

**El.En.**

Buy

## Italia: Settore laser-systems/components. Nuovo Mercato, Techstar

	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	0,860	6,605	11,726	33,285	1,30%
2003	68,195	5,526	1,397	0,554	0,851	10,507	41,553	128,051	1,63%
2004E	88,990	8,084	3,914	2,570	0,652	7,254	15,144	27,993	1,63%
2005E	100,559	10,477	6,234	3,482	0,577	5,542	9,314	20,374	1,63%
2006E	112,123	12,029	7,763	4,353	0,518	4,827	7,480	16,296	1,63%

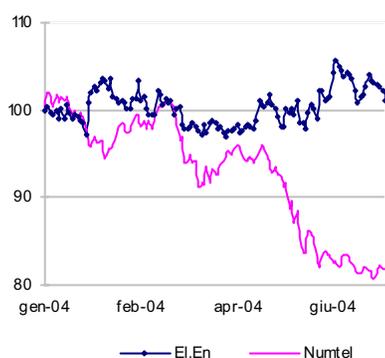
Fonte: El.En. S.p.A. e Banca Aletti &amp; C. S.p.A.

<b>Prezzo al 28/06/04(€):</b>	<b>15,35</b>
<b>Mkt cap (mln€):</b>	<b>70,934</b>
<b>N°azioni (mln):</b>	<b>4,621</b>
<b>Min-Max (52 sett. in €):</b>	<b>13,75-16,90</b>
<b>Indice Numtel:</b>	<b>1.323</b>

**Maggiori azionisti al 31-12-2003:**

A. Cangioli 13,51%; F. Muzzi 10,53%; G. Clementi 10,73%; B. Bazzocchi 10,71%; MPS Merchant 10,02%; Imm. del Ciliegio 6,76%; Altri 12,82%.

Mercato 24,92%.

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

Il Gruppo El.En. progetta, produce e distribuisce sorgenti e sistemi laser che trovano applicazione nei campi medicale-estetico ed industriale. E' leader italiano nel mercato in cui opera ed è un importante operatore a livello europeo.

Nel corso del 2003 sono entrate a far parte del Gruppo le società Lasercut, Asclepion Laser Technologies, Asa; nel 2004 la partecipazione in Quanta System è passata al 60% dal 30%.

Lo scorso 25 maggio è stata annunciata la cessione di Sona International, la società del Gruppo Cynosure attiva nella gestione dei centri medicali dove si utilizzano i laser forniti da Cynosure.

Il 2003 si è chiuso con un fatturato di € 68,19 mln, in crescita del 26%. Nel primo trimestre del 2004 le vendite, pari a € 18,94 mln ed in aumento del 46%, consolidano i risultati di tutte le società acquisite nel corso del 2003. I dati dei primi mesi dell'esercizio in corso sono stati inoltre favoriti dal buon andamento della controllata americana Cynosure e dalla ripresa delle vendite sul mercato domestico.

L'EBITDA e l'EBIT, al 31 dicembre 2003, sono risultati in calo, rispettivamente del 22% e del 65%, a € 5,53 mln e € 1,40 mln, a causa dell'impatto dei costi del personale e per servizi. Il primo trimestre 2004 ha mostrato invece un recupero dei margini di profitto rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. L'EBITDA è passato a € 1,35 mln da € 0,563 mln, mentre l'EBIT è cresciuto a € 0,16 mln da € 0,22 mln negativi, con il ROS che è passato a 0,8% da -1,7%.

L'utile netto consolidato a fine 2003 si è attestato a € 0,554 mln, in calo del 74% dall'anno precedente, penalizzato anche dal carico fiscale elevato. Il primo trimestre 2004 si è chiuso con un utile ante imposte pari a € 1,216 mln, quasi il doppio rispetto allo stesso periodo del 2003.

Nel 2004 ci attendiamo una crescita del fatturato attorno al 30% ed un miglioramento della redditività.

