



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				x	%
2000	25,96	7,63	6,25	3,00	1,41	4,79	5,84	17,55	1,75
2001	27,84	3,90	2,59	2,27	0,80	5,69	8,55	23,17	1,75
2002E	51,51	6,67	3,89	2,39	0,54	4,19	7,19	22,92	1,68
2003E	63,36	9,59	6,17	3,56	0,47	3,09	4,80	15,35	1,77
2004E	70,96	10,88	7,05	4,12	0,41	2,70	4,16	13,28	2,10

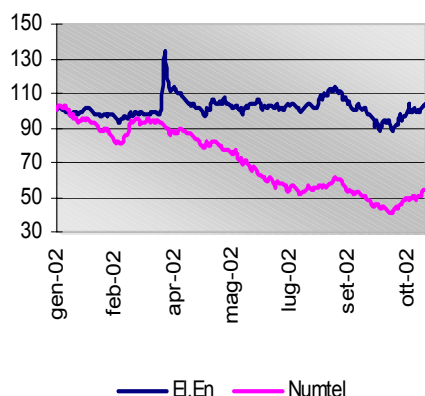
Fonte: El.En. e Banca Aletti & C. SpA

Prezzo al 05/11/02 (in €)	11,887
Mkt cap (mln €):	54,68
N° azioni (mln):	4,6
Min – Max (52 sett. in €):	10,00-16,80
Indice Nuovo Mercato:	1.346

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. è leader nel mercato italiano dei laser e tra i principali operatori in Europa. Opera nella progettazione, produzione e distribuzione di sorgenti e sistemi laser destinati ad una varietà di segmenti applicativi.
- Nel giugno del 2002 è stata realizzata l'acquisizione di Cynosure Inc., società statunitense, attiva nella progettazione, produzione e vendita di sistemi laser per il settore medicale.
- Grazie anche al contributo di Cynosure (consolidata nel bilancio per soli due mesi), il fatturato del primo semestre registra un incremento del 56,9%, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, con un aumento a "due cifre" su tutti i segmenti di attività.
- Nel primo semestre il segmento dei laser medicali ed estetici, in cui la neoacquisita è attiva, incide sul fatturato per il 56,7%, con un incremento delle vendite del 62,2%.
- Il settore dei laser industriali vede un incremento delle vendite del 27,1%, favorito in particolare dalle attività di marcatura e taglio.
- Il MOL si attesta a € 2,584 mln, in crescita del 40,5%, incidendo per il 12,2% sul fatturato (13,7% nel primo semestre 2001).
- Il reddito operativo registra un incremento del 30,3% ed è pari a € 1,645 mln Il ROS è pari al 7,8% (9,4% nel primo semestre 2001).
- Il risultato netto del Gruppo del primo semestre risulta pari a € 0,849 mln, in calo del 30%, per effetto del carico fiscale.
- Manteniamo il rating "buy" raggiungibile nel lungo periodo ed indichiamo il target price di € 16,50 ottenuto attraverso l'applicazione del metodo finanziario (Dcf) e, a titolo di controllo, del metodo a multipli di mercato.

