**Il titolo risulta  
sottovalutato**

Il titolo El.En. nell'ultimo anno ha registrato una performance assoluta negativa del -1.6% sovraperformando il mercato (Numtel) di oltre quaranta punti percentuali. In termini di valutazione dal confronto con i multipli di altre società del settore emerge che El.En. risulta sottovalutata. Riteniamo pertanto che il titolo attualmente non sconti gli effetti positivi dell'acquisizione effettuata e le ottime prospettive di crescita. Iniziamo la nostra copertura del titolo El.En. con un giudizio positivo. **BUY**



## Valutazione

Per valutare El.En. abbiamo effettuato un confronto con i multipli di alcune società attive nel mercato delle apparecchiature laser. All'interno del campione abbiamo inserito le americane Candela, Excel Technology, Coherent e Lumenis, le tedesche Carl Zeiss Meditec e Lambda Physik e infine Prima Industrie, società anch'essa quotata al Nuovo Mercato.

Nella Tabella 1 riportiamo i dati di mercato necessari al fine della valutazione tramite multipli.

**Tabella 1. Valutazione con Multipli di Mercato: Dati di Mercato**

	Price at 03-Ott-02 (€)	Shares outstanding (mln)	Mkt Cap	Net Debt (Cash)	EV
CANDELA CORP	4.0	9.7	38.6	-17.7	21.0
CARL ZEISS MEDITEC AG	6.8	25.8	174.4	4.4	178.8
LAMBDA PHYSIK AG	7.6	13.3	100.7	-14.7	86.1
EXCEL TECHNOLOGY INC	18.8	11.8	221.6	-18.3	203.3
COHERENT INC	19.6	29.0	569.3	-129.5	439.8
LUMENIS LTD	3.8	36.9	140.3	158.4	298.7
PRIMA INDUSTRIE SPA	6.0	4.15	25.0	34.3	59.3
<b>El.en</b>	<b>10.8</b>	<b>4.6</b>	<b>49.6</b>	<b>-19.8</b>	<b>29.8</b>

Fonte: Twice

Nella Tabella 2 indichiamo i valori di bilancio stimati per le società comparabili.

**Tabella 2. Valutazione con Multipli di Mercato: Dati di Bilancio**

	Sales		Ebitda	
	2002	2003	2002	2003
CANDELA CORP	nm	71.0	na	na
CARL ZEISS MEDITEC AG	50.1	61.0	-1.0	2.4
LAMBDA PHYSIK AG	101.4	121.5	10.9	18.4
EXCEL TECHNOLOGY INC	90.6	93.9	na	na
COHERENT INC	389.3	448.6	52.0	66.0
LUMENIS LTD	391.7	415.3	45.0	65.0
PRIMA INDUSTRIE SPA	115.0	122.0	0.1	2.6
<b>El.en</b>	<b>52.5</b>	<b>66.4</b>	<b>6.4</b>	<b>8.9</b>

Fonte: Twice

In Tabella 3 evidenziamo i multipli di mercato sulle vendite attese (EV/Sales) e sulla redditività lorda attesa (EV/Ebitda).

**Tabella 3. Multipli di Mercato**

	Ev/Sales		Ev/Ebitda	
	2002	2003	2002	2003
CANDELA CORP	nm	0.3	na	na
CARL ZEISS MEDITEC AG	3.6	2.9	nm	nm
LAMBDA PHYSIK AG	0.8	0.7	7.9	4.7
EXCEL TECHNOLOGY INC	2.2	2.2	na	na
COHERENT INC	1.1	1.0	8.5	6.7
LUMENIS LTD	0.8	0.7	6.6	4.6
PRIMA INDUSTRIE SPA	0.5	0.5	nm	nm
<b>Median</b>	<b>1.0</b>	<b>0.7</b>	<b>7.9</b>	<b>4.7</b>
<b>El.en</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>	<b>4.7</b>	<b>3.3</b>

Fonte: Twice

Dal confronto con i multipli emerge che El.En. agli attuali prezzi di mercato risulta sottovalutata.

Utilizzando inoltre i multipli Ev/Sales e Ev/Ebitda '02 e '03 raggiungiamo un Enterprise Value di €47.96 mln. Aggiungendo il valore della cassa da noi stimato per il FY'02E pari a €19.8 mln e dividendo l'Equity Value per il numero delle azioni esistenti giungiamo ad un valore di €14.7 per azione.