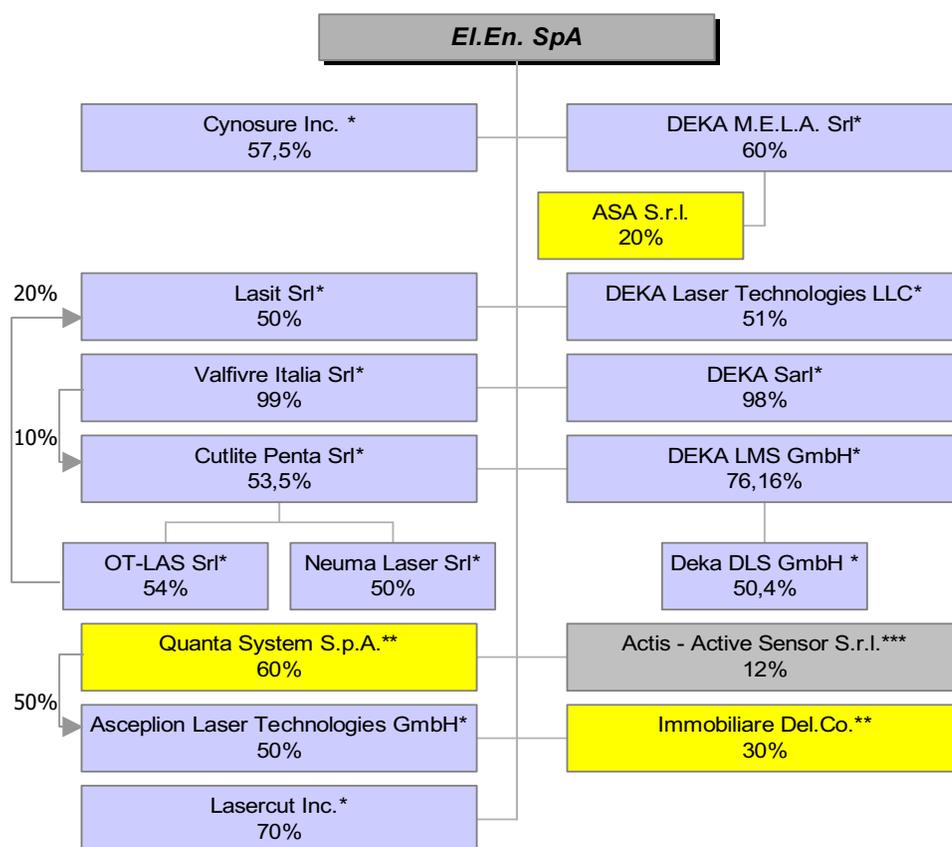
Dalla valutazione, effettuata con il metodo finanziario (DCF) e, come controllo, con il metodo dei multipli, il prezzo obiettivo ottenuto risulta pari € 17,3; confermiamo il giudizio buy.

Silvia Locatelli (02-43358121)

silvia.locatelli@alettibank.it

## Struttura del Gruppo

Grafico 1 – Struttura del Gruppo



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

\*consolidate integralmente

\*\*consolidate a Patrimonio Netto

\*\*\*mantenute al costo

## Le principali operazioni

Nel corso del 2003 il Gruppo ha perseguito una politica espansiva, concretizzatasi con una serie di acquisizioni. Il processo ha portato all'ingresso, nel Gruppo, di Lasercut, attiva nella progettazione, produzione e vendita dei sistemi industriali per il taglio piano, e di Asceplion Laser Technologies, l'unità dermatologica della Carl Zeiss Meditec. E' stata inoltre acquisita, attraverso la controllata Deka Mela, una partecipazione del 20% in Asa, una società veneta specializzata nella produzione di apparecchiature per fisioterapia e riabilitazione.

Nel gennaio scorso la partecipazione in Quanta System è passata al 60% dal 30% attraverso il pagamento di € 1,5 mln e la cessione, da parte di El.En., a Laserfin (che

prima deteneva il controllo di Quanta System) del 10% di Deka M.E.L.A. e del 2,5% di Cynosure. La società è attiva nello sviluppo e nella produzione di laser prevalentemente per il settore medicale (da cui trae il 70% del fatturato), oltre che per il settore scientifico e industriale.

Lo scorso 25 maggio vi è stata invece la cessione di Sona International, una controllata del Gruppo Cynosure; l'acquirente è Jim Amos, uno dei principali operatori nel campo delle attività in franchising e che, nel passato, si è occupato dell'apertura di 4.500 punti vendita di Mail Box etc.