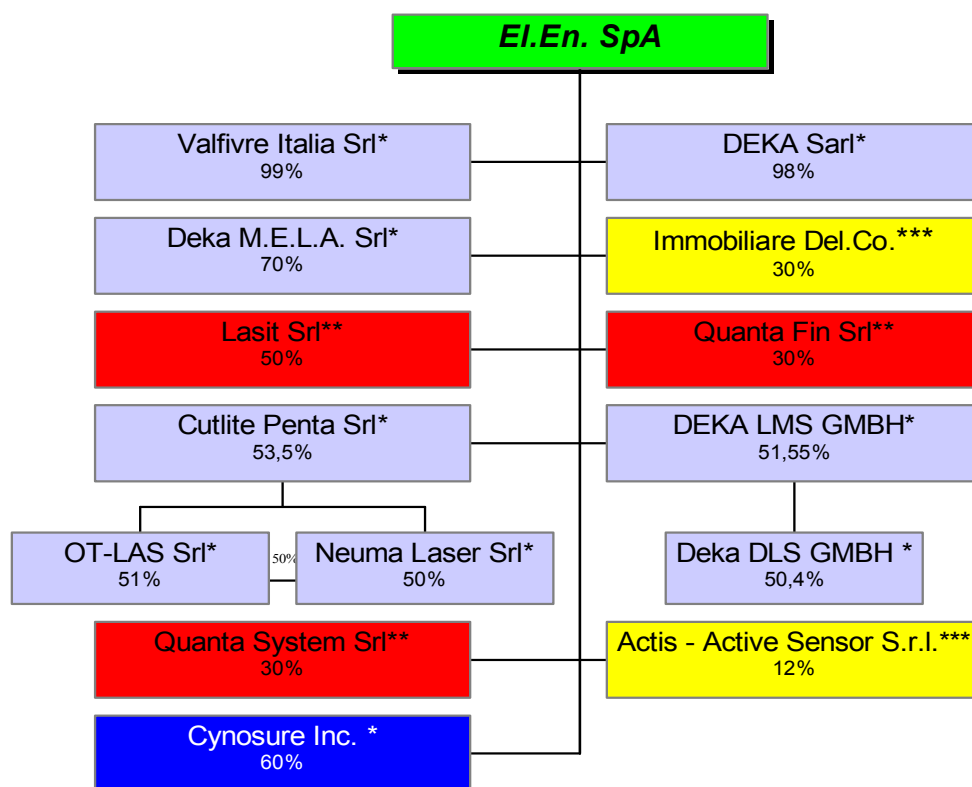
6 novembre 2002

Silvia Locatelli (02-43358121)
silvia.locatelli@alettibank.it

STRUTTURA DEL GRUPPO

La struttura del Gruppo e l'area di consolidamento si sono modificate nel corso del primo semestre 2002 per effetto (i) dell'acquisizione di Cynosure Inc., società americana leader nella progettazione, produzione e vendita di sistemi laser per il settore medicale, e (ii) del consolidamento di DEKA – DLS GmbH, costituita nel gennaio 2002 in Germania, attiva nella distribuzione di sistemi laser per il settore dentale.

Grafico 1 - Struttura del gruppo al 30 giugno 2002



* Consolidate integralmente

** Consolidate a patrimonio netto

*** Mantenate al costo

Fonte: El.En S.p.A.

L'acquisizione del 60% delle azioni di Cynosure Inc., è stata definita lo scorso 6 maggio. L'operazione ha comportato l'esborso di € 10,994 mln: la seconda parte del pagamento sarà calcolata in base al fatturato del 2002 di Cynosure e, alle condizioni attuali, dovrebbe essere pari a \$ 1,916 mln.

La società, con sede e stabilimento nel Massachussets (USA), è presente anche in Francia, Germania, Regno Unito, Giappone e Repubblica Popolare Cinese.

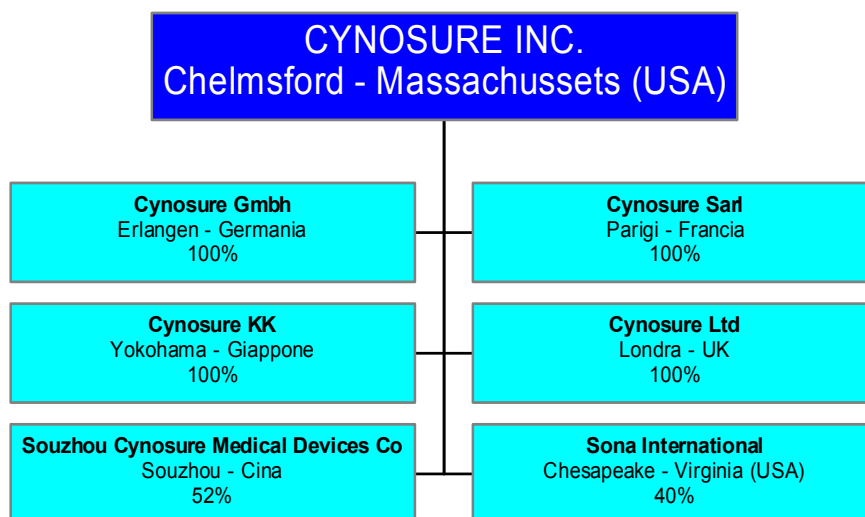
Attiva nel settore della produzione e vendita di sistemi laser per applicazioni medicali ed estetiche, Cynosure produce laser a coloranti per applicazioni vascolari ed alessandrite per l'epilazione.

