



# 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	x	x	x	%
2001	27,84	3,90	2,59	2,28	1,44	9,67	14,52	30,81	1,31
2002E	54,14	7,05	3,97	2,13	0,81	6,24	11,07	32,92	1,64
2003E	73,09	7,06	3,81	2,04	0,71	7,36	13,65	34,34	1,64
2004E	81,86	9,80	6,32	3,47	0,67	5,59	8,67	20,22	1,64
2005E	90,86	11,54	7,92	4,38	0,58	4,54	6,62	16,03	1,64

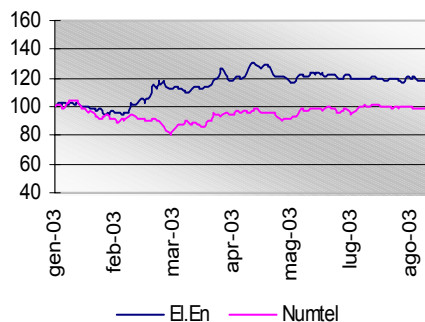
Fonte: El.En.S.p.A. e Banca Aletti

Prezzo al 14/08/03 (€)	15,25
Mkt cap (mln €):	70,15
N° azioni (mln):	4,6
Min - Max (52 sett. in €):	10,00-17,40
Indice Nuovo Mercato:	1295

**Maggiori azionisti:** A. Cangioli 13,52%; F. Muzzi 10,56%; G. Clementi 10,56%; B. Bazzocchi 10,56%; MPS Merchant 10,08%; Imm. del Ciliegio 6,71%; altri 12,08%.

Mercato 25,91%

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



18 Agosto 2003

- Il Gruppo El.En., leader italiano e tra i più importanti operatori in Europa, progetta, produce e distribuisce sorgenti e sistemi laser. I prodotti sono apparecchiature che trovano applicazione nei campi medicale-estetico ed industriale.

- Il posizionamento geografico extra europeo si è rafforzato con l'acquisizione di Cynosure, avvenuta oltre un anno fa.

- Nel secondo trimestre è continuata l'espansione del Gruppo, attraverso l'acquisizione di due società. Il contributo al consolidato dei risultati di Lasercut e di Asclepion ha permesso di contrastare il calo delle vendite del segmento industriale.

- Il secondo trimestre ha registrato un fatturato di € 17,2 mln; il primo semestre si è chiuso a € 30,2 mln.

- I margini sono risultati in contrazione a causa della pesante incidenza dei costi. Il Mol al 30 giugno si è attestato a € 1,48 mln, il 4,9% del fatturato; si registra una perdita operativa per € 0,15 mln.

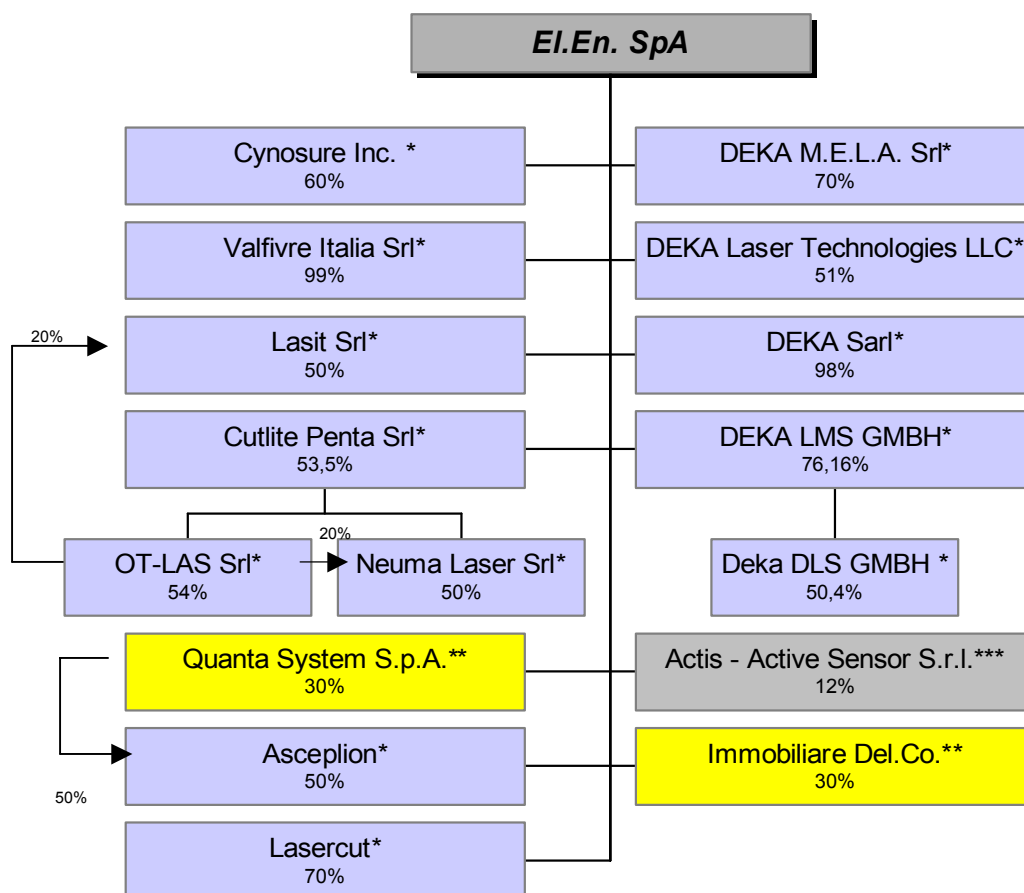
- Il primo semestre si è chiuso con un utile prima delle imposte di € 0,59 mln.