Sona è stata costituita nel 2000 e dispone ad oggi di 21 centri di "laser medical spa services": dato che il mercato statunitense è ancora poco maturo, vi sono forti potenzialità di crescita che Amos pensa di sfruttare prima con l'apertura di 5-6 centri al mese, sempre sul mercato domestico, fino poi ad esportare il modello di business nel mondo.

Fino a questo momento Sona riceveva da Cynosure le apparecchiature in "affitto" e retrocedeva una parte del fatturato sotto forma di "revenue sharing": nel 2003 questo è risultato pari a \$ 1,5 mln. Con il nuovo contratto triennale siglato, El.En. cederà un'apparecchiatura in affitto e una in vendita, per ogni centro. A parità di numero di centri Sona esistenti e di volume di fatturato, la "revenue sharing" dovrebbe dimezzarsi ma, d'altro lato, vi è anche la vendita dei macchinari. Inoltre, con l'apertura dei nuovi centri, il numero di apparecchiature date in affitto e vendute, tenderà a crescere, con effetto positivo sulla crescita del fatturato del Gruppo. Inoltre Cynosure si ritroverà, con la cessione di metà delle apparecchiature, ad essere coperta parzialmente dal rischio connesso all'andamento dell'attività dei nuovi centri.

Il Gruppo ha incassato \$ 4,8 mln dalla cessione della partecipazione in Sona e delle apparecchiature date prima in affitto alla società americana, ed ha realizzato una plusvalenza di \$ 2,6 mln.

## Risultati economici

**Tab. 1 – Conto Economico Consolidato Riclassificato**

Euro/mln	FY 2002	FY 2003	I Trim. 2003	I Trim. 2004
<b>Fatturato</b>	<b>54,139</b>	<b>68,195</b>	<b>12,997</b>	<b>18,939</b>
% crescita	94,4%	26,0%		45,7%
Variazione rimanenze di prodotti finiti	(0,020)	3,411	1,897	1,337
Incrementi di imm.ni per lavori interni	0,428	0,262	-	-
<b>Prodotto lordo</b>	<b>54,547</b>	<b>71,869</b>	<b>14,894</b>	<b>20,276</b>
Altri ricavi	86,1%	31,8%	0,147	0,293
% crescita	0,461	1,058	0,0%	36,1%
Costi esterni ed altri servizi diretti	(27,586)	(35,247)	(7,795)	(9,910)
% crescita		27,8%		27,1%
<b>Margine di contribuzione lordo</b>	<b>27,422</b>	<b>37,680</b>	<b>7,246</b>	<b>10,659</b>
% crescita	72,4%	37,4%		47,1%
% del fatturato	50,7%	55,3%	55,8%	56,3%
Costi per servizi	(9,358)	(14,189)	(2,978)	(4,270)
% crescita		51,6%		43,4%
<b>Valore Aggiunto</b>	<b>18,064</b>	<b>23,491</b>	<b>4,268</b>	<b>6,389</b>
% crescita	13,0%	30,0%		49,7%
% del fatturato	33,4%	34,4%	32,8%	33,7%
Costi per il personale	(11,014)	(17,965)	(3,705)	(5,040)
% crescita		63,1%		36,0%
<b>Margine operativo lordo (EBITDA)</b>	<b>7,050</b>	<b>5,526</b>	<b>0,563</b>	<b>1,349</b>
% crescita	110,5%	-21,6%		139,6%
% del fatturato	13,0%	8,1%	4,3%	7,1%
Ammort.ti ,accant.ti, svalutazioni	(3,077)	(4,128)	(0,785)	(1,191)
<b>Reddito operativo (EBIT)</b>	<b>3,971</b>	<b>1,397</b>	<b>(0,222)</b>	<b>0,158</b>
% crescita	35,5%	-64,8%		171,2%
% del fatturato	7,3%	2,0%	-1,7%	0,8%
Gestione finanziaria	1,018	0,189	0,103	0,279
<b>Risultato della gestione ordinaria</b>	<b>4,989</b>	<b>1,586</b>	<b>-0,119</b>	<b>0,437</b>
% crescita	20,9%	-68,2%		467,2%
% del fatturato	9,2%	2,3%	-0,9%	2,3%
Rettifiche di valore	0,168	0,519	0,732	0,104
Gestione straordinaria	0,390	0,108	(0,001)	0,675
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>5,547</b>	<b>2,213</b>	<b>0,612</b>	<b>1,216</b>
% crescita	32,7%	-60,1%		98,7%
% del fatturato	10,2%	3,2%	4,7%	6,4%
Imposte	(2,684)	(1,614)		
Risultato di Terzi	(0,732)	(0,045)		
<b>Utile di competenza del Gruppo</b>	<b>2,131</b>	<b>0,554</b>		
% crescita	-18,5%	-74,0%		
% del fatturato	3,9%	0,8%		