L'operazione risulta di notevole importanza, considerate la dimensione e la qualità della produzione della neoacquisita.

Cynosure Inc. detiene partecipazioni, per lo più di controllo, in società operanti nel mercato dei laser a livello mondiale. Il grafico sottostante illustra la struttura del Gruppo Cynosure.

L'acquisizione
di Cynosure
Inc.

Grafico 2 - Struttura del gruppo Cynosure



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

IL PRIMO SEMESTRE 2002

Il primo semestre 2002 comprende, per due mesi, i risultati della neo-acquisita Cynosure Inc. Le tabelle sottostanti riportano le principali voci di conto economico: i risultati vengono presentati anche escludendo Cynosure, in modo da rendere possibile il confronto con lo stesso periodo dell'esercizio precedente.

Tab.1 - Consolidato I semestre 2001 e I semestre 2002 a confronto (incluso Cynosure)		
Euro/mln	I semestre 2001	I semestre 2002
Fatturato	13,458	21,113
<i>% crescita</i>	<i>4,5%</i>	<i>56,9%</i>
Valore della produzione	14,435	22,202
<i>% crescita</i>	<i>3,0%</i>	<i>53,8%</i>
Margine di contribuzione lordo	6,642	10,303
<i>% crescita</i>	<i>-12,4%</i>	<i>55,1%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>49,4%</i>	<i>48,8%</i>
Costi per servizi e oneri operativi	2,657	3,487
<i>% crescita</i>	<i>47,4%</i>	<i>31,2%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>19,7%</i>	<i>16,5%</i>
Costi per il personale	2,145	4,231
<i>% crescita</i>	<i>33,2%</i>	<i>97,3%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>15,9%</i>	<i>20,0%</i>
Margine operativo lordo	1,840	2,584
<i>% crescita</i>	<i>-55,9%</i>	<i>40,5%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>13,7%</i>	<i>12,2%</i>
Ammortamenti e accantonamenti	0,578	0,939
<i>% crescita</i>	<i>121,5%</i>	<i>62,5%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,4%</i>
Reddito operativo (EBIT)	1,262	1,645
<i>% crescita</i>	<i>-67,7%</i>	<i>30,3%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>9,4%</i>	<i>7,8%</i>
Risultato della gestione ordinaria	1,900	1,820
<i>% crescita</i>	<i>-51,3%</i>	<i>-4,2%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>14,1%</i>	<i>8,6%</i>
Risultato ante imposte	1,996	1,931
<i>% crescita</i>	<i>-48,8%</i>	<i>-3,3%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>14,8%</i>	<i>9,1%</i>
Imposte sul reddito	667	866
<i>% crescita</i>	<i>-62,2%</i>	<i>29,9%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>4,96%</i>	<i>4,10%</i>
Risultato netto del Gruppo	1,213	0,849
<i>% crescita</i>	<i>-33,8%</i>	<i>-30,0%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>9,0%</i>	<i>4,0%</i>

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

Il fatturato registra un incremento del 56,9% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, testimoniando la vitalità che caratterizza il Gruppo ed il decisivo contributo di Cynosure.

Il margine operativo lordo si attesta a € 2,584 mln, in crescita del 40,5%. Il risultato netto risulta pari a € 0,849 mln.