- Confermiamo la raccomandazione buy, con target a € 19,50 ottenuto attraverso il metodo finanziario dei flussi di cassa scontati e dei multipli di mercato.

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

**STRUTTURA DEL GRUPPO**

**Grafico 1 – Struttura del gruppo**



- \* Consolidate integralmente
- \*\* Consolidate a patrimonio netto
- \*\*\* Mantenuite al costo

Fonte: El.En S.p.A.

**OPERAZIONI AVVENUTE NEL TRIMESTRE**

**Acquisto del 70% di Lasercut.** La società americana con sede a Branford (Connecticut) attiva nella progettazione, produzione e vendita di sistemi laser per il taglio di metalli e fustelle, è stata acquisita nello scorso aprile. L’operazione ha comportato un esborso pari a \$ 0,5 mln relativi all’acquisizione di una partecipazione del 70% e \$ 0,8 mln, a titolo di caparra, per l’acquisto dell’immobile in cui Lasercut svolge la propria attività, oltre all’erogazione di un finanziamento di \$ 0,7 mln. L’obiettivo di breve termine prevede che Lasercut possa integrare le sorgenti prodotte da El.En sulle proprie apparecchiature e distribuire in USA i macchinari di Cutlite Penta, Ot-Las e Lasit.

**100% di Asceplion.** Nello scorso maggio El.En. ha concluso la trattativa per l’acquisto delle attività dermatologiche della Asceplion Laser Technologies GmbH, detenute dalla società tedesca Carl Zeiss Meditec AG. All’operazione ha preso parte anche la partecipata di El.En. (al 30%) Quanta System, che è titolare del restante 50% della Asceplion. La società tedesca è attiva nella produzione di apparecchiature laser utilizzate

nel campo dell'estetica (depilazione), della dermatologia e dell'odontoiatria.

Il costo dell'operazione risulta pari a € 2,5 mln ed il pagamento sarà completato alla fine del 2003.

**Aumento partecipazione in DEKA LMS GMBH.** La capogruppo ha rafforzato la propria partecipazione nella società, portando la quota al 76,6%, al costo di € 520.000.

E' stato inoltre effettuato il pagamento della seconda tranche relativa all'operazione Cynosure, per \$ 1,493 mln.