**Tabella 4. Valutazione con Multipli di Mercato**

<b>Enterprise Value at EV/Sales and EV/Ebitda multiples</b>	<b>48.0</b>
<b>Cash (Debt) FY'02E</b>	<b>19.8</b>
<b>Equity Value</b>	<b>67.8</b>
Shares outstanding (mln)	4.6
<b>Equity Value per share (€)</b>	<b>14.7</b>

Fonte: Twice



## Profilo del Gruppo

### *Nasce con i laser per il settore medicale...*

Il Gruppo EI.En. è attivo dalla metà degli anni '80 nella progettazione, produzione e commercializzazione di sorgenti e apparecchiature laser.

Essenzialmente EI.En. ha iniziato la propria attività con la progettazione di sorgenti laser a CO2 per impiego nel campo medico (in particolare nel campo della fisioterapia); tale attività nel corso degli anni si è estesa allargandosi a tutti i settori medicali ed estetici (con l'eccezione dell'oculistica). Di fatto EI.En. in questi anni ha acquisito la leadership in Italia nel settore medicale estetico ed una posizione di rilievo nel panorama mondiale.

### *...e si espande poi nel settore industriale*

Sempre in quegli anni il Gruppo, utilizzando le sue conoscenze nel campo del laser, è entrata nel mercato dei sistemi industriali per il taglio (essenzialmente pelli e cartone). A questo si affianca presto anche l'attività di produzione di sistemi per la marcatura laser. In breve tempo la società diventa un leader anche in questa nicchia di mercato.

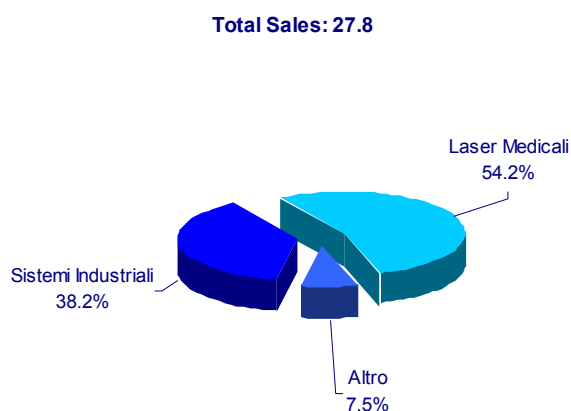
Parallellamente a queste attività sul finire degli anni '80 la società inizia a commercializzare le proprie sorgenti laser ad altri produttori.

Schematizzando ad oggi l'attività del Gruppo EI.En. si può riassumere in progettazione, produzione e commercializzazione di :

- Apparecchiature laser per uso medicale ed estetico
- Sistemi laser industriali per il taglio, la marcatura e la saldatura di materiali vari

E' indubbio che al crescere della dimensione delle vendite un'altra voce di ricavi si è aggiunta che è costituita dall'Assistenza.

**Figura 1. Sales Breakdown (mln €) - 2001**



Fonte: Twice su dati EI.En.

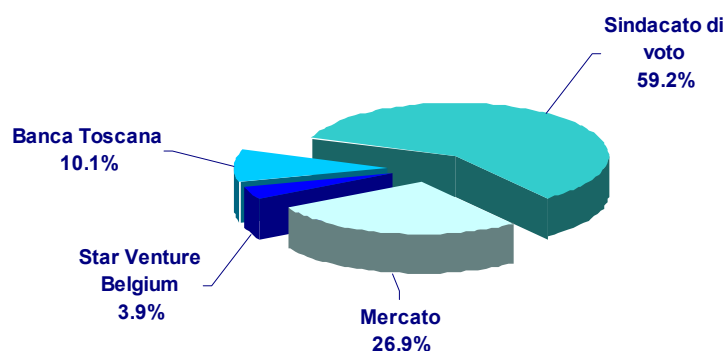


Attualmente il Gruppo EI.En. possiede 5 stabilimenti produttivi di cui uno in USA ed uno in Cina recentemente acquisiti. La sua quota di fatturato estero nel 2001 era del 48%, anche se a seguito dell'acquisizione dell'americana Cynosure, effettuata nel maggio 2002, tale quota è destinata a salire decisamente già nel prossimo esercizio (circa al 65%).

