

El.En.

Hold

Italia–NuovoMercato,TECHSTAR:Settore laser-systems/components

	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	%
2002	54,139	7,050	3,971	2,131	1,137	8,728	15,495	40,309	1,08%
2003	68,195	5,526	1,397	0,554	1,071	13,217	52,268	155,071	1,34%
2004E	89,163	9,000	4,001	3,387	0,819	8,115	18,256	25,438	1,34%
2005E	101,664	11,642	7,418	3,281	0,718	6,274	9,846	26,348	1,61%
2006E	112,241	13,447	9,332	4,124	0,651	5,432	7,827	20,959	1,61%

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

Prezzo al 25/11/04 (€): **18,589**
Mkt cap (Euro mln): **86,439**
N°azioni (mln): **4.650**
Min–Max 52 sett (€): **13,75–19,65**
Indice Numtel: **1.320**

Maggiori azionisti:

A. Cangioli 13,51%; F. Muzzi 10,57%; G. Clementi 10,57%; B. Bazzocchi 10,57%; MPS Merchant 10,00%; Imm. del Ciliegio 6,71%; LM-IS SARL 4,97%; Altri 8,18%.

Mercato 24,92%.

Andamento quotazioni El.En. e indice Nuovo Mercato (base 2/1/2004=100).

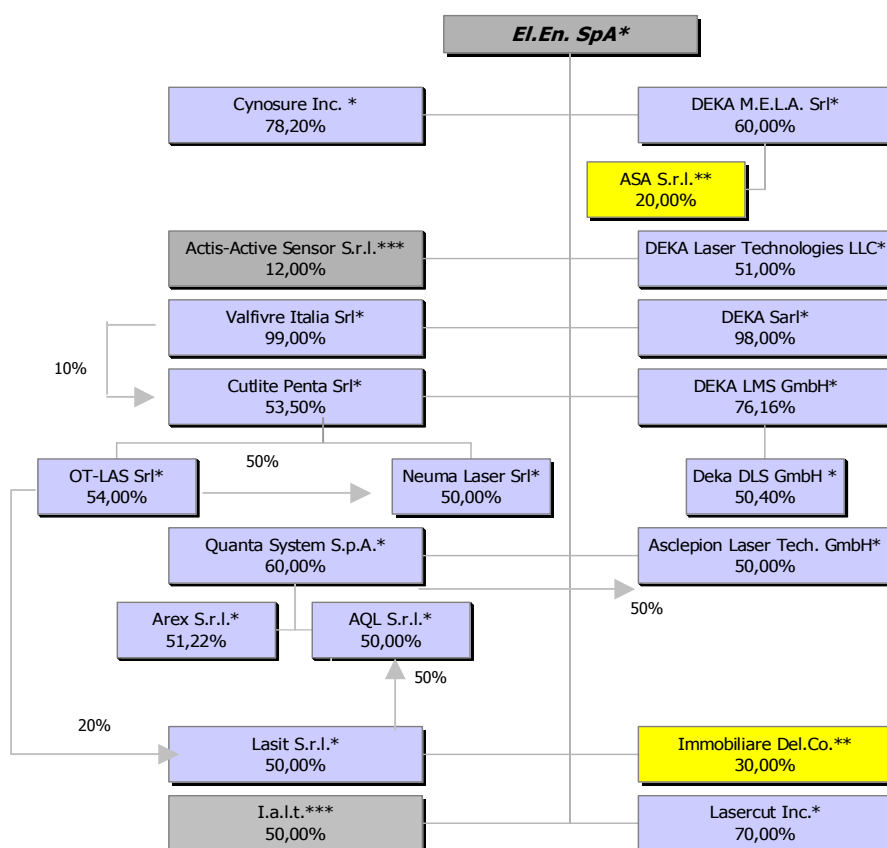
- Nel periodo gennaio-settembre 2004, il Gruppo ha realizzato un fatturato pari a € 66,093 mln, con una crescita del 37,8%, rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, che conferma il brillante andamento del segmento medicale. L'EBITDA si è attestato a € 7,374 mln, in crescita del 99,7%, con un'incidenza sul fatturato che è passata a 11,2% da 7,7%. L'EBIT è risultato pari a € 2,756 mln, con il ROS che è salito a 4,2% da 2,0%. L'utile ante imposte del periodo è risultato pari a € 5,981 mln, rispetto a € 1,487 mln dei primi nove mesi del 2003.
- Nel terzo trimestre del 2004, il fatturato consolidato è stato pari a € 21,075 mln, in crescita del 18,8% rispetto allo stesso periodo del 2003. L'EBITDA si è attestato a € 2,565 mln, in crescita del 28,8%, con un'incidenza sul fatturato che è passata a 12,2% da 11,2%. L'EBIT è risultato pari a € 1,260 mln, con il ROS che è passato a 6,0% da 6,5%. L'utile ante imposte si è attestato a € 0,824 mln, in calo del 10,6% a causa di oneri straordinari di competenza del periodo.
- Per il 2004 stimiamo un fatturato pari a € 89,163 mln, l'EBITDA a € 9,000 mln e l'EBIT a € 4,001 mln.
- Dalla valutazione effettuata con il metodo finanziario (DCF) e, come controllo, con il metodo dei multipli, si ottiene un prezzo obiettivo pari a € 19,2; si esprime giudizio hold.