## II TRIMESTRE 2003

**Tab.1 – Conto Economico Consolidato**

Euro/ mln	II Trimestre 2002	II Trimestre 2003	I Semestre 2002	I Semestre 2003
<b>Fatturato</b>	<b>13,483</b>	<b>17,192</b>	<b>21,113</b>	<b>30,189</b>
% crescita		27,5%		43,0%
<b>Valore della produzione</b>	<b>14,304</b>	<b>19,918</b>	<b>22,202</b>	<b>34,960</b>
% crescita		39,2%		57,5%
<b>Margine di contribuzione lordo</b>	<b>6,676</b>	<b>8,718</b>	<b>10,303</b>	<b>15,965</b>
% crescita		30,6%		55,0%
% del fatturato	49,5%	50,7%	48,8%	52,9%
<b>Costi per servizi e oneri oper.</b>	<b>(2,354)</b>	<b>(3,427)</b>	<b>(3,487)</b>	<b>(6,405)</b>
% crescita		45,6%		83,7%
% del fatturato	17,5%	19,9%	16,5%	21,2%
<b>Costi per il personale</b>	<b>(2,919)</b>	<b>(4,373)</b>	<b>(4,231)</b>	<b>(8,078)</b>
% crescita		49,8%		90,9%
% del fatturato	21,6%	25,4%	20,0%	26,8%
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>1,404</b>	<b>0,918</b>	<b>2,584</b>	<b>1,481</b>
% crescita		-34,6%		-42,7%
% del fatturato	10,4%	5,3%	12,2%	4,9%
<b>Ammort. e accant.</b>	<b>(0,586)</b>	<b>(0,847)</b>	<b>(0,939)</b>	<b>(1,632)</b>
% crescita		44,46%		73,8%
% del fatturato	4,3%	4,9%	4,4%	5,4%
<b>Reddito operativo (EBIT)</b>	<b>0,817</b>	<b>0,070</b>	<b>1,645</b>	<b>(0,151)</b>
% crescita		-91,4%		-
% del fatturato	6,1%	0,4%	7,8%	(0,5%)
<b>Risultato della gestione ord.</b>	<b>0,817</b>	<b>0,062</b>	<b>1,820</b>	<b>(0,056)</b>
% crescita		-92,4%		-
% del fatturato	6,1%	0,4%	8,6%	(0,2%)
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>0,941</b>	<b>(0,024)</b>	<b>1,931</b>	<b>0,588</b>
% crescita		-102,4%		-69,5%
% del fatturato	7,0%	(10,8%)	9,1%	1,9%

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

Cynosure è stata consolidata a partire dal mese di maggio 2002, per cui il primo semestre dello scorso esercizio considerava i risultati della controllata americana solo per due mesi.

Nel secondo trimestre 2003 il fatturato risulta pari a € 17,19 mln, in crescita del 27,5% rispetto allo stesso periodo del 2002. Il primo semestre 2003, con un fatturato di € 30,19 mln, mostra una crescita del 43%, dovuta in larga parte al contributo di Cynosure (+14% senza Cynosure).

I costi per servizi ed oneri operativi, comprensivi anche delle spese di pubblicità, si attestano a € 6,41 mln. L'aumento di questo aggregato di costo dipende anche dalle nuove attività acquisite e dalla ristrutturazione delle stesse (Cynosure, Asceplion e Lasercut) e dall'avviamento di Deka Laser Technologies.

Con l'incremento del numero dei dipendenti – pari a 366 rispetto a 295 alla fine del 2002 – a seguito delle recenti acquisizioni, le spese per il personale salgono a € 8,078 mln, mostrando un incremento del 91%; l'incidenza sul fatturato passa al 27% dal 20%.

I margini reddituali risultano in decisa contrazione. Il margine operativo lordo, pari a € 1,48 mln rispetto a € 2,58 mln, è in calo del 43% con un'incidenza sul fatturato che passa al 5% dal 12%.

Gli ammortamenti ed accantonamenti sono in crescita del 74% rispetto allo stesso periodo dell'esercizio precedente. Tale crescita è riferibile sia alla contabilizzazione degli ammortamenti dell'avviamento di Cynosure e Lasercut sia al fatto che Cynosure, svolgendo attività di noleggio di apparecchiature per depilazione, sostiene un volume di investimenti, e quindi di ammortamenti, superiore a quello sostenuto dal Gruppo prima dell'acquisizione della società americana.

Si registra pertanto una perdita operativa nei primi sei mesi di € 0,15 mln.