### Azionariato

Dal dicembre 2000 la società è quotata al Nuovo Mercato Italiano (26.9% è la quota flottante). La società è controllata da un patto di sindacato cui partecipano i soci A. Cangioli (principale azionista), G. Clementi, B. Bazzocchi, F. Muzzi, Immobiliare del Ciliegio, P. Burlamacchi, C. Raffini e A. Pini .

**Figura 2. Azionariato**



Fonte: dati EI.En. e Consob 03 ottobre 2002



## Strategia

---

Dal colloquio con il management la strategia di sviluppo del Gruppo El.En. per i prossimi 2/3 anni ci appare articolata in più direzioni che prevedono sia la ristrutturazione ed il consolidamento delle attuali attività esistenti che la crescita esterna.

### ***Consolidamento ed incremento della posizione del Gruppo***

Nei primi 6 mesi del 2002 si è assistito ad un deciso consolidamento ed incremento della posizione del Gruppo El.En. in termini di quota di mercato sia nel settore medicale/estetico che industriale e sia sul mercato domestico che su quello internazionale. In particolare nel settore medicale estetico nonostante la fase congiunturale internazionale non brillante la società grazie ad alcuni prodotti per l'epilazione e per la cellulite mantiene dei tassi di crescita significativi. Nel settore industriale l'ottimo posizionamento competitivo in termini di rapporto qualità/prezzo e la politica commerciale aggressiva hanno permesso sia nel segmento dei sistemi da taglio ma soprattutto in quello delle marcatrici una crescita decisamente superiore a quelle del settore.

### ***Ristrutturazione e integrazione delle attività della neoacquisita Cynosure***

Altro punto decisamente prioritario per il gruppo è la ristrutturazione e l'integrazione delle attività della neoacquisita Cynosure. Nell'aprile 2002 El.En. ha rilevato il 60% della statunitense Cynosure società leader mondiale nel settore medicale estetico con prodotti di fascia alta. Tale acquisizione per lo sviluppo del Gruppo El.En. è di importanza primaria in quanto permette alla società italiana di raddoppiare il proprio fatturato ed acquisire una dimensione mondiale nel settore medico estetico, permette di integrare la gamma dei propri prodotti con prodotti di fascia alta dal "brand" decisamente riconosciuto e di entrare con una accurata strategia di "cross selling" nel più importante mercato in termini di fatturato che è quello statunitense. Nodo cruciale resta comunque quello di riuscire a riportare Cynosure in tempi rapidi a livelli di redditività soddisfacenti.

### ***L'attività di R&D deve proseguire rafforzandosi ulteriormente***

L'attività di R&D deve proseguire rafforzandosi ulteriormente mantenendo così immutata la capacità del Gruppo El.En. di offrire prodotti e metodologie applicative innovative nel campo medico estetico ed in quello industriale. Sono infatti in fase di sperimentazione una serie di prodotti nuovi in particolare nel campo medico-estetico che saranno immessi sul mercato nei prossimi mesi.

### ***Possibile una ulteriore acquisizione***

Infine il management della società alla luce degli ottimi risultati del settore industriale sta pensando di effettuare un'acquisizione in questo settore per ribilanciare almeno in parte lo squilibrio verso il settore medicale determinatosi con l'operazione Cynosure. La dimensione dell'operazione comunque sarà inferiore a quella della società americana ma servirà ad aumentare ulteriormente la gamma dei propri prodotti





## **S.W.O.T. Analysis**

---

### **STRENGTHS**

- ✓ Capacità di innovazione di prodotto e di applicazioni
- ✓ Presidio di tutte le fasi del processo produttivo
- ✓ Fortissime competenze maturate nel settore
- ✓ Leadership in Italia nel mercato del laser
- ✓ Leadership mondiale in alcuni segmenti del settore medicale
- ✓ Rapporto qualità/prezzo dei prodotti elevato
- ✓ Disponibilità di cassa

### **WEAKNESSES**

- ✓ Dimensioni contenute in relazione al settore di riferimento
- ✓ Contrazione dei margini legata all'incremento dei fatturati
- ✓ Struttura commerciale in alcune aree ancora debole
- ✓ Ristrutturazione delle attività americane in corso

