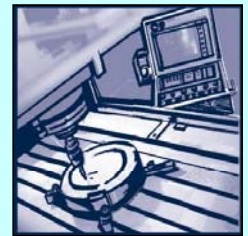




Cofiri SIM spa
Servizio Studi

EL.EN.

Rating: BUY



UN RAGGIO DI INNOVAZIONE

- ▶ **El.En. è uno dei principali operatori integrati del panorama laser europeo e produce sorgenti laser e apparecchiature per i mercati industriale e medicale. Grazie ad una serie di acquisizioni effettuate con i proventi della quotazione la società ha allargato significativamente la copertura geografica ed il portafoglio prodotti.**
- ▶ **El.En. vanta una forte relazione con centri accademici di ricerca, che consente al Gruppo di monitorare le nuove frontiere di applicazione dei laser e innovare costantemente i propri prodotti, sia medicali che industriali.**
- ▶ **Il mercato di riferimento presenta interessanti prospettive di crescita legate al miglioramento della qualità della vita e alla crescente automazione produttiva, sostenuto da un trend di progressiva penetrazione della tecnologia laser. Il mercato globale si presenta molto parcellizzato e soggetto ad una fase di consolidamento.**
- ▶ **Alle attuali valorizzazioni il titolo risulta a sconto verso i comparables europei e d'oltreoceano. Sulla base di una media ponderata della valutazione a DCF e a multipli di mercato ricaviamo un *target price* di EUR 22.1 per azione, cui associamo un giudizio di acquisto.**

Prezzo (07/10/2003):
EUR 16,163

Market cap
EUR 74 mln

Controvalore scambi
(media 30 gg):
EUR 46,5 mila

Mercato: Numtel

EUR mln	NET SALES	EBITDA	EBIT	NET PROFIT	EV/SALES x	EV/EBITDA x	EV/EBIT x	EPS EUR	P/E x	Dividend EUR	Dividend Yield (%)
2000	26.0	7.2	6.3	3.0	2.70	9.72	11.21	0.65	33.89	0.20	0.903
2001	27.8	3.8	2.6	2.3	1.56	11.44	16.81	0.49	31.60	0.20	1.279
2002	54.1	6.9	4.0	2.1	0.75	5.92	10.23	0.46	27.84	0.25	1.939
2003E	69.5	6.6	2.5	1.1	0.86	9.02	24.43	0.24	62.71	0.20	1.326
2004E	80.6	9.7	5.7	2.6	0.75	6.29	10.71	0.56	26.96	0.25	1.658
2005E	91.4	13.0	9.9	4.5	0.68	4.79	6.29	0.98	15.39	0.30	1.989
2006E	101.1	16.0	12.4	5.6	0.63	3.99	5.16	1.23	12.28	0.35	2.321

INDICE

1 Sintesi di investimento	3
2 Il Gruppo El.En.	4
2.1 La struttura del Gruppo.....	4
2.2 L'attività.....	5
2.3 La struttura dell'azionariato	6
2.4 La performance borsistica	7
3 Il contesto di settore	8
3.1 Il mercato dei laser medicali.....	9
3.2 Il mercato dei laser industriali	13
3.3 Il mercato italiano	16
3.4 La concorrenza	16
3.5 Attività M&A	17
3.6 Rischi di mercato	18
4 Le strategie del Gruppo e l'andamento economico	20
4.1 La crescita internazionale.....	20
4.2 I risultati di bilancio	21
4.3 I dati semestrali	24
4.4 SWOT analysis	26
5 Le previsioni	27
5.1 Le assunzioni di conto economico	27
5.2 Le assunzioni di stato patrimoniale	28
6 La valutazione.....	29
6.1 Valutazione <i>Discounted Cash Flow</i>	29
6.2 Valutazione a multipli di mercato.....	30
6.3 Conclusioni	31
7 Appendice	32
7.1 Conto Economico	32
7.2 Impieghi	33
7.3 Fonti.....	34
7.4 Flussi per la valutazione	34
7.5 Laser Index Cofiri – composizione e pesi.....	34

1 Sintesi di investimento

El.En. è uno dei **principali operatori del settore laseristico italiano**, attiva sia nella produzione di sorgenti che di apparecchi finiti. Il Gruppo El.En. realizza apparecchiature per i settori industriale e medicale che vengono utilizzate in un'ampia gamma di procedure e trattamenti.