L'utile ante imposte si attesta tuttavia su valori positivi ed è pari a € 0,59 mln. Tale risultato si deve alle rettifiche di valore positive per € 0,645 mln, derivanti in larga parte dal contributo di Sona International e Sona Laser Centers. Le due società collegate sono attive nel settore dei centri di depilazione; i sistemi laser utilizzati sono concessi in locazione da Cynosure con la formula del "revenue sharing".

**Tab. 2- Suddivisione fatturato per segmento di attività**

Euro/000	I Semestre 2002	Incidenza	I Semestre 2003	Incidenza	Variazione 02/03
Industriale	6.481	30,7%	6.338	21,0%	-2,2%
Medicale/estetico	11.975	56,7%	18.524	61,36%	54,7%
Ricerca	73	0,4%	76	0,3%	4,7%
Assistenza	2.584	12,2%	5.251	17,4%	103,2%
<b>Totale</b>	<b>21.113</b>		<b>30.189</b>		<b>43,0%</b>

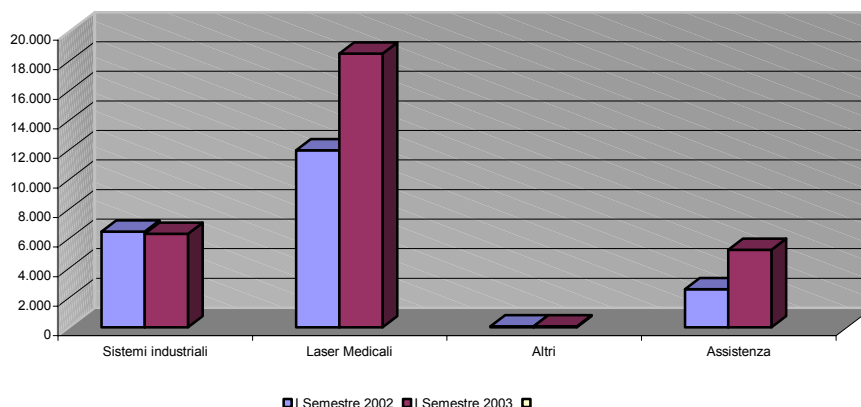
Fonte: dati El.En. S.p.A.

Il fatturato derivante dai laser medicali si mantiene su elevati tassi di crescita grazie ai nuovi prodotti, nell'estetica e nel dentale, posti sul mercato, oltre che al contributo di Cynosure e della controllata Asceplion (acquisita recentemente al 50% con Quanta System). L'incidenza sulle vendite totali supera il 60%.

Il settore dei laser industriali appare invece in difficoltà: la congiuntura poco favorevole ha colpito nel primo semestre 2003 le vendite del Gruppo che, nel 2002, era riuscito a far fronte alla difficile situazione che aveva caratterizzato il settore manifatturiero. In particolare i sistemi per il taglio, che con quelli per la marcatura costituiscono oltre l'87% del fatturato industriale, hanno visto le vendite scendere del 36% ca. Il semestre include anche il contributo Lasercut, senza il quale il decremento sarebbe risultato ben più deciso.

La crescita del fatturato per assistenza tecnica deriva dall'aumento della base installata, anche grazie al deciso contributo di Cynosure che offre servizi di assistenza post vendita e cede le proprie apparecchiature laser in locazione ricevendo canoni proporzionali al reddito prodotto dal macchinario stesso (si tratta della formula del "revenue sharing")

**Grafico 2 – Suddivisione fatturato per segmenti di attività**



Fonte: El.En. S.p.A. (dati in € 000)

**Tab. 3 – Suddivisione fatturato per area geografica**

Euro/000	I Semestre 2002	Incidenza %	I Semestre 2003	Incidenza %	Variazione 02/03
Italia	8.696	41,2%	7.820	26,0%	-10,1%
Europa	4.578	21,7%	9.314	30,9%	103,5%
Resto del mondo	7.840	37,1%	13.056	43,3%	66,5%
<b>Totale</b>	<b>21.113</b>		<b>30.189</b>		<b>43,0%</b>