### **OPPORTUNITIES**

- ✓ Tecnologia laser in continuo sviluppo soprattutto per quanto riguarda le nuove applicazioni
- ✓ Mercato medico estetico molto giovane ed in forte crescita
- ✓ Possibilità di crescita esterna nel settore industriale
- ✓ Crisi degli operatori del settore più piccoli

### **THREATS**

- ✓ Salto tecnologico che porterebbe ad un cambio radicale della tecnologie adottate ed al conseguente crollo delle barriere d'ingresso



## L'operazione Cynosure

**Siglata a maggio  
l'acquisizione di  
Cynosure...**

Il 6 maggio 2002 EI.En. ha siglato un accordo per l'acquisizione per cassa del 60% dell'americana Cynosure. Il Gruppo Cynosure è leader mondiale nel settore medicale e più precisamente nella progettazione, produzione e commercializzazione di sistemi laser per trattamenti medicali. All'interno di questo settore la produzione di Cynosure si concentra nel settore estetico e dermatologico; in quest'ultimo settore i suoi prodotti sono in assoluto leader mondiali.

Oltre alle attività produttive negli Stati Uniti fanno capo al Gruppo Cynosure una società produttiva in Cina e le società che formano la rete distributiva nei principali paesi (Francia, Inghilterra, Germania e Giappone). Nel 2001 la società aveva realizzato un fatturato consolidato di circa \$23 mln con una perdita operativa di \$3.5 mln ed una perdita complessiva di \$6 mln.

EI.En. ha pagato per il 60% del Gruppo americano circa \$12.6 mln. Il pagamento sarà effettuato in due tranches: la prima, versata al momento della stipula, per circa \$9.897 mln (€10.99 mln) mentre la restante parte, legata anche all'andamento dell'esercizio 2002, verrà liquidata nel corso del 2003.

Considerando che Cynosure al 31/12/2001 non aveva alcun debito il Gruppo EI.En. ha valutato la società americana 0.9x le vendite 2001 (EV/Sales'01). L'acquisizione ha generato un goodwill di circa €8 mln che verrà ammortizzato a partire dal 2002 in 10 anni. La società verrà consolidata integralmente a partire dal maggio 2002.

Il restante 40% di Cynosure resta nelle mani del fondatore e in parte minore del vecchio management.

**...strategicamente molto  
importante**

L'operazione è da considerarsi decisamente molto rilevante da un punto di vista strategico per il Gruppo EI.En. in quanto permette alla società italiana:

- di raggiungere una dimensione mondiale
- di acquisire un marchio leader nel settore medico estetico
- di completare la propria gamma di prodotti
- di entrare in maniera significativa nel mercato statunitense dimensionalmente il più importante al mondo
- di disporre di un team di ricerca tra i più avanzati nel settore

Gli interventi che sono stati programmati a seguito dell'acquisizione sono molteplici e sono volti fondamentalmente ad ottenere un recupero dell'efficienza della società americana. A seguito di questi l'obiettivo del management del Gruppo EI.En. è quello di riportare la società acquisita in breakeven operativo già nel 2003.



## Dati Finanziari:

### Risultati 1H'02

Il 2H'01 è stato un periodo non esaltante per buona parte del settore industriale, che ha visto negli ultimi mesi dell'anno l'acuirsi di una crisi già in atto. Dopo una fine del 2001 decisamente negativa, il 2002 invece per il Gruppo El.En. è iniziato in maniera positiva. Già infatti nei conti dei primi tre mesi dell'anno erano presenti grossi segni di vitalità che mostravano una netta inversione di tendenza. Anche la seconda parte del semestre ha mostrato il proseguimento di questo trend.

***Nel 1H'02 cresce il fatturato (+57%)...***

***...anche senza le acquisizioni (+27%)***

Il fatturato dei primi 6 mesi del 2002 si è chiuso con un incremento del 57% rispetto al 1H'01, raggiungendo i €21.11 mln che scende al 27% se non si considera il consolidamento per 2 mesi della neo acquisita Cynosure. Sempre non considerando gli effetti delle nuove acquisizioni il fatturato dei due settori, medicale ed industriale è cresciuto rispettivamente del 28% e del 27%.

Nel settore medicale molto positiva è stata la performance di alcuni prodotti come il Photosilk per l'epilazione e il Triactive per la cellulite. Deludente, ma secondo le attese, il settore delle fisioterapia che segna una contrazione del fatturato in attesa del lancio dei nuovi prodotti già in fase di sperimentazione.