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

Il 2003 include i risultati di Cynosure per 12 mesi e si è chiuso con un fatturato pari a € 68,19 mln, in crescita del 26%, grazie, in particolare, alla vendita dei laser medicali, che rappresentano la parte principale dei ricavi totali, ed alle vendite in Europa. I sistemi industriali hanno subito la crisi del settore manifatturiero italiano.

Nel primo trimestre la crescita è risultata pari al 46%, ancora una volta trainata dal medicale, anche grazie ai risultati, lievemente superiori alle stime, di Cynosure. I primi mesi dell'esercizio in corso consolidano inoltre i risultati di Lasercut, Asceplion (acquisite

nel corso del 2003). Le vendite sul mercato domestico hanno ripreso a crescere; il buon andamento delle vendite di Asclepion e delle altre controllate attive in Europa hanno guidato la forte crescita in quest'area geografica.

All'interno del segmento medicale, il settore dell'estetica, con ca. il 56% delle vendite totali, è la componente principale; lo sviluppo si deve alla varietà di gamma ed al livello tecnologico dei prodotti El.En. che pongono il Gruppo all'avanguardia nel mondo. Molto bene anche il dentale, cresciuto nel primo trimestre del 227%, grazie alla distribuzione di Asclepion e di Deka Laser Technologies.

Per quanto riguarda l'industriale la componente marcatura per grandi superfici, in cui il Gruppo è leader di mercato, continua a mostrare i segni di debolezza che hanno caratterizzato il 2003. E' in atto un progetto di ricerca per un sistema compatto che, sulla base dell'andamento dei primi mesi del 2004, dovrebbe avere uno sviluppo interessante nel futuro.

**Tab. 2 – Suddivisione del fatturato: 2002 e 2003 a confronto**

Euro/mln	2002	% del fatturato	2003	% del fatturato	% crescita
Vendite sistemi industriali	16.991	31,4%	15.031	22,04%	-11,5%
Vendite apparecchiature laser medicali	29.598	54,7%	41.606	61,01%	40,6%
Ricerca	180	0,3%	152	0,22%	-15,6%
Assistenza tecnica	7.370	13,6%	11.406	16,73%	54,8%
Italia	21.977	40,6%	16.153	23,7%	-26,5%
Europa	10.368	19,2%	20.564	30,2%	98,3%
Resto del mondo	21.793	40,3%	31.478	46,2%	44,4%
<b>Totale</b>	<b>54.139</b>	<b>100,0%</b>	<b>68.195</b>	<b>100,0%</b>	<b>26,0%</b>

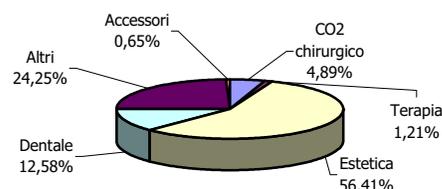
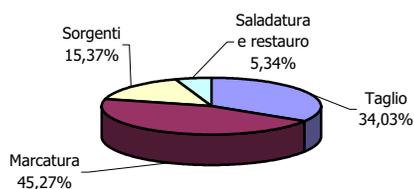
Fonte: El.En. S.p.A.