Silvia Locatelli (02-43358121)

silvia.locatelli@alettibank.it

Struttura del Gruppo

Grafico 1 – Struttura del Gruppo al 30 settembre 2004



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

* Consolidate integralmente

** Consolidate a Patrimonio Netto

*** Mantenute al costo

In data 30 settembre 2004, El.En. ha annunciato di aver aumentato la partecipazione in Cynosure, pari al 57,5%, del 28,0%. L'operazione è avvenuta: i) rilevando una quota, pari al 28,0% del capitale, dai soci di minoranza della controllata americana, ii) sottoscrivendo un aumento di capitale, per un ulteriore 9% della società, tramite conversione di un finanziamento che era stato concesso alla controllata americana e, in un momento successivo, iii) cedendo a terzi l'11,0% del capitale post-aumento, alle stesse condizioni (\$ 3,00 per azione), per un corrispettivo di \$ 2,000 mln ca. Il costo dell'operazione, con la quale El.En. è arrivata a detenere il 78,2% di Cynosure, ha comportato un investimento pari a \$ 5,000 mln, di cui la metà da versare tra sei mesi.

La partecipazione in Cynosure sale al 78,2% dal 57,5%

Risultati economici

Tab. 1 – Conto Economico Consolidato Riclassificato

Mln euro	Gennaio- settembre 2003	Gennaio- settembre 2004	III Trimestre 2003	III Trimestre 2004
Fatturato	47,980	66,093	17,738	21,075
% crescita		37,8%		18,8%
Variaz.ne riman.ze di prodotti finiti	4,944	4,397	0,454	2,110
Prodotto lordo	52,924	70,490	18,192	23,185
% crescita		33,2%		27,4%
Altri ricavi	0,425	0,729	0,049	0,064
Costi esterni ed altri servizi diretti	(27,131)	(34,253)	(8,327)	(11,024)
% crescita		26,3%		32,4%
Margine di contribuzione lordo	26,218	36,966	9,914	12,225
% crescita		41,0%		23,3%
% del fatturato	54,6%	55,9%	55,9%	58,0%
Costi per servizi	(9,873)	(13,797)	(3,453)	(4,488)
% crescita		39,7%		30,0%
Valore Aggiunto	16,345	23,169	6,461	7,737
% crescita		41,7%		19,7%
% del fatturato	34,1%	35,1%	36,4%	36,7%
Costi per il personale	(12,654)	(15,795)	(4,470)	(5,172)
% crescita		24,8%		15,7%
EBITDA	3,692	7,374	1,992	2,565
% crescita		99,7%		28,8%
% del fatturato	7,7%	11,2%	11,2%	12,2%
Ammor.ti, accant.ti, svalut.ni	(2,714)	(4,618)	(0,840)	(1,305)
Reddito operativo (EBIT)	0,978	2,756	1,152	1,260
% crescita		181,8%		9,4%
% del fatturato	2,0%	4,2%	6,5%	6,0%
Gestione finanziaria	(0,058)	0,215	-0,154	0,122
Risultato della gestione ord.	0,920	2,970	0,998	1,381
% crescita		222,8%		38,4%
% del fatturato	1,9%	4,5%	5,6%	6,6%
Rettifiche di valore	0,505	0,113	(0,140)	(0,010)
Gestione straordinaria	0,062	2,898	0,064	(0,547)
Risultato ante imposte	1,487	5,981	0,922	0,824
% crescita		302,2%		-10,6%
% del fatturato	3,1%	9,0%	5,2%	3,9%