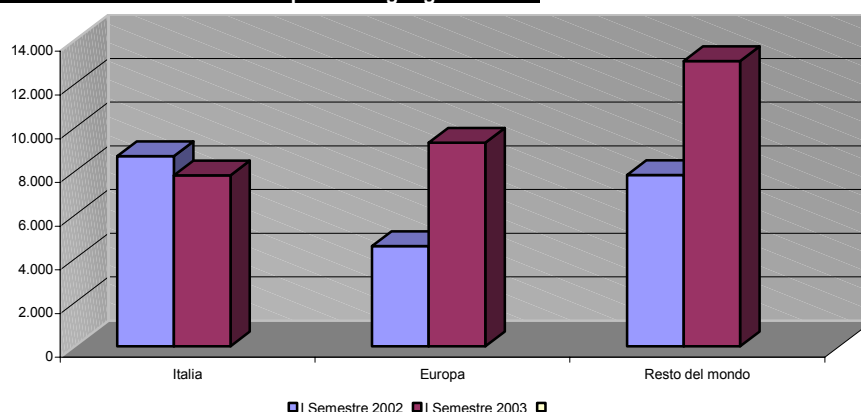
Fonte: El.En. S.p.A.

Il principale mercato di sbocco delle vendite delle apparecchiature industriali è quello italiano che risulta quindi il più penalizzato dalla crisi settoriale di cui sopra.

Il più che positivo andamento dell'attività delle società che si occupano della distribuzione di laser medicali ed il contributo di Asceplion favoriscono invece la decisa crescita delle vendite in Europa.

Cynosure e Lasercut contribuiscono alla crescita delle vendite nel resto del mondo.

**Grafico 3 – Suddivisione fatturato per area geografica**



Fonte: El.En. S.p.A. (dati in € 000)

Dal lato  
patrimoniale

Al 30 giugno 2003 la posizione finanziaria netta si mantiene positiva ed è pari ad oltre € 14 mln con una riduzione di circa € 10 mln rispetto alla fine dello scorso esercizio. I principali esborsi sono relativi ad operazioni di carattere straordinario, come il pagamento della seconda tranche per l'acquisto di Cynosure, l'acquisto di Lasercut ed Asceplion, oltrechè al pagamento dei dividendi. Il livello delle disponibilità si mantiene comunque su livelli tali da permettere ulteriori operazioni a carattere straordinario qualora si presentassero interessanti opportunità per lo sviluppo strategico del Gruppo.

**Tab. 4- Posizione finanziaria netta**

Euro/000	31/12/2002	31/03/2003	30/06/2003
Debiti fin. a medio e lungo termine	(1.871)	(1.719)	(2.013)
<b>Indebitamento fin. a M/L termine</b>	<b>(1.871)</b>	<b>(1.719)</b>	<b>(2.013)</b>
Debiti finanziari a breve	(888)	(854)	(2.320)
Disponibilità liquide	27.129	24.717	18.510
<b>Posizione finanziaria netta a breve</b>	<b>26.241</b>	<b>23.863</b>	<b>16.190</b>
<b>Totale disponibilità finanziarie nette</b>	<b>24.369</b>	<b>22.143</b>	<b>14.177</b>

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

## PREVISIONI E VALUTAZIONE

Previsioni  
2003-2005

La crescita del 43% del fatturato nel primo semestre 2003 è da attribuirsi soprattutto al secondo trimestre, che ha beneficiato del contributo delle nuove società acquisite, entrate nel perimetro di consolidamento. I risultati di Asceplion, per due mesi, e di Lasercut, per tre mesi, oltre al fondamentale apporto di Cynosure, per l'intero periodo, hanno permesso infatti di contrastare la riduzione di vendite nel segmento industriale. Sulla scia della potenzialità di crescita e dello sviluppo di sinergie delle neo-acquisite, l'obiettivo di fatturato per il 2003, pari ad oltre € 73 mln, dovrebbe essere comunque raggiunto.

In termini di redditività va considerata l'incidenza dei costi, che ha penalizzato i margini: si mantiene quindi una posizione prudentiale nella stima dei margini.

Come metodologia principale di valutazione abbiamo utilizzato il metodo finanziario DCF ed, a titolo di controllo, il metodo dei multipli di mercato. Il modello è stato applicato ai dati derivati dalla determinazione analitica dei flussi di cassa per il triennio 2003/2005 e alla proiezione dei valori per il biennio successivo.