Fatturato in forte crescita: +57%

Tab.2- Consolidato I semestre 2001 e I semestre 2002 a confronto (escluso Cynosure)

Euro/mln	I semestre 2001	II semestre 2002
Fatturato	13,458	17,082
<i>% crescita</i>	<i>4,5%</i>	<i>26,9%</i>
Valore della produzione	14,435	18,096
<i>% crescita</i>	<i>3,0%</i>	<i>25,4%</i>
Margine di contribuzione lordo	6,642	8,046
<i>% crescita</i>	<i>-12,4%</i>	<i>21,1%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>49,4%</i>	<i>47,1%</i>
Costi per servizi e oneri operativi	2,657	2,716
<i>% crescita</i>	<i>47,4%</i>	<i>2,2%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>19,7%</i>	<i>15,9%</i>
Costi per il personale	2,145	2,783
<i>% crescita</i>	<i>33,2%</i>	<i>29,7%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,3%</i>
Margine operativo lordo	1,840	2,548
<i>% crescita</i>	<i>-55,9%</i>	<i>38,5%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,9%</i>
Ammortamenti e accantonamenti	0,578	0,664
<i>% crescita</i>	<i>121,5%</i>	<i>14,9%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>4,3%</i>	<i>3,9%</i>
Reddito operativo (EBIT)	1,262	1,884
<i>% crescita</i>	<i>-67,7%</i>	<i>49,3%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>9,4%</i>	<i>11,0%</i>
Risultato della gestione ordinaria	1,900	2,052
<i>% crescita</i>	<i>-51,3%</i>	<i>8,0%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>14,1%</i>	<i>12,0%</i>
Risultato ante imposte	1,996	2,181
<i>% crescita</i>	<i>-48,8%</i>	<i>9,2%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>14,8%</i>	<i>12,8%</i>
Imposte sul reddito	667	894
<i>% crescita</i>	<i>-62,2%</i>	<i>34,0%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>4,96%</i>	<i>5,23%</i>
Risultato netto del Gruppo	1,213	1066
<i>% crescita</i>	<i>-33,8%</i>	<i>-12,1%</i>
<i>% del fatturato</i>	<i>9,0%</i>	<i>6,2%</i>

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

In ogni settore di attività, il Gruppo registra una crescita a due cifre.

Il segmento dei laser medicali ed estetici, grazie anche al contributo di Cynosure (che è consolidata solo per due mesi), registra un incremento del fatturato del 62,2%, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Le vendite incidono per il 56,7% su quelle totali.

Importante è l'attività dei laser per sistemi industriali che contribuisce per il 30,7% al fatturato totale. Nel semestre di riferimento le vendite sono cresciute del 27,1%: risultato positivo tenuto conto della non favorevole congiuntura di settore.

L'acquisizione di Cynosure porta inoltre ad una maggiore presenza nei mercati internazionali, quello statunitense in particolare.

La suddivisione del fatturato per segmenti di attività e per aree geografiche risulta come segue.

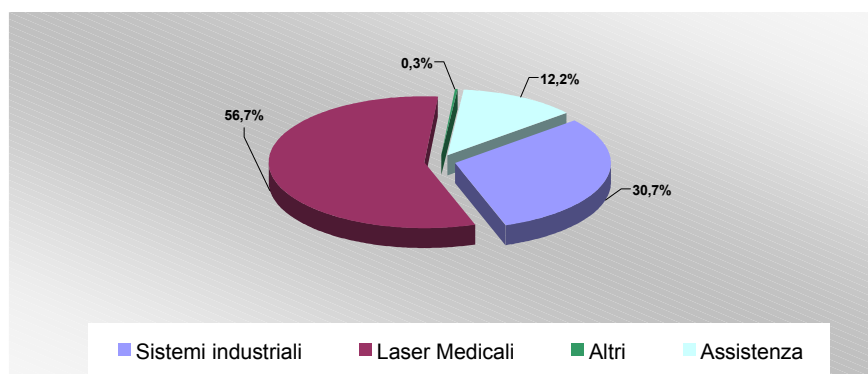
Tab. 3- Suddivisione fatturato per area di business e per area geografica incluso Cynosure

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	7.840	37,1	140,0
Totale	13.458	100,0	21.113	100,0	56,9