Fonte: El.En. S.p.A., dati riclassificati Banca Aletti & C. S.p.A.

Nel periodo gennaio-settembre 2004, il fatturato del Gruppo, è risultato pari a € 66,093 mln; la crescita del 37,8%, rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, è dovuta in parte al diverso perimetro di riferimento ed in parte al buon andamento del segmento medicale. La quota di partecipazione di El.En. in Quanta System, società attiva sia nel medicale che nell'industriale, è passata al 60,0% dal 30,0% nel gennaio scorso, mentre Asceplion, Deka Laser Technologies e Lasercut sono entrate a far parte del Gruppo nel corso del primo semestre del 2003.

Il *segmento medicale*, con un fatturato pari a € 44,622 mln, è cresciuto del 48,5%, grazie al buon andamento di Cynosure ed al perimetro di consolidamento più ampio (Deka Laser Technologies, Asceplion e Quanta System).

I *sistemi industriali* hanno riportato un fatturato pari a € 10,566 mln, in crescita del 6,7%,

**L'andamento
brillante del
segmento
medicale**

dovuta in misura maggiore al contributo delle nuove acquisizioni (Lasercut e Quanta System) piuttosto che alla ripresa del settore manifatturiero, che è rimasta debole.

Il servizio di *assistenza* ha generato ricavi per € 10,818 mln, in crescita del 37,0%, anche grazie anche al buon andamento del "revenue sharing" operato da Cynosure in USA con Sona International. Si ricorda che, a seguito della cessione di Sona International, nello scorso maggio, il numero di apparecchiature date in affitto da Cynosure alla ex controllata si è dimezzata, in quanto una parte delle stesse è direttamente contabilizzata nelle vendite.

I costi esterni si sono attestati a € 34,253 mln, in crescita del 26,3%: essi sono costituiti, per oltre € 29,417 mln, dalle spese per l'acquisto di materie prime, prodotti finiti e, in misura residuale, da altre componenti necessarie allo svolgimento dell'attività.

Il margine di contribuzione lordo è risultato in crescita del 41,0% a € 36,966 mln, con un'incidenza sul fatturato che è passata a 55,9% da 54,6%.

I costi per servizi si sono attestati a € 13,797 mln in aumento del 39,7%: essi comprendono anche le spese di marketing, di viaggio, di ristrutturazione della rete commerciale di Cynosure e spese legali una tantum della controllata americana.

Il costo del personale è cresciuto del 24,8% a € 15,795 mln, anche in funzione delle acquisizioni e del maggior numero totale dei dipendenti. L'inserimento di 41 unità di Quanta System nell'attività di ricerca, sviluppo, progettazione e produzione ha contribuito a portare il numero dei dipendenti a 460 da 399.

L'EBITDA si è attestato a € 7,374 mln, in crescita del 99,7% con un'incidenza sul fatturato all'11,2% da 7,7%.

Gli ammortamenti, gli accantonamenti e le svalutazioni sono passati a € 4,618 da € 2,714 mln. La voce comprende: i) € 0,800 mln relativi all'ammortamento dell'avviamento pagato per le acquisizioni; ii) € 0,621 mln per l'accantonamento al fondo garanzia prodotti e iii) € 0,655 per la svalutazione di Lasercut.