Il DCF

**Tab. 5 - Discounted cash flow – dati in milioni di euro**

<b>Ipotesi</b>		<b>Valore d'azienda</b>	
N. di anni considerati	5	Free Cash Flow attualizzato	8,93
Beta	0,69	+ Terminal Value attualizzato	62,81
Tasso Free risk *	4,08%	Valore totale	71,74
Market premium	4,50%	- Debito netto(Ind. netto)	(13,90)
Costo medio del capitale	6,91%	<b>Valore economico</b>	<b>85,64</b>
Tasso di crescita atteso	1,00%	N° azioni / 1000	4.600
		<b>Valore per azione (in euro)</b>	<b>18,62</b>

\*Rendimento medio ultimi 6 mesi del BTP decennale

Fonte: Banca Aletti

Sulla base delle nostre ipotesi, il prezzo obiettivo del titolo, derivante dall'applicazione del modello DCF, risulta pari a € 18,62. L'analisi di sensitività mostra come il prezzo obiettivo oscilli in un range compreso tra € 16,33 e € 21,89.

**Tab. 6 - Analisi di sensitività**

Wacc/g	0,5%	1,0%	1,5%
6,41%	18,90	20,25	21,89
6,91%	17,50	<b>18,62</b>	19,96
7,41%	16,33	17,27	18,38

Fonte: Banca Aletti S.p.A.

Il metodo dei multipli di mercato è utilizzato quale criterio valutativo di controllo. Da sottolineare, come già nei precedenti studi, la difficoltà nell'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, si è comunque individuato un campione di riferimento.

I multipli di mercato

**Tab. 7 - Multipli di borsa**

	P/E 2003E	EV/Fatturato 2003E
Coherent Inc	121,98	1,60
Lumenis LTD	Neg.	0,21
Excel Technology Inc.	28,42	2,42
Candela Corp.	26,98	1,81
Prima Industrie SPA	Neg.	0,65
Laserscope	79,85	3,46
Biolase Technology	44,15	5,64
<b>Mediana</b>	<b>36,29*</b>	<b>1,71**</b>
<b>Media valore obiettivo</b>	<b>23,02</b>	

Fonte: elaborazione Banca Aletti su dati Bloomberg. Ultimi prezzi al 15 agosto 2003 (14 agosto per Prima Industrie)

\* Mediana ex Coherent

\*\* Mediana ex Biolase

Si è ritenuto opportuno escludere dai calcoli le società i cui valori di P/E e di EV/Fatturato si discostano in misura significativa dalla media del campione e si è preso a riferimento, considerata la dispersione che caratterizza i multipli delle società, i valori mediani. Applicando tali valori mediani ai dati previsionali 2003 di El.En. si ottiene un valore obiettivo medio di € 23,02.

Il target price, ottenuto attraverso la media delle due metodologie esposte ed attribuendo un maggior peso al DCF model (per le motivazioni relative al metodo dei multipli sopra esposte), è pari a € 19,5. Confermiamo il rating **BUY**.