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

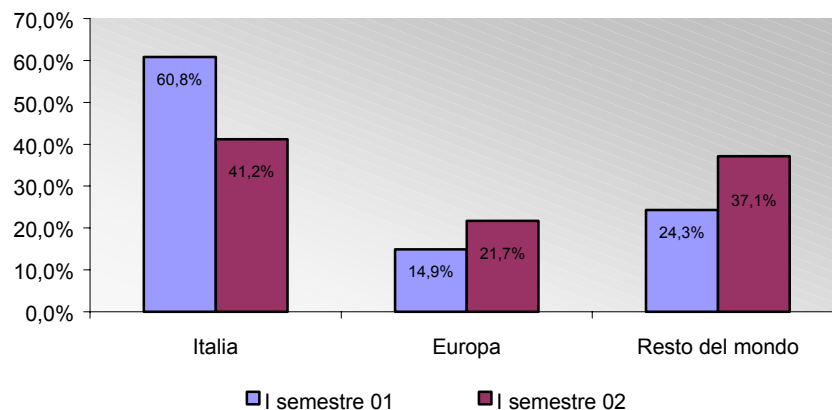
Nei grafici sottostanti evidenziamo la suddivisione del fatturato per attività ed aree geografiche, tenendo conto di Cynosure.

Grafico 3- Suddivisione fatturato per settori di attività incluso Cynosure



Fonte: nostra elaborazione su dati El.En. S.p.A.

Grafico 4- Suddivisione fatturato per aree geografiche incluso Cynosure



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

Nel settore dei laser medicali ed estetici, Cynosure è presente nell'estetica (+73,3%) e nella dermatologia, ricompresa nel segmento "altri" (+203,8%). In quest'ultima area, la società americana è attiva con i sistemi a coloranti.

Il fatturato realizzato nel segmento medicale-estetico, risulta così suddiviso:

Il settore medicale-estetico, incide per il 56,7% sul fatturato

Tab.4 - 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.

L'incremento (27,1%) registrato dal settore dei laser industriali, è favorito dagli ottimi risultati dei segmenti del taglio e della marcatura che segnano rispettivamente un incremento del 13,5% e dell'88,6%. Il laser industriale si conferma quale strumento per diversi campi di applicazione: lavorazione del legno, restauro di opere d'arte, lavorazione del pellame e dei tessuti.

Il settore dei laser industriali

Una decisa attività di marketing e la presenza di distributori per l'estero, hanno dato il loro contributo al sostegno delle vendite, consentendo una diffusione della conoscenza dei campi di applicazione.

La successiva tabella mostra lo spaccato del fatturato nel settore industriale.

Tab.5 - Ripartizione del fatturato del 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.

Il margine di contribuzione lordo si attesta a € 10,303 mln, con un'incidenza sui ricavi del 48,8% rispetto al 49,4% dell'analogo periodo dell'esercizio precedente.

In crescita i costi per servizi e oneri operativi (31,2%) a causa delle spese di marketing e di ricerca: il peso sul fatturato tuttavia si riduce rispetto al primo semestre 2001.

Le spese del personale sono legate all'incremento del numero dei dipendenti, dopo il contributo delle società entrate nell'area di consolidamento, in particolare Cynosure, con 119 unità.

Il margine operativo lordo, con un crescita del 40,5% rispetto al primo semestre 2001, raggiunge € 2.584 mln. Nonostante l'incremento in valore assoluto, il margine sul fatturato risulta penalizzato, passando al 12,2% dal 13,7%.

Gli ammortamenti ed accantonamenti crescono del 62,5%, anche per l'ammortamento della differenza di consolidamento a seguito dell'acquisizione di Cynosure.

Mol in crescita del 40,5%.

ROS del 7,8%

Il reddito operativo, pari a € 1,645 mln, cresce in termini assoluti del 30,3%, mentre il ROS scende al 7,8% rispetto al 9,4% nel primo semestre 2001.

La gestione finanziaria è positiva ma in forte calo (a € 175 mln da € 638 mln del primo semestre 2001) per effetto della riduzione dei tassi di interesse, dell'utilizzo di una parte consistente della liquidità per l'operazione Cynosure e di differenze cambi negative registrate per il calo del dollaro.

Le imposte sul reddito accusano un incremento del 29,9%, a seguito della modifica della disciplina DIT. Il risultato netto del Gruppo si attesta perciò a € 0,849 mln, in calo del 30,0% sul primo semestre 2001.