L'EBIT è passato a € 2,756 mln da € 0,978 mln al 30 settembre 2003, in crescita del 181,8%: il ROS è passato a 4,2% da 2,0%.

La gestione finanziaria è risultata pressochè invariata a € 0,215 mln, e comprende anche le differenze cambio che, nonostante il forte apprezzamento dell'euro sul dollaro, sono risultate positive.

La gestione straordinaria, pari a € 2,898 mln, comprende, per lo più, la plusvalenza generata dalla cessione della quota di partecipazione di Cynosure in Sona International, per € 2,460 mln, oltre a € 0,499 mln di plusvalenza derivante dalla cessione, da parte di El.En., del 10% di Deka M.E.L.A. e del 2,5% di Cynosure. Nella voce è stata contabilizzata la svalutazione, per \$ 0,340 mln ca, derivante dall'adeguamento al principio contabile che non contempla la possibilità di iscrivere nell'attivo i costi sostenuti per l'acquisizione dei brevetti.

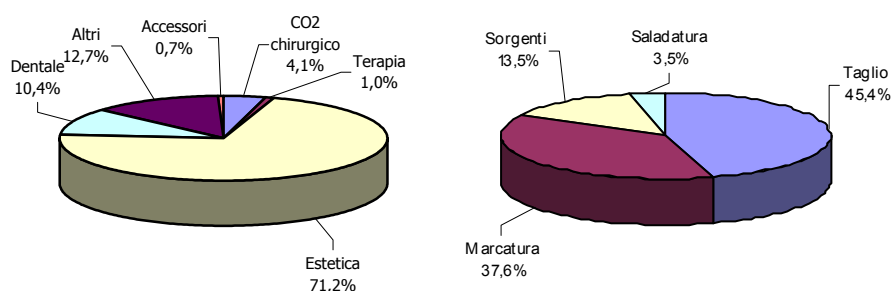
Il risultato ante imposte del Gruppo è risultato pari a € 5,981, vs € 1,487 mln riportato al 30 settembre 2003.

Tab. 2 – Suddivisione del fatturato nel periodo gennaio-settembre 2003 e 2004 a confronto

Euro 000	Gen.-sett. 2003	% del fatturato	Gen.-sett. 2004	% del fatturato	% crescita
Vendite sistemi industriali	9.899	20,6%	10.566	16,0%	6,7%
Vendite apparecchiature laser medicali	30.041	62,6%	44.622	67,5%	48,5%
Ricerca	142	0,3%	87	0,1%	-38,7%
Assistenza tecnica	7.898	16,5%	10.818	16,4%	37,0%
Italia	11.293	23,5%	14.635	22,1%	29,6%
Europa	13.901	29,0%	18.786	28,4%	35,1%
Resto del mondo	22.786	47,5%	32.672	49,4%	43,4%
Totale	47.980		66.093		37,8%

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

Le vendite sono aumentate in tutte le aree di riferimento ed all'estero hanno assunto un peso quasi pari al 78,0%, garantendo la diversificazione delle entrate, anche grazie al buon andamento di Cynosure.

Grafico 2 – Suddivisione dei segmenti medicale-estetico ed industriale

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

Nel terzo trimestre 2004, il fatturato del Gruppo, è risultato pari a € 21,075 mln, in crescita del 18,8%, rispetto allo stesso periodo dello scorso anno.

I costi esterni si sono attestati a € 11,024 mln e comprendono, per € 10,330 mln, le spese per l'acquisto di materie prime, prodotti finiti e, in misura residuale, altre componenti necessarie allo svolgimento dell'attività.

I costi per servizi si sono attestati a € 4,488 mln in aumento del 30,0% e comprendono, per \$ 0,250 mln, spese legali sostenute da Cynosure.

Il costo del personale è cresciuto del 15,7% a € 5,172 mln.

L'EBITDA è risultato in crescita del 28,8% a € 2,565 mln, con un'incidenza sul fatturato che è passata a 12,2% da 11,2%.