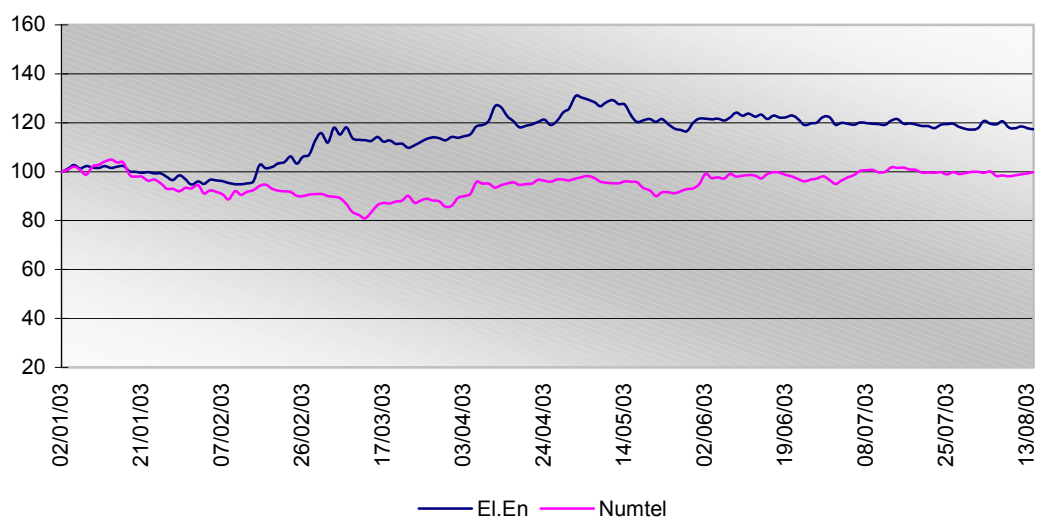


## ANDAMENTO DI BORSA

Dopo una prima fase di correlazione il titolo si è mosso al rialzo ed in netta divergenza positiva rispetto al Numtel. L'indice di riferimento è rimasto pressoché invariato rispetto all'inizio dell'anno, mentre El.En. ha realizzato un progresso quasi del 18%.

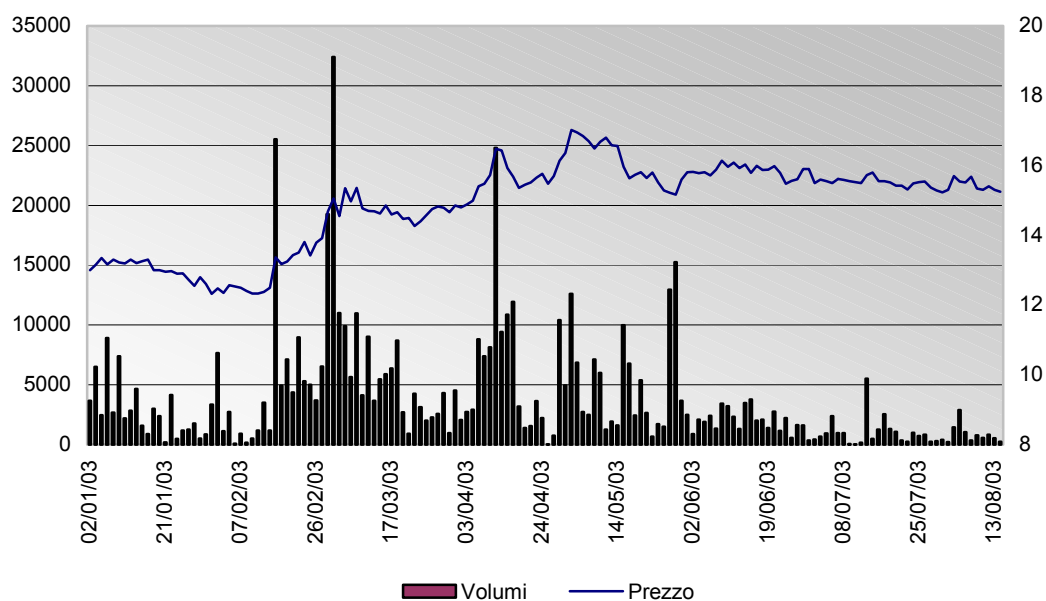
La quotazione massima nelle ultime 52 settimane è stata raggiunta il 2 maggio 2003 a € 17,40 mentre il minimo è stato toccato il 9 ottobre 2002 a € 10,00.