**Tab. 3 – Suddivisione del fatturato**

Euro/mln	31/03/2003	% del fatturato	31/03/2004	% del fatturato	% crescita
Sistemi industriali	2.609	20,1%	2.792	14,74%	7,0%
Laser Medicali	7.789	59,9%	12.677	66,94%	62,8%
Ricerca	50	0,4%	0	0,00%	-100,0%
Assistenza	2.549	19,6%	3.470	18,32%	36,1%
Italia	3.524	27,1%	4.842	25,6%	37,4%
Europa	3.485	26,8%	6.233	32,9%	78,9%
Resto del mondo	5.988	46,1%	7.864	41,5%	31,3%
<b>Totale</b>	<b>12.997</b>		<b>18.939</b>		<b>45,7%</b>

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

**Grafico 2 – Suddivisione dei segmenti industriale e medicale-estetico**



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

Il margine di contribuzione lordo nel 2003 è risultato in crescita del 37% con un'incidenza sul fatturato che è passata al 55% dal 51%, grazie al contributo di Cynosure che presenta, a questo livello, una marginalità superiore rispetto a quella del Gruppo ante acquisizione.

La crescita decisa dei costi per servizi, in particolare quelli legati al marketing, e delle spese del personale, per il processo di ristrutturazione di Cynosure e per il maggior numero dei dipendenti in seguito alle acquisizioni, ha penalizzato l'EBITDA e l'EBIT.

Il Margine Operativo Lordo è sceso del 22% a € 5,53 mln, mentre l'EBIT ha registrato un calo del 65% a € 1,40 mln. Il primo trimestre 2004 ha registrato invece un recupero dei margini di profitto: l'EBITDA è cresciuto del 140% con un'incidenza sul fatturato del 7,1% dal 4,3%, mentre l'EBIT è tornato positivo.

Il 2003 si è chiuso con un utile netto consolidato di € 0,55 mln rispetto al risultato di € 2,13 mln del 2002. Il primo trimestre del 2004 ha registrato un utile ante imposte pari a € 1,2 mln, quasi raddoppiato rispetto allo stesso periodo dello scorso anno.

Per il 2003 il carico fiscale è risultato particolarmente elevato, pari al 73%, poiché solo Cutlite Penta ha contabilizzato imposte anticipate sulle perdite registrate. L'esercizio si è chiuso con un utile pari a € 0,55 mln, in calo del 74% rispetto al 2002.

La posizione finanziaria netta, a fine 2003, è passata a € 12,8 mln da € 24,3 mln: la variazione è dovuta alla riduzione della liquidità ed al lieve aumento dei debiti a breve. La liquidità è stata utilizzata, oltre che per il finanziamento del capitale circolante, anche per: i) il pagamento a saldo delle azioni Cynosure; ii) l'acquisto di Lasercut e l'acconto per l'immobile dove ha sede la società; iii) l'ulteriore acquisizione del 26% di Deka LMS; iv) l'acquisizione del 20% di Asa; v) il pagamento dei dividendi. Tra i debiti a breve vi è stata l'iscrizione di € 1,5 mln per l'acquisizione delle attività di Asclepion.

L'ulteriore riduzione a fine marzo 2004 è dovuta all'acquisizione del 30% di Quanta System che ha comportato l'esborso di € 0,5 mln e l'iscrizione tra i debiti a breve di € 1 mln.

**Dal lato  
patrimoniale**

**Tab. 4 – Posizione Finanziaria Netta**

Euro/mln	31-12-2002	31-12-2003	31-03-2004
Debiti fin. a medio e lungo termine	(1,871)	(1,844)	(1,970)
<b>Indebitamento fin. a M/L termine</b>	<b>(1,871)</b>	<b>(1,844)</b>	<b>(1,970)</b>
Debiti finanziari a breve	(0,888)	(2,105)	(3,383)
Disponibilità liquide	27,129	16,818	14,936
<b>Posizione finanziaria netta a breve</b>	<b>26,241</b>	<b>14,713</b>	<b>11,553</b>
<b>Totale disponibilità finanziarie nette</b>	<b>24,369</b>	<b>12,869</b>	<b>9,583</b>

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

## Previsioni e valutazione

Nel 2004 si stima una crescita del fatturato attorno al 29% anche grazie al contributo delle società acquisite nel corso del 2003; inoltre è atteso un recupero del settore industriale.

Le stime relative al 2004 tengono conto dei ricavi e della plusvalenza derivanti dalla cessione di Sona International, avvenuta nel secondo trimestre dell'anno. In particolare dalla cessione delle apparecchiature, prima date in affitto, il Gruppo registra l'entrata di \$

**Previsioni  
2004-2006**

1,2 mln, inclusa nel fatturato, e costi \$ 0,7 mln relativi alle macchine stesse, mentre, tra le entrate straordinarie, si contabilizzano \$ 2,6 mln come plusvalenza risultante dalla cessione della partecipazione in Sona.