Gli ammortamenti, gli accantonamenti e le svalutazioni sono passati a € 1,305 mln da €

**Il terzo
trimestre**

0,840 mln.

L'EBIT è risultato pari a € 1,260 mln, in crescita del 9,4%: il ROS è passato a 6,0% da 6,5%, a causa dei maggiori ammortamenti e accantonamenti, che hanno penalizzato la marginalità a questo livello.

La gestione finanziaria è risultata positiva per € 0,122 mln. La gestione straordinaria, invece, è risultata negativa per € 0,547 mln ed include, per \$ 0,340 mln, la svalutazione derivante dall'adeguamento al principio contabile.

L'utile ante imposte del terzo trimestre 2004 è risultato quindi pari a € 0,824 mln, in calo del 10,6%, rispetto allo stesso periodo dello scorso esercizio.

Nel corso del terzo trimestre del 2004, l'acquisizione della quota di Cynosure ha comportato un investimento di \$ 5,000 mln, di cui metà già versati alla chiusura dell'operazione (il resto sarà da corrispondere a marzo 2005). Ciò ha determinato una riduzione delle disponibilità liquide ed un aumento dei debiti a breve. Al 30 settembre 2004, la disponibilità finanziaria totale, è risultata pertanto dimezzata rispetto alla fine dell'anno precedente; non è stata tuttavia, ancora contabilizzata l'entrata di \$ 2,000 mln ca, derivante dalla cessione dell'11,0% di Cynosure, avvenuta nell'ambito della medesima operazione

**Dal lato
patrimoniale**

Tab. 3 – Posizione Finanziaria Netta

Euro mln	31-12-2003	30-06-2004	30-09-2004
4Debiti fin. a medio e lungo termine	(1,844)	(2,036)	(2,014)
Indebitamento fin. a M/L termine	(1,844)	(2,036)	(2,014)
Debiti finanziari a breve	(2,110)	(2,544)	(4,551)
Disponibilità liquide	16,818	16,792	13,045
Posizione finanziaria netta a breve	14,708	14,248	8,494
Totale disponibilità finanziarie nette	12,864	12,212	6,480

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

Previsioni e valutazione

Sulla base dei buoni risultati dei primi nove mesi del 2004, confermiamo le nostre stime di crescita del fatturato a € 89,163 mln; l'EBITDA dovrebbe attestarsi a € 9,000 mln e l'EBIT a € 4,001 mln.

Per il triennio 2004-2006, stimiamo un tasso di crescita medio annuo composto del fatturato del 18,1%. Considerando inoltre il contributo derivante dal più ampio perimetro di consolidamento, in particolare da Cynosure che, nell'esercizio in corso, ha sostenuto la ristrutturazione della rete commerciale e ha registrato un buon andamento in crescita, ci attendiamo un costante miglioramento dei margini di profitto, che abbiamo rivisto al rialzo rispetto allo studio precedente.

Anche se la struttura del Gruppo ha permesso un controllo delle differenze derivanti dal cambio, un ulteriore apprezzamento dell'euro sul dollaro, avrebbe un impatto negativo al momento del consolidamento dei conti di Cynosure nel Gruppo.

Tab. 4 – Revisione delle stime

Euro mln	2005E Old	2005E New	2006E Old	2006E New
EBITDA	11,235	11,642	12,773	13,447
% fatturato	11,1%	11,5%	11,4%	12,0%
EBIT	7,012	7,418	8,659	9,332
% fatturato	6,9%	7,3%	7,7%	8,3%
Utile Netto	3,101	3,281	3,827	4,124
% fatturato	3,1%	3,2%	3,4%	3,7%

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

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

Attraverso la media delle due metodologie, con attribuzione di un maggior peso al DCF, poichè le società competitors considerate nell'analisi, a differenza di El.En., non sono attive in entrambi i segmenti di attività (medicale-estetico ed industriale) e talvolta presentano livelli di capitalizzazione e fatturato maggiori rispetto al Gruppo.