Dal lato
patrimoniale

La posizione finanziaria netta nel semestre risulta positiva per € 22,536 mln, in diminuzione a seguito dell'esborso di € 10,994 mln dovuto all'acquisizione di Cynosure. La liquidità nel periodo è stata inoltre assorbita per € 274.000 dall'acquisizione del 30% dell'Immobiliare Del.Co. S.r.l.

Tab. 6 - Posizione finanziaria netta

Euro/000	31/12/2001	30/06/2002
Debiti fin. a medio e lungo termine	(2.249)	(2.189)
Indebitamento fin. a medio e lungo termine	(2.249)	(2.189)
Debiti finanziari a breve	(357)	(927)
Disponibilità liquide	32.478	25.652
Posizione finanziaria netta a breve	32.121	24.725
Totale disponibilità finanziarie nette	29.872	22.536

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

Previsioni
2002-2004

Considerando le stime per il triennio 2002-2004, indicate nel precedente studio, che già tenevano conto delle nuove prospettive di crescita, si rivede al ribasso la stima di utile netto a causa del nuovo impatto fiscale.

Infatti, sulla base del carico fiscale registrato nel primo semestre, imputabile a modifiche normative, si è ritenuto opportuno alzare il livello di tax rate al 42 % per il triennio 2002-2004 (si veda l'allegato in calce al presente studio).

La tabella sottostante riporta le nostre stime del fatturato suddiviso per segmenti di attività: è evidente una netta prevalenza del settore medicale, dove Cynosure è attiva.

Tab. 7 - 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,%	63,36	23,0%	100,0%	70,96	12,0%	100,0%

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

Di seguito riportiamo il fatturato previsto a livello consolidato ed i margini reddituali per il periodo 2001-2004, sia in termini assoluti che in percentuale.

Tab. 8 - 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	85,3%	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)	2,4	3,5	4,1	-	-	4,6%	5,6%	5,8%

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

LA VALUTAZIONE

Come metodologia principale di valutazione abbiamo utilizzato il metodo finanziario DCF e, a titolo di controllo, il metodo dei multipli di mercato.

Le ipotesi sottostanti al DCF, applicato per un periodo di 5 anni, sono:

- Tasso free risk=4,8%
- Tasso risk premium=4,3%
- Beta=0,81
- Costo medio del capitale=7,9%

II DCF

Per il calcolo del valore residuo si considera un tasso di crescita di lungo dell'1%, anche in considerazione 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.

I risultati del calcolo del DCF sono riportati nella sottostante tabella n.9.

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

Ipotesi		Valore d'azienda	
N. di anni considerati	5	Free Cash Flow attualizzato	10,32
Beta	0,81	+ Terminal Value attualizzato	46,09
Tasso Free risk	4,8%	Valore totale	56,41
Market premium	4,3%	- Debito netto(Ind. netto)	-30,05
Costo medio del capitale	7,9%	Valore economico	86,46
Tasso di crescita atteso	1,0%	N° azioni /1000	4.600
		Valore per azione (in euro)	18,80

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

Sulla base delle nostre ipotesi, il prezzo obiettivo del titolo, derivante dall'applicazione del modello DCF, risulta pari a € 18,80.

Tab. 10 - Analisi di sensitività

Wacc/g	0,5%	1,0%	1,5%
7,45%	18,97	19,82	20,08
7,95%	18,08	18,80	19,63
8,45%	17,29	17,91	18,62

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

L'analisi di sensitività mostra come il prezzo obiettivo oscilla in un range compreso tra € 17,29 e € 20,08.

I multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato è utilizzato quale criterio valutativo di controllo. Da sottolineare, come già indicato nei precedenti studi, la difficoltà d'individuare veri e propri *comparables* per il gruppo El.En.

Non esistono infatti società, italiane o estere, attive in entrambi i segmenti di attività (medicale-estetico ed industriale) in cui opera El.En: tali realtà presentano inoltre livelli di capitalizzazione e fatturato maggiori.

Ciò premesso, abbiamo comunque individuato un campione di riferimento, di seguito esposto, di nove società, di cui una italiana, due appartenenti al mercato tedesco e le restanti statunitensi.