Gli investimenti, per il 2004, dovrebbero mostrare una dinamica simile a quella del 2003. Per quanto riguarda il biennio successivo, si stima un buon andamento dell'attività, con un progressivo miglioramento dei margini di profitto.

Nella tabella seguente, la revisione delle stime deriva anche dall'effetto della cessione di Sona; inoltre sono state apportate lievi variazioni in termini di crescita dei vari segmenti e di incidenza dei costi, con effetti positivi sulla marginalità.

Euro/mln	2004E Old	2004E New	2005E Old	2005E New
<b>Fatturato</b>	<b>87,000</b>	<b>88,990</b>	<b>98,310</b>	<b>100,559</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7,833</b>	<b>8,084</b>	<b>9,385</b>	<b>10,477</b>
% fatturato	9,0%	9,1%	9,5%	10,4%
<b>EBIT</b>	<b>3,783</b>	<b>3,914</b>	<b>5,385</b>	<b>6,234</b>
% fatturato	4,3%	4,4%	5,5%	6,2%
<b>Utile netto</b>	<b>2,169</b>	<b>2,570</b>	<b>3,139</b>	<b>3,482</b>
% fatturato	2,5%	2,9%	3,2%	3,5%

Fonte: stime 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.

Si procede quindi 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 **€ 17,3**: si conferma il giudizio **buy**, con un upside del 13%, anche sulla base delle previsioni di crescita sopra esposte.

**Valutazione**

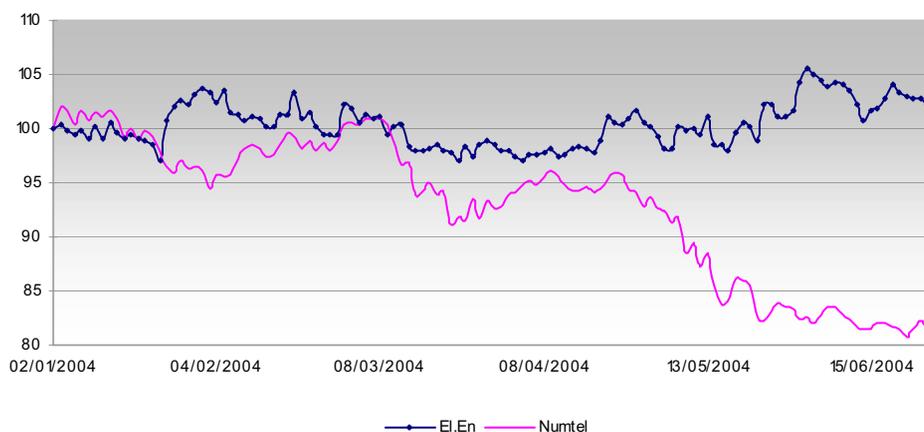
## Andamento di borsa

La performance del titolo El.En. da inizio anno è risultata in rialzo dell'1,2% ca., nettamente superiore a quella del Numtel, che ha segnato una flessione del 18%.

Il titolo ha seguito un andamento correlato a quello dell'indice di riferimento nei primi mesi dell'anno, per poi tracciare un trend rialzista e divergente a partire dalla fine dell'aprile scorso.