Il prezzo obiettivo risulta pari a **€ 19,2**, sostanzialmente in linea con la quotazione attuale del titolo. Si esprime pertanto il giudizio **hold**.

Valutazione

Andamento di borsa

Da inizio anno, la quotazione del titolo ha realizzato una performance al rialzo superiore al 22,0%, in netta divergenza positiva rispetto al Numtel, l'indice di riferimento, che ha invece registrato un ribasso di oltre il 18,0%.

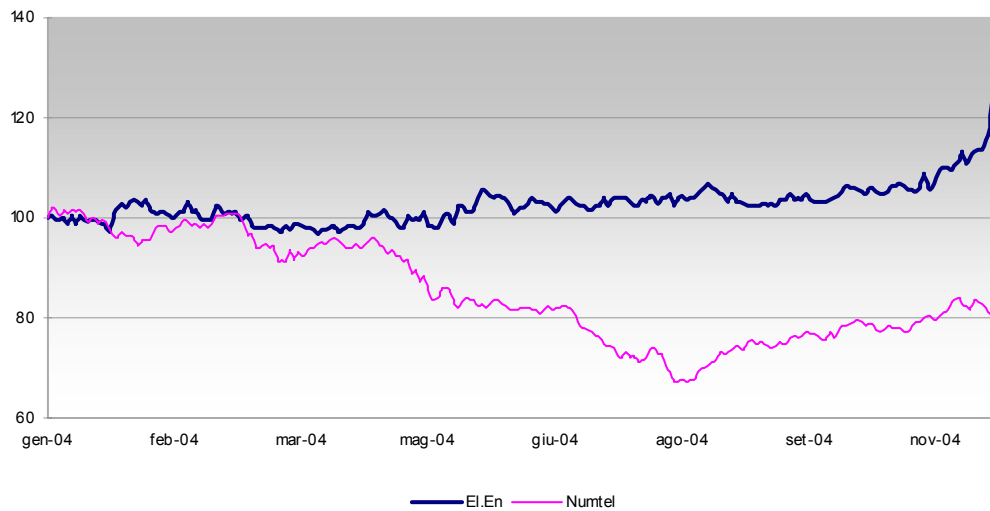
L'accelerazione del trend rialzista della settimana in corso, al momento della stesura del presente documento, è stato sostenuto da volumi importanti, se confrontati con la media del resto dell'anno. Nella sola seduta del 24 novembre, durante la quale il titolo ha toccato il valore massimo delle ultime 52 settimane a € 19,65, sono state scambiate 60.150 azioni (Il valore minimo risale al 31 marzo 2004, a € 13,75).

Tab. 5 – Volumi e controvalori medi giornalieri da inizio 2004

Mese	Media Giornaliera volumi	Media giornaliera ctv (€)
Gennaio 2004	5.202	79.111
Febbraio 2004	2.186	33.555
Marzo 2004	2.512	37.876
Aprile 2004	1.905	28.658
Maggio 2004	3.920	59.550
Giugno 2004	2.286	38.043
Luglio 2004	1.344	21.095
Agosto 2004	3.190	50.607
Settembre 2004	2.600	40.807
Ottobre 2004	3.122	49.997
Novembre 2004	10.555	188.328
Media	3.529	57.057