Nella tabella n.11 vengono indicati i valori del P/E ed EV/Fatturato delle società del campione di riferimento.

Tab.11 - Multipli di borsa

	P/E	EV/Fatturato
Coherent Inc	56,10	0,95
Lumenis LTD	20,00	0,72
Excel Technology Inc.	23,13	2,18
Candela Corp.	22,80	0,53
Palomar Medical Technologies	n.a	n.a.
Prima Industrie SPA	n.a	n.a
Carl Zeiss Meditec AG	neg.	1,18
Lambda Physik AG	112,69	0,84
Laserscope	92,95	1,50
Media	30,51	1,13
Mediana	22,97	0,95
El.En. (multipli 2002 a pr. correnti)	22,92	0,54
El.En. (multipli 2002 utilizzando pr. obiettivo)	31,81	0,95

Fonte: elaborazione Banca Aletti su dati Bloomberg. Ultimi prezzi disponibili al 06 novembre 2002

Nel calcolo dei valori di media e mediana del P/E si sono escluse Lambda Physic e Laserscope che presentano valori di P/E lontani dalla media del campione, e Carl Zeiss caratterizzata da un P/E negativo. Considerata poi la dispersione che caratterizza i multipli delle società, abbiamo poi preso a riferimento i valori mediani.

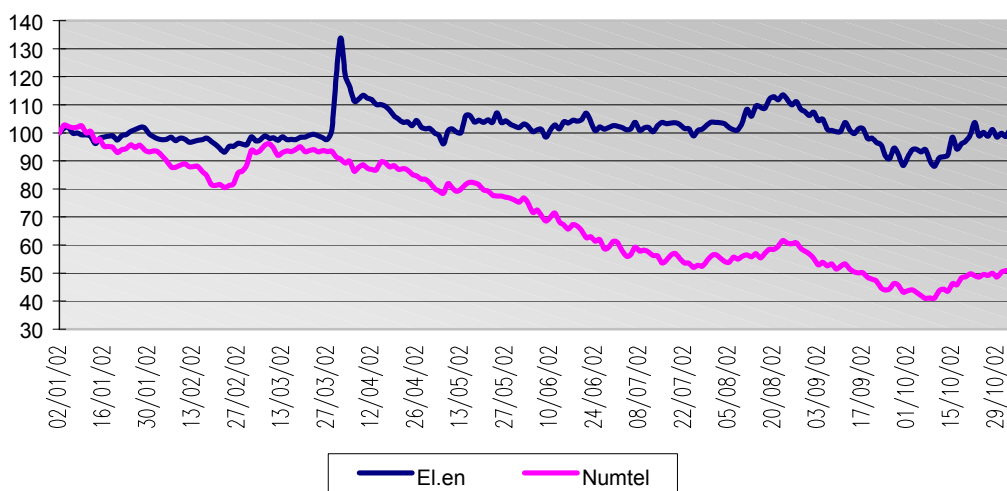
Applicando tali multipli ai dati previsionali 2002 della Società si ottiene un valore compreso tra € 11,91 e € 16,48.

Attraverso i due metodi di valutazione, confermiamo il rating BUY con un target price di € 16,50 raggiungibile nel lungo periodo.

ANDAMENTO DI BORSA

La performance del titolo da inizio anno (+3,55 % al 5 novembre 2002) è stata nettamente migliore a quella registrata dal Numtel, che ha fatto registrare una flessione di oltre il 45%. Il massimo nelle ultime 52 settimane è stato raggiunto il 3 aprile 2002 a € 16,80 mentre il minimo è stato toccato il 9 ottobre 2002 a € 10,00.

Grafico 5 - Andamento El.En. e indice Nuovo Mercato da inizio 2002



Fonte: Bloomberg

La tabella seguente riporta i controvalori e gli scambi medi giornalieri da inizio 2002, per mese di quotazione.