Nel settore industriale molto positivo è l'andamento delle vendite di macchine marcatrici che, anche grazie ad una intensa attività commerciale hanno fatto registrare un incremento dell'88%.

***I margini restano però sotto pressione***

Grazie a tutto ciò l'Ebitda è cresciuto in termini assoluti del 39.7% sul 1H'01, raggiungendo i €2.57 mln (€1.84 mln nel 1H'01) ma ha mostrato una flessione in termini relativi; la redditività (Ebitda/Sales) infatti è scesa al 12.2% dal 13.7% del primo semestre 2001. Causa principale di ciò è da imputare al consolidamento della neoacquisita Cynosure che presentava una redditività limitata; nell'intero 2001 l'americana aveva registrato un Ebitda negativo di €2.2 mln. L'Ebit del Gruppo El.En. ha raggiunto gli €1.62 mln (€1.26 mln nello stesso periodo dello scorso anno) mentre a causa di proventi finanziari più contenuti l'utile anteimposta è diminuito leggermente a quota €1.9 mln rispetto ai €2 mln del primo semestre 2001.

Nonostante l'acquisizione effettuata ed il pagamento di dividendi (€0.92 mln) la posizione finanziaria netta si è mantenuta positiva a €22.6 mln.

**Tabella 5. Conto Economico Consolidato 1H'02 (mln €) e Scostamenti %**

El.En.	Actuals			Scostamenti % vs	
	1H'01	2H'01	1H 2002	1H'01	2H'01
<b>Fatturato</b>	<b>13.46</b>	<b>14.39</b>	<b>21.11</b>	<b>56.9%</b>	<b>46.8%</b>
Altri ricavi	0.98	0.69	1.15	17.7%	66.2%
<b>Totale Ricavi</b>	<b>14.44</b>	<b>15.08</b>	<b>22.26</b>	<b>54.2%</b>	<b>47.7%</b>
Costi Operativi	(10.45)	(10.82)	(15.46)	48.0%	42.9%
Costo del Personale	(2.15)	(2.20)	(4.23)	97.2%	92.1%
<b>Margine Operativo Lordo (EBITDA)</b>	<b>1.84</b>	<b>2.06</b>	<b>2.57</b>	<b>39.7%</b>	<b>24.9%</b>
<b>EBITDA Margin</b>	<b>13.7%</b>	<b>14.3%</b>	<b>12.2%</b>		
Ammortamenti e Accantonamenti	(0.58)	(0.73)	(0.95)	64.9%	31.4%
<b>Reddito Operativo (EBIT)</b>	<b>1.26</b>	<b>1.33</b>	<b>1.62</b>	<b>28.1%</b>	<b>21.4%</b>
<b>EBIT Margin</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.3%</b>	<b>7.7%</b>		
Proventi / (oneri) finanziari	0.73	0.56	0.28	-61.4%	-49.1%
<b>Reddito ante imposte (PBT)</b>	<b>2.00</b>	<b>1.89</b>	<b>1.90</b>	<b>-4.8%</b>	<b>0.6%</b>
<b>PBT Margin</b>	<b>14.8%</b>	<b>13.1%</b>	<b>9.0%</b>		

Fonte: dati El.En.



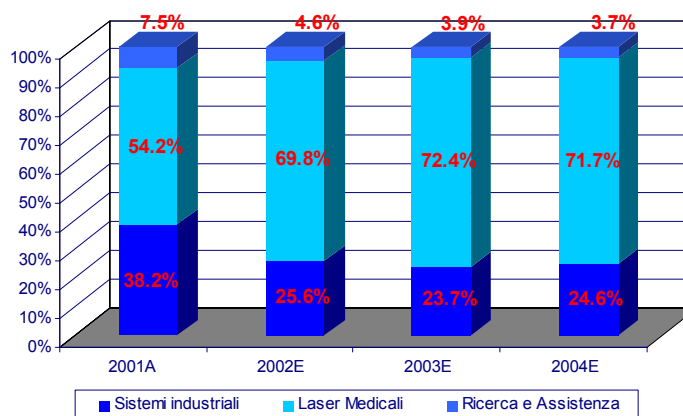
## Proiezioni (2002-2004)

**Stimiamo un fatturato di €71 mln nel 2004...**

Nelle nostre stime abbiamo considerato gli effetti della neoacquista Cynosure che è stata consolidata per il corrente esercizio a partire da maggio mentre dal 2003 è stata consolidata integralmente. Per il 2002 grazie all'apporto della società americana prevediamo un incremento del fatturato del 82% che raggiungerà i €50 mln. Questo trend, anche se in misura più contenuta (+27%), proseguirà nel 2003 quando stimiamo che EI.En. raggiungerà un fatturato di circa €65 mln per poi salire a €71 mln nel 2004.