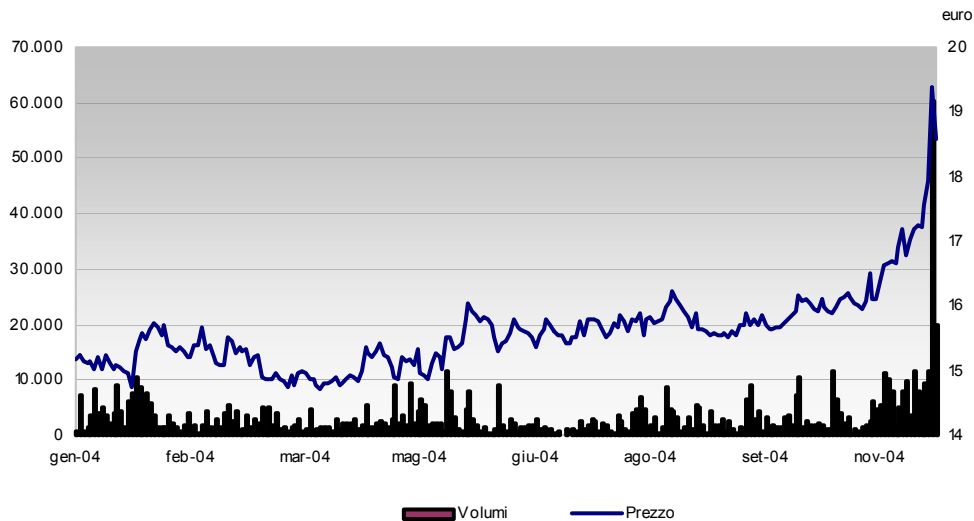
Fonte: nostre elaborazioni su dati Bloomberg

Grafico 3 – El.En. e Numtel, andamento da inizio 2004 (base 2/1/2004=100)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Bloomberg

Grafico 4 – El.En.: prezzi e volumi da inizio 2004



Fonte: nostre elaborazioni su dati Bloomberg

Allegati

Conto Economico consolidato					
Euro mln	2002	2003	2004E	2005E	2006E
Fatturato	54,139	68,195	89,163	101,664	112,241
% crescita		26,0%	30,7%	14,0%	10,4%
Variazione rimanenze prodotti finiti	(0,020)	3,411	2,450	2,000	2,000
Incrementi di imm.ni per lavori interni	0,428	0,262	0,300	0,000	0,000
Prodotto lordo	54,547	71,869	91,913	103,664	114,241
% crescita		31,8%	27,4%	12,8%	10,2%
Altri ricavi	0,461	1,058	1,464	1,000	1,000
Costi esterni e altri servizi diretti	(27,586)	(35,247)	(42,890)	(47,149)	(51,274)
Margine di contribuzione lordo	27,422	37,680	50,487	57,515	63,967
% crescita		37,4%	33,1%	13,9%	11,2%
% del fatturato	50,7%	55,3%	56,3%	56,6%	57,0%
Costi per servizi	(9,358)	(14,189)	(18,724)	(21,045)	(23,346)
Valore aggiunto	18,064	23,491	31,763	36,471	40,621
% crescita		30,0%	33,9%	14,8%	11,4%
% del fatturato	33,4%	34,4%	35,3%	35,9%	36,2%
Costi per il personale	(11,014)	(17,965)	(22,763)	(24,829)	(27,174)
Margine operativo lordo (EBITDA)	7,050	5,526	9,000	11,642	13,447
% crescita		-21,6%	62,9%	29,3%	15,5%
% del fatturato	13,0%	8,1%	10,1%	11,5%	12,0%
Ammortamenti e accantonamenti	(3,077)	(4,128)	(5,000)	(4,224)	(4,115)
Reddito operativo (EBIT)	3,971	1,397	4,001	7,418	9,332
% crescita		-64,8%	186,3%	85,4%	25,8%
% del fatturato (ROS)	7,3%	2,0%	4,5%	7,3%	8,3%
Gestione finanziaria	1,018	0,189	0,031	(0,076)	(0,076)
Risultato della gestione ordinaria	4,989	1,586	4,032	7,343	9,256
% crescita		-68,2%	154,2%	82,1%	26,1%
% del fatturato	9,2%	2,3%	4,5%	7,2%	8,2%
Rettifiche di valore	0,168	0,519	0,124	0,100	0,100
Gestione straordinaria:	0,390	0,108	3,444	-	-
Risultato ante imposte	5,547	2,213	7,600	7,443	9,356
% crescita		-60,1%	243,4%	-2,1%	25,7%
% del fatturato	10,2%	3,2%	8,5%	7,3%	8,3%
Imposte	(2,684)	(1,614)	(2,813)	(3,126)	(3,930)
Utile di terzi	(0,732)	(0,045)	(1,400)	(1,036)	(1,302)
Utile di Gruppo	2,131	0,554	3,387	3,281	4,124
% crescita		-74,0%	511,5%	-3,1%	25,7%
% del fatturato	3,9%	0,8%	3,8%	3,2%	3,7%
Cash flow	5,208	4,682	8,068	7,504	8,239
% crescita		-10,1%	72,3%	-7,0%	9,8%
% del fatturato	9,6%	6,9%	9,0%	7,4%	7,3%