**Grafico 3 - El.En. e Numtel da inizio anno 2003**



Fonte: elaborazioni Banca Aletti su dati Bloomberg

**Grafico 4 - El.En. prezzi e volumi da inizio anno 2003**



Fonte: elaborazioni Banca Aletti su dati Bloomberg



## Allegati

Conto economico consolidato (mln)					
	2001	2002	2003E	2004E	2005E
<b>Fatturato</b>	<b>27,84</b>	<b>54,14</b>	<b>73,09</b>	<b>81,86</b>	<b>90,86</b>
% crescita	7,3%	94,4%	35%	12,0%	11,0%
<b>Valore della produzione</b>	<b>29,51</b>	<b>55,09</b>	<b>74,59</b>	<b>83,56</b>	<b>92,86</b>
% crescita	7,3%	86,4%	35,6%	12,0%	11,1%
Costi esterni e altri servizi diretti	(16,01)	(27,59)	(37,49)	(41,75)	(46,34)
<b>Margine di contribuzione lordo</b>	<b>13,51</b>	<b>27,42</b>	<b>37,09</b>	<b>41,81</b>	<b>46,52</b>
% crescita	-5,5%	103,0%	35,3%	12,7%	11,3%
% del fatturato	48,5%	50,7%	50,8%	51,1%	51,2%
Costi per servizi e oneri operativi	(5,26)	(9,36)	(13,52)	(14,24)	(15,45)
<b>Valore aggiunto</b>	<b>8,24</b>	<b>18,06</b>	<b>23,57</b>	<b>27,57</b>	<b>31,08</b>
% crescita	-24,6%	119,1%	30,5%	16,9%	12,7%
% del fatturato	29,6%	33,4%	32,3%	33,7%	34,2%
Costi per il personale:	(4,35)	(11,01)	(16,52)	(17,76)	(19,54)
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>3,90</b>	<b>7,05</b>	<b>7,06</b>	<b>9,80</b>	<b>11,54</b>
% crescita	-49,0%	80,9%	0,1%	39,0%	17,7%
% del fatturato	14,0%	13,0%	9,7%	12,0%	12,7%
Ammortamenti e Acc.	(1,30)	(3,08)	(3,25)	(3,48)	(3,62)
<b>Reddito operativo (EBIT)</b>	<b>2,59</b>	<b>3,97</b>	<b>3,81</b>	<b>6,32</b>	<b>7,92</b>
% crescita	-58,5%	53,1%	-4,2%	66,2%	25,2%
% del fatturato (ROS)	9,3%	7,3%	5,2%	7,7%	8,7%
Gestione finanziaria	1,19	1,02	0,19	0,19	0,19
<b>Risultato della gestione</b>	<b>3,79</b>	<b>4,99</b>	<b>4,00</b>	<b>6,51</b>	<b>8,11</b>
% crescita	-40,9%	31,7%	-19,9%	63,0%	24,5%
% del fatturato	13,6%	9,2%	6,6%	8,0%	8,9%
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>3,84</b>	<b>5,55</b>	<b>4,80</b>	<b>7,31</b>	<b>8,91</b>
Imposte	(1,21)	(2,68)	(2,05)	(3,14)	(3,83)
Risultato di terzi	(0,36)	(0,73)	(0,70)	(0,70)	(0,70)
<b>Utile di competenza del gruppo</b>	<b>2,28</b>	<b>2,13</b>	<b>2,04</b>	<b>3,47</b>	<b>4,38</b>
% crescita	-24,3%	-6,4%	-4,1%	69,8%	26,2%
% del fatturato	8,2%	3,9%	2,8%	4,2%	4,8%
<b>Cash flow</b>	<b>3,78</b>	<b>5,21</b>	<b>5,29</b>	<b>6,95</b>	<b>8,00</b>

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

Ratio analysis					
Indici reddituali	2001	2002	2003E	2004E	2005E
ROE %	5,05	4,68	4,40	7,11	8,42
Utile/fatturato %	8,18	3,94	2,80	4,24	4,82
ROS %	9,32	7,34	5,21	7,72	8,71
MOL/fatturato %	14,00	13,02	9,65	11,98	12,70
<b>Struttura patrimoniale/finanziaria</b>					
Debiti finanziari netti (eur mln)	(29,86)	(24,37)	(13,90)	(18,80)	(19,30)
Att. correnti/pass. correnti	6,23	3,09	2,80	2,79	2,87
<b>Circolante</b>					
Capitale circolante (eur mln)	12,23	14,98	23,43	24,86	28,67
Capitale circolante/fatturato%	43,92	27,67	32,06	30,37	31,55
<b>Indicatori di borsa</b>					
Num. azioni/1000	4.600				
EPS	0,49	0,46	0,44	0,75	0,95
CFPS	0,82	1,13	1,15	1,58	1,74
BVPS	9,79	9,90	10,09	10,60	11,30
P/BV	1,50	1,54	1,51	1,44	1,35
DIV (eur mln)	0,20	0,25	0,25	0,25	0,25
Dividendi	0,92	1,15	1,15	1,15	1,15
Pay-out %	40,40	53,69	56,29	30,51	25,61
Tax rate %	31,44	48,00	42,80	43,00	43,00

Fonte: Banca Aletti

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 18 AGOSTO 2003.

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.