Nelle nostre stime prevediamo che si mantenga anche nei prossimi esercizi un tasso di crescita consistente (18% cagr) del settore industriale. Decisamente interessante anche la crescita delle attività nel settore medicale anche se con il consolidamento della Cynosure, le cui stime di crescita sono molto conservative (cagr 2001/2004 del 2.2%), i tassi d'incremento risultano più contenuti. Il breakdown del fatturato a partire dal 2003 evidenzia comunque una preponderanza delle attività del settore medicale-estetico che rappresenta circa il 72% dell'intera attività.

**Figura 3. Composizione Fatturato Consolidato**



Fonte: dati EI.En. e stime Twice

In termini di mercati l'internazionalizzazione del Gruppo nei prossimi anni sarà fortissima grazie al fatturato della Cynosure e considerando gli effetti positivi (in termini di cross-selling) delle vendite degli attuali prodotti EI.En. nei mercati Usa.

**...con margini in ripresa...**

In termini di redditività nei prossimi 3 anni dopo il crollo del 2001, dove il margine (Ebit/Sales) era sceso dal 24.1% all'9.3% a causa dell'andamento negativo del mercato e del forte incremento dei costi di struttura, si assisterà ad un graduale recupero. Ricordiamo tuttavia che per Cynosure stimiamo un ritorno al breakeven in termini di Ebit solo nel



2003 ed inoltre tale operazione di acquisizione ha determinato un ammortamento annuo del goodwill di €0.8 mln. Nelle nostre stime prevediamo pertanto un Ebit 2003 di €5.1 mln che salirà a €7.6 mln nel 2004 (Ebit/Sales al 10.7%).

In termini di posizione finanziaria netta, non considerando gli effetti di eventuali operazioni di acquisizione già preventivate dal management, non stimiamo per i prossimi tre esercizi grosse variazioni. Valutiamo che il Gruppo EI.En. dovrebbe al 2004 mantenere una cassa per circa €18 mln.

**....ed un utile in crescita  
del 26.6% (cagr 2001/2004)**

Grazie ai proventi finanziari generati dalla cassa e ad un tax rate medio previsto al 36% nel 2002 che salirà poi al 38% a partire dal 2003 il Gruppo EI.En. realizzerà nel 2002 un utile netto di €2.3 mln (in linea con il 2001) che salirà a €4.6 mln nel 2004.

**Tabella 6. Conti Economici Semestrali Consolidati 2002 (mln €)**

EI.En.	Actual		Estimates	
	1H'02	2H'02	FY 2002	
<b>Fatturato</b>	<b>21.11</b>	<b>29.67</b>	<b>50.78</b>	
Altri ricavi	1.15	0.55	1.70	
<b>Totale Ricavi</b>	<b>22.26</b>	<b>30.22</b>	<b>52.48</b>	
Costi Operativi	(15.46)	(21.54)	(37.00)	
Costo del Personale	(4.23)	(4.87)	(9.10)	
<b>Margine Operativo Lordo (EBITDA)</b>	<b>2.57</b>	<b>3.81</b>	<b>6.38</b>	
<b>EBITDA Margin</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.9%</b>	<b>12.6%</b>	
Ammortamenti e Accantonamenti	(0.95)	(2.36)	(3.31)	
<b>Reddito Operativo (EBIT)</b>	<b>1.62</b>	<b>1.46</b>	<b>3.08</b>	
<b>EBIT Margin</b>	<b>7.7%</b>	<b>4.9%</b>	<b>6.1%</b>	
Proventi / (oneri) finanziari	0.28	0.32	0.60	
<b>Reddito ante imposte (PBT)</b>	<b>1.90</b>	<b>1.78</b>	<b>3.68</b>	
<b>PBT Margin</b>	<b>9.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>7.2%</b>	

Fonte: dati EI.En. e stime Twice



Tabella 7. Conto Economico Consolidato (mln €)