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

Stato patrimoniale consolidato					
Euro mln	2002	2003E	2004E	2005E	2006E
Totale immobilizzazioni	16,305	17,092	18,845	17,358	16,460
Totale circolante netto	14,601	22,550	27,284	29,975	32,139
F.di a medio lungo	3,508	2,580	2,202	2,118	2,123
Capitale investito netto	27,398	37,086	43,927	45,216	46,476
Patrimonio Netto totale	51,768	49,950	54,535	56,889	59,090
Indebitamento fin. netto	(24,369)	(12,864)	(10,608)	(11,673)	(12,614)
Totale fonti	27,398	37,086	43,927	45,216	46,476

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

Ratio analysis					
Indici reddituali	2002	2003E	2004E	2005E	2006E
ROE %	4,68%	1,25%	7,22%	6,72%	8,19%
MOL/fatturato%	13,02%	8,10%	10,09%	11,45%	11,98%
ROS %	7,33%	2,05%	4,49%	7,30%	8,31%
Utile / Fatturato %	3,94%	0,81%	3,80%	3,23%	3,67%
Cash flow/fatturato %	9,62%	6,87%	9,05%	7,38%	7,34%
Struttura patrimoniale/finanziaria					
Debiti finanziari netti (Euro mln)	(24,369)	(12,864)	(10,608)	(11,673)	(12,614)
D/E	(0,535)	(0,291)	(0,226)	(0,239)	(0,251)
Att. corr/pass. Corr.	3,011	2,940	2,557	2,574	2,533
Circolante					
Capitale circolante (Euro mln)	14,601	22,575	27,284	29,975	32,139
Capitale circ./fatturato %	26,97%	33,10%	30,60%	29,48%	28,63%
Indicatori di borsa					
EPS (€)	0,461	0,120	0,731	0,706	0,887
CFPS (€)	1,127	1,013	1,740	1,614	1,772
BVPS (€)	9,858	9,575	10,128	10,491	10,823
P/E	40,309	155,071	25,438	26,348	20,959
P/CF	16,492	18,346	10,680	11,518	10,492
P/BV	1,886	1,941	1,835	1,772	1,718
EV/ Sales	1,137	1,071	0,819	0,718	0,651
EV/Ebitda	8,728	13,217	8,115	6,274	5,432
EV/Ebit	15,495	52,268	18,256	9,846	7,827
Dividendi (Euro mln)					
DPS (€)	0,200	0,250	0,250	0,300	0,300
Pay-out %	38,75%	54,21%	208,55%	41,05%	42,52%
Yield%	1,08%	1,34%	1,34%	1,61%	1,61%
Tax rate %					
	48,38%	72,93%	37,01%	42,00%	42,00%

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

Banca Aletti

NOTE

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

BANCA ALETTI & C. NON HA UN PROPRIO SPECIFICO INTERESSE RIGUARDO ALL' EMITTENTE, AGLI STRUMENTI FINANZIARI E ALLE OPERAZIONI OGGETTO DI ANALISI.

LE INFORMAZIONI UTILIZZATE NEL PRESENTE STUDIO PROVENGONO DAI DOCUMENTI CONTABILI UFFICIALI DISPONIBILI DELLA SOCIETÀ 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 26 NOVEMBRE 2004.

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.

Banca Aletti & C. S.p.A.
Sede Legale
Via S.Spirito, 14 - 20121 Milano
Direzione Generale e Sede Operativa
Via Roncaglia, 12 - 20146 Milano
Telefono (02) 43358.1 - Fax (02) 43358.254