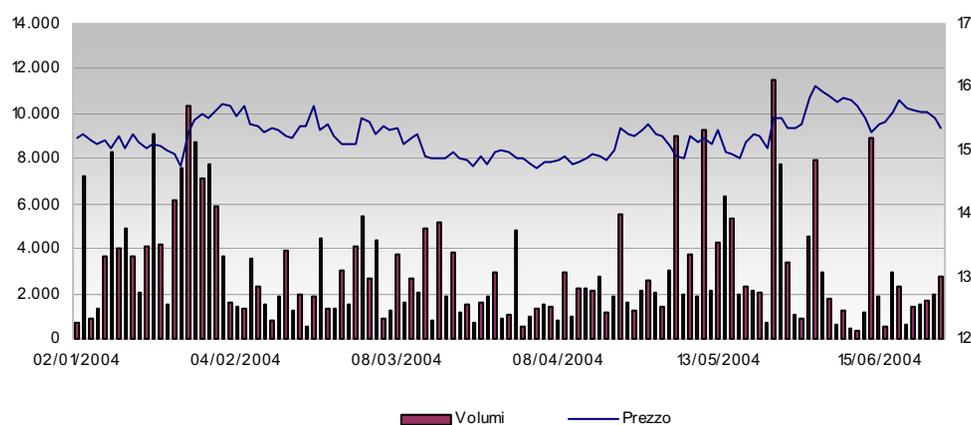
A partire dall'aprile scorso, il titolo è entrato a far parte del Techstar, il segmento che, all'interno del Nuovo Mercato, raggruppa le società in grado di soddisfare elevati requisiti di crescita, di trasparenza e corporate governance.

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



Fonte: Bloomberg

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



Fonte: Bloomberg

**Tab. 6 – Volumi e controvalori medi giornalieri da inizio 2004**

Mese	Media Giornaliera	Ctv medio giornaliero (euro)
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	2.382	37.284
<b>Media</b>	<b>3.018</b>	<b>46.006</b>

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

## Allegati

<b>Conto Economico (€ mln)</b>					
	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>
<b>Fatturato</b>	<b>54,139</b>	<b>68,195</b>	<b>88,990</b>	<b>100,559</b>	<b>112,123</b>
% crescita		26,0%	30,5%	13,0%	11,5%
Variazione rimanenze prodotti finiti	(0,020)	3,411	1,300	1,300	1,300
Incrementi di imm.ni per lavori interni	0,428	0,262	0,000	-	-
<b>Prodotto lordo</b>	<b>54,547</b>	<b>71,869</b>	<b>90,290</b>	<b>101,859</b>	<b>113,423</b>
% crescita		31,8%	25,6%	12,8%	11,4%
Altri ricavi	0,461	1,058	0,784	0,800	0,800
Costi esterni e altri servizi diretti	(27,586)	(35,247)	(44,798)	(49,911)	(55,577)
<b>Margine di contribuzione lordo</b>	<b>27,422</b>	<b>37,680</b>	<b>46,276</b>	<b>52,748</b>	<b>58,646</b>
% crescita		37,4%	22,8%	14,0%	11,2%
% del fatturato	50,7%	55,3%	52,0%	52,5%	52,3%
Costi per servizi	(9,358)	(14,189)	(17,426)	(19,659)	(21,891)
<b>Valore aggiunto</b>	<b>18,064</b>	<b>23,491</b>	<b>28,850</b>	<b>33,089</b>	<b>36,755</b>
% crescita		30,0%	22,8%	14,7%	11,1%
% del fatturato	33,4%	34,4%	32,4%	32,9%	32,8%
Costi per il personale	(11,014)	(17,965)	(20,767)	(22,613)	(24,726)
<b>Margine operativo lordo (EBITDA)</b>	<b>7,050</b>	<b>5,526</b>	<b>8,084</b>	<b>10,477</b>	<b>12,029</b>
% crescita		-21,6%	46,3%	29,6%	14,8%
% del fatturato	13,0%	8,1%	9,1%	10,4%	10,7%
Ammortamenti e accantonamenti	(3,077)	(4,128)	(4,170)	(4,242)	(4,266)
<b>Reddito operativo (EBIT)</b>	<b>3,971</b>	<b>1,397</b>	<b>3,914</b>	<b>6,234</b>	<b>7,763</b>
% crescita		-64,8%	180,1%	59,3%	24,5%
% del fatturato (ROS)	7,3%	2,0%	4,4%	6,2%	6,9%
Gestione finanziaria	1,018	0,189	0,200	0,200	0,200
<b>Risultato della gestione ordinaria</b>	<b>4,989</b>	<b>1,586</b>	<b>4,114</b>	<b>6,434</b>	<b>7,963</b>
% crescita		-68,2%	159,3%	56,4%	23,8%
% del fatturato	9,2%	2,3%	4,6%	6,4%	7,1%
Rettifiche di valore	0,168	0,519	0,200	0,200	0,200
Gestione straordinaria:	0,390	0,108	2,063	-	-
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>5,547</b>	<b>2,213</b>	<b>6,377</b>	<b>6,634</b>	<b>8,163</b>
% crescita		-60,1%	188,1%	4,0%	23,0%
% del fatturato	10,2%	3,2%	7,2%	6,6%	7,3%
Imposte	(2,684)	(1,614)	(3,507)	(2,853)	(3,510)
Utile di terzi	(0,732)	(0,045)	(0,300)	(0,300)	(0,300)
<b>Utile di Gruppo</b>	<b>2,131</b>	<b>0,554</b>	<b>2,570</b>	<b>3,482</b>	<b>4,353</b>
% crescita		-74,0%	363,9%	35,5%	25,0%
% del fatturato	3,9%	0,8%	2,9%	3,5%	3,9%
<b>Cash flow</b>	<b>5,208</b>	<b>4,682</b>	<b>6,740</b>	<b>7,724</b>	<b>8,619</b>
% crescita		-10,1%	43,9%	14,6%	11,6%
% del fatturato	9,6%	6,9%	7,6%	7,7%	7,7%