El.En.	Actuals		Estimates		
	2000A	2001A	2002E	2003E	2004E
Sistemi industriali	8.33	10.65	12.99	15.33	17.48
Laser Medicali	15.60	15.10	35.44	46.81	51.03
Ricerca	0.14	0.09	0.12	0.13	0.14
Assistenza	1.89	2.01	2.23	2.39	2.51
<b>Fatturato</b>	<b>25.96</b>	<b>27.84</b>	<b>50.78</b>	<b>64.66</b>	<b>71.15</b>
Altri ricavi	1.56	1.67	1.70	1.70	2.00
<b>Totale Ricavi</b>	<b>27.51</b>	<b>29.51</b>	<b>52.48</b>	<b>66.36</b>	<b>73.15</b>
Costi Operativi	(16.58)	(21.27)	(37.00)	(49.00)	(53.00)
Costo del Personale	(3.30)	(4.35)	(9.10)	(8.50)	(8.70)
<b>Margine Operativo Lordo (EBITDA)</b>	<b>7.63</b>	<b>3.90</b>	<b>6.38</b>	<b>8.86</b>	<b>11.45</b>
<b>EBITDA Margin</b>	<b>29.4%</b>	<b>14.0%</b>	<b>12.6%</b>	<b>13.7%</b>	<b>16.1%</b>
Ammortamenti e Accantonamenti	(1.38)	(1.30)	(2.50)	(3.00)	(3.00)
<b>Reddito Operativo Ret. (Ebit Adj)</b>	<b>6.25</b>	<b>2.59</b>	<b>3.88</b>	<b>5.86</b>	<b>8.45</b>
<b>EBIT Adj Margin</b>	<b>24.1%</b>	<b>9.3%</b>	<b>7.6%</b>	<b>9.1%</b>	<b>11.9%</b>
Ammortamento dell'avviamento	0.00	0.00	(0.81)	(0.81)	(0.81)
<b>Reddito Operativo (Ebit)</b>	<b>6.25</b>	<b>2.59</b>	<b>3.08</b>	<b>5.05</b>	<b>7.64</b>
<b>EBIT Margin</b>	<b>24.1%</b>	<b>9.3%</b>	<b>6.1%</b>	<b>7.8%</b>	<b>10.7%</b>
Proventi / (oneri) finanziari	0.15	1.19	1.00	0.70	1.00
Proventi / (oneri) straordinari	0.07	0.06	(0.40)	0.00	0.00
<b>Reddito ante imposte (PBT)</b>	<b>6.47</b>	<b>3.84</b>	<b>3.68</b>	<b>5.75</b>	<b>8.64</b>
<b>PBT Margin</b>	<b>24.9%</b>	<b>13.8%</b>	<b>7.2%</b>	<b>8.9%</b>	<b>12.1%</b>
Imposte sul reddito	(2.95)	(1.21)	(1.32)	(2.21)	(3.23)
Minorities	(0.53)	(0.36)	(0.02)	(0.50)	(0.79)
<b>Utile netto (NI)</b>	<b>3.00</b>	<b>2.28</b>	<b>2.33</b>	<b>3.04</b>	<b>4.61</b>
<b>NI Margin</b>	<b>11.6%</b>	<b>8.2%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.7%</b>	<b>6.5%</b>

Fonte: dati El.En. e stime Twice

**Tabella 8. Stato Patrimoniale Consolidato (mln €)**

El.En.	Actuals		Estimates		
	2000A	2001A	2002E	2003E	2004E
<b>Attivo Fisso Netto</b>	<b>6.71</b>	<b>6.87</b>	<b>18.68</b>	<b>17.87</b>	<b>17.06</b>
<b>Capitale Circolante Netto</b>	<b>7.73</b>	<b>12.06</b>	<b>18.79</b>	<b>21.98</b>	<b>24.90</b>
<b>Capitale Investito</b>	<b>14.44</b>	<b>18.94</b>	<b>37.47</b>	<b>39.86</b>	<b>41.97</b>
<b>Totale Fondi</b>	<b>1.85</b>	<b>2.05</b>	<b>3.73</b>	<b>3.73</b>	<b>3.73</b>
Capitale e Riserve	43.72	45.05	46.66	46.37	49.04
Minorities	1.31	1.71	6.91	6.91	6.91
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>45.04</b>	<b>46.76</b>	<b>53.57</b>	<b>53.28</b>	<b>55.95</b>
Attività Fin Breve	(32.45)	(29.87)	(19.83)	(17.16)	(17.71)
<b>Debiti Finanziari Netti (Cassa)</b>	<b>(32.45)</b>	<b>(29.87)</b>	<b>(19.83)</b>	<b>(17.16)</b>	<b>(17.71)</b>
<b>Passività e Patrimonio Netto</b>	<b>14.44</b>	<b>18.94</b>	<b>37.47</b>	<b>39.86</b>	<b>41.97</b>