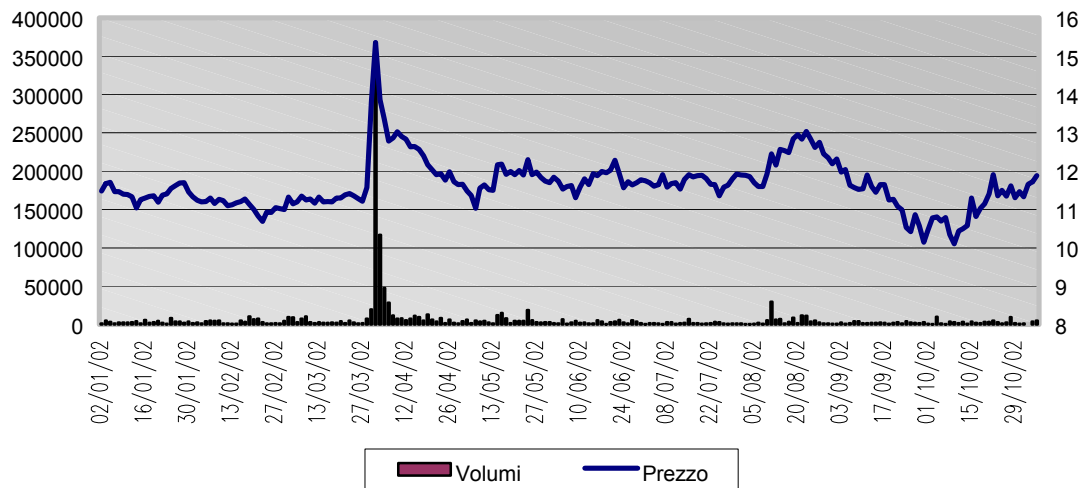
Tab. 12 - Volumi medi giornalieri da inizio anno

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	24.510	2.178
Ottobre 2002	31.619	2.850
Novembre 2002	33.811	2.861
Media	78.844	6.070

Fonte: nostra elaborazione su dati Bloomberg

Il grafico sottostante riporta l'andamento di prezzi e volumi da inizio 2002.

Grafico 6 - 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)	(1,87)	(2,87)	(3,27)
Risultato di terzi	(0,53)	(0,36)	(0,20)	(0,40)	(0,40)
Utile di competenza del gruppo	3,00	2,27	2,39	3,56	4,12
<i>% crescita</i>	4,3%	-24,3%	4,9%	49,3%	15,6%
<i>% del fatturato</i>	11,6%	8,2%	4,6%	5,6%	5,8%
Cash flow	3,88	3,37	4,70	6,41	7,31
<i>% crescita</i>	16,9%	-13,0%	39,6%	36,3%	14,4%
<i>% del fatturato</i>	14,9%	12,1%	9,1%	10,1%	10,3%

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

Ratio analysis	2000	2001	2002E	2003E	2004E
Indici reddituali					
ROE %	6,87	5,05	5,13	7,25	7,87
ROCE %	49,67	15,51	12,29	17,67	17,48
Utile/fatturato %	11,53	8,10	4,60	5,60	5,80
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	8,80	10,09	10,27
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	0,52	0,77	0,89
CFPS	0,65	0,49	1,02	1,39	1,59
CFPS rettificato	0,84	0,73	0,99	1,39	1,58
BVPS	9,51	9,79	10,11	10,69	11,37
Prezzo Euro	11,887				
P/E rettificato	17,55	23,17	22,92	15,35	13,28
P/CF rettificato	13,64	15,73	12,06	8,55	7,50
P/BV	1,21	1,17	1,18	1,11	1,05
DIV	0,20	0,20	0,20	0,21	0,25
EV/Sales	1,41	0,80	0,54	0,47	0,41
EV/Ebitda	4,79	5,69	4,19	3,09	2,70
EV/Ebit	5,84	8,55	7,19	4,80	4,16
Yield	1,75%	1,75%	1,68%	1,77%	2,10%
Dividendi	0,92	0,92	0,92	0,97	1,15
Pay-out %	30,63	40,44	38,56	27,12	27,93
Tax rate %	45,49	31,46	42,00	42,00	42,00

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

Note

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 A PARTIRE DAL 6 NOVEMBRE 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 MEDIANTE TRASMISSIONE DI SUPPORTI CARTACEI OVVERO DI FORMATI ELETTRONICI NON MODIFICABILI.