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

<b>Stato patrimoniale consolidato</b>					
	<b>2002</b>	<b>2003E</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>
Totale immobilizzazioni	16,305	17,092	16,732	15,565	15,013
Totale circolante netto	14,601	22,570	27,428	31,121	34,353
F.di a medio lungo	3,508	2,580	4,079	4,140	4,171
<b>Capitale investito netto</b>	<b>27,398</b>	<b>37,081</b>	<b>40,081</b>	<b>42,545</b>	<b>45,195</b>
Patrimonio Netto totale	51,768	49,950	51,546	54,044	56,926
Indebitamento fin. netto	(24,369)	(12,869)	(11,465)	(11,499)	(11,732)
<b>Totale fonti</b>	<b>27,398</b>	<b>37,081</b>	<b>40,081</b>	<b>42,545</b>	<b>45,195</b>

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

<b>Ratio analysis</b>					
<b>Indici reddituali</b>	<b>2002</b>	<b>2003E</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>
ROE %	4,68%	1,25%	5,60%	7,34%	8,70%
MOL/fatturato%	13,02%	8,10%	8,99%	10,42%	10,73%
ROS %	7,33%	2,05%	4,31%	6,20%	6,92%
Utile / Fatturato %	3,94%	0,81%	2,85%	3,46%	3,88%
Cash flow/fatturato %	9,62%	6,87%	7,53%	7,68%	7,69%
<b>Struttura patrimoniale/finanziaria</b>					
Debiti finanziari netti (eur mln)	(24,369)	(12,869)	(11,465)	(11,499)	(11,732)
D/E	(0,535)	(0,291)	(0,253)	(0,242)	(0,234)
Att. corr/pass. Corr.	3,091	2,901	2,915	2,936	2,924
<b>Circolante</b>					
Capitale circolante (eur mln)	14,601	22,570	27,428	31,121	34,353
Capitale circ./fatturato %	26,97%	33,10%	30,82%	30,95%	30,64%
<b>Indicatori di borsa</b>					
EPS	0,461	0,120	0,548	0,753	0,942
CFPS	1,127	1,013	1,451	1,671	1,865
BVPS	9,858	9,575	9,792	10,268	10,827
P/E	33,285	128,051	27,993	20,374	16,296
P/CF	13,619	15,149	10,581	9,184	8,230
P/BV	1,557	1,603	1,568	1,495	1,418
EV/ Sales	0,860	0,851	0,652	0,577	0,518
EV/Ebitda	6,605	10,507	7,254	5,542	4,827
EV/Ebit	11,726	41,553	15,144	9,314	7,480
<b>Dividendi (eur mln)</b>					
DPS	0,2	0,25	0,25	0,25	0,25
Pay-out %	43,37%	208,55%	45,59%	33,18%	26,54%
Yield%	1,30%	1,63%	1,63%	1,63%	1,63%
<b>Tax rate %</b>					
	48,38%	72,93%	55,00%	43,00%	43,00%

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

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 SOCIETÀ, 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 29 GIUGNO 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  
Via S. Spirito, 14 - 20121 Milano  
Telefono (02) 76060.1 - Fax (02)784664