Fonte: dati El.En. e stime Twice



**El.En.**

<b>BLOOMBERG CODE</b>	<b>ELN.IM</b>	<b>IPO date</b>	11-dic-00
<b>REUTERS CODE</b>	<b>ELN.MI</b>	<b>Market</b>	Nuovo Mercato
<b>REALTICK CODE</b>	<b>1gELN</b>		
<b>Last Price (10-ott-02)</b>	10.4	<b>Main Shareholder</b>	A. Cangioli (13.5%)
<b># shares (mln)</b>	4.6		
<b>Mkt Cap (€ mln)</b>	48.0	<b>Free float</b>	28.1%

Values per Share (€)	2000A	2001A	2002E	2003E	2004E
No. Ordinary Shares (mln)	4.60	4.60	4.60	4.60	4.60
EPS	0.65	0.49	0.51	0.66	1.00
EPS adjusted	0.65	0.49	0.71	0.85	1.15
CEPS	0.95	0.78	1.23	1.49	1.83
BVPS	9.79	10.16	11.65	11.58	12.16
Dividend ord.	0.00	0.20	0.20	0.35	0.40

Income Statement (€ mln)	2000A	2001A	2002E	2003E	2004E
Sales	25.96	27.84	50.78	64.66	71.15
EBITDA	7.63	3.90	6.38	8.86	11.45
EBIT	6.25	2.59	3.08	5.05	7.64
Pre-tax income	6.47	3.84	3.68	5.75	8.64
Net income	3.00	2.28	2.33	3.04	4.61
Adj. Net income	2.97	2.26	3.27	3.92	5.29

Balance Sheet (€ mln)	2000A	2001A	2002E	2003E	2004E
Fixed & LT Assets	6.71	6.87	18.68	17.87	17.06
Working Capital	7.73	12.06	18.79	21.98	24.90
Capital Employed	14.44	18.94	37.47	39.86	41.97
Net Debt (Cash)	-32.45	-29.87	-19.83	-17.16	-17.71
Funds	1.85	2.05	3.73	3.73	3.73
Net equity	45.04	46.76	53.57	53.28	55.95
Market Cap	48.02	48.02	48.02	48.02	48.02
Enterprise Value	15.58	18.15	28.20	30.87	30.31

Stock Market Ratios	2000A	2001A	2002E	2003E	2004E
P/E	16.2	21.3	14.7	12.3	9.1
P/CEPS	11.0	13.4	8.5	7.0	5.7
P/BVPS	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/Sales	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	2.0	4.7	4.4	3.5	2.6
EV/EBIT	2.5	7.0	9.2	6.1	4.0

Profitability and Financial Ratios	2000A	2001A	2002E	2003E	2004E
EBITDA Margin	29.4%	14.0%	12.6%	13.7%	16.1%
EBIT Margin	24.1%	9.3%	6.1%	7.8%	10.7%
Tax Rate	54%	41%	36%	47%	47%
Net Income Margin	11.6%	8.2%	4.6%	4.7%	6.5%
ROE	6.7%	4.9%	4.4%	5.7%	8.2%
D/E	-0.7	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3

Growth (%)	2000A	2001A	2002E	2003E	2004E
Sales		7.3%	82.4%	27.3%	10.0%
EBITDA		-48.9%	63.8%	38.8%	29.3%
EBIT		-58.5%	18.5%	64.2%	51.4%
Pretax income		-40.6%	-4.4%	56.4%	50.3%
Net income		-24.2%	2.6%	30.1%	51.9%



Ai sensi dell'articolo 69 del regolamento Consob n. 11971/99 si evidenzia che la presente ricerca è stata redatta da un soggetto che non ha un proprio specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari ed alle operazioni finanziarie oggetto di analisi.