El.En. si è recentemente trasformata **da puro player nazionale a realtà internazionale** con una significativa presenza negli USA, primo mercato per la tecnologia laser, ed una buona copertura geografica a livello mondiale.

Tale processo di internazionalizzazione è stato possibile grazie ad una serie di acquisizioni mirate, che hanno rafforzato il Gruppo sia sul fronte medicale che su quello industriale.

Il Gruppo El.En. affianca alla **qualità produttiva una significativa attività di ricerca e sviluppo**, che consente di mantenere un vantaggio competitivo su tutta la gamma di prodotti, con la possibilità di innovare costantemente l'offerta e difendersi così dalle pressioni concorrenziali.

La tecnologia laser è già in uso da tempo nel settore industriale, dove la lavorazione dei metalli è oggi il segmento più maturo di applicazione, e sta trovando un numero sempre più ampio di campi d'utilizzo nel trattamento delle superfici. Da ambiti tradizionalmente "*low-profit*" il mercato si sta allargando a segmenti ad alta redditività come quello tessile o quello orafa.

Nel segmento medicale, invece, i laser sono da anni presenti nel settore oftalmologico, dove vengono utilizzati per la correzione di miopia e presbiopia. Nel corso degli ultimi anni l'uso dei laser ha trovato sempre maggior consenso tra i medici ed è oggi utilizzato in numerosi settori, dal dentale all'estetico, chirurgico, terapeutico e diagnostico.

In particolare, i laser per i trattamenti estetici e dermatologici stanno vivendo un momento di forte sviluppo grazie al crescente livello di qualità della vita nei paesi industrializzati.

El.En. può oggi far leva su una **copertura geografica internazionale, sul controllo completo della catena produttiva e sul monitoraggio costante degli sviluppi tecnologici**; oltre a ciò, il Gruppo dispone ancora di una parte dei proventi della quotazione (EUR 18 mln al 30/06/2003) che potrà utilizzare per rafforzarsi ulteriormente.

Alla luce delle prospettive del mercato dei laser e del processo di integrazione delle realtà acquisite abbiamo ipotizzato uno sviluppo del business che ci porta a valutare la Società, sulla base del metodo DCF, EUR 22 per azione. Applicando il metodo dei multipli di mercato si raggiunge invece una valorizzazione di EUR 22.2 per azione.

Ponderando i risultati dei due metodi si ottiene un *fair value* del titolo pari a EUR 22.13, con un *upside* del 37% sugli attuali corsi.

Fonte: stime Cofiri

Ponderazione delle valutazioni		Pond. %	
Valutazione a DCF	22.03	50%	11.01
Valutazione a multipli di mercato 2003	22.24	50%	11.12
Media ponderata			22.13

2 Il Gruppo El.En.

2.1 La struttura del Gruppo

La capogruppo El.En. **inizia ad operare nel 1981** nella progettazione, costruzione e vendita di apparecchiature elettroniche e meccaniche per l'industria e la ricerca, in collaborazione con Istituti di ricerca quali CNR ed ENEA, sviluppando nel 1983 le prime sorgenti laser a CO₂ per impiego nel campo medico. Negli anni successivi El.En. inizia a produrre *kit* per laser terapeutici, sistemi di taglio laser per cartone e pelli e laser ad eccimeri per angioplastica. Nel 1989 El.En. ha dato il via all'espansione che ha portato alla costituzione di un Gruppo articolato attivo in Italia e all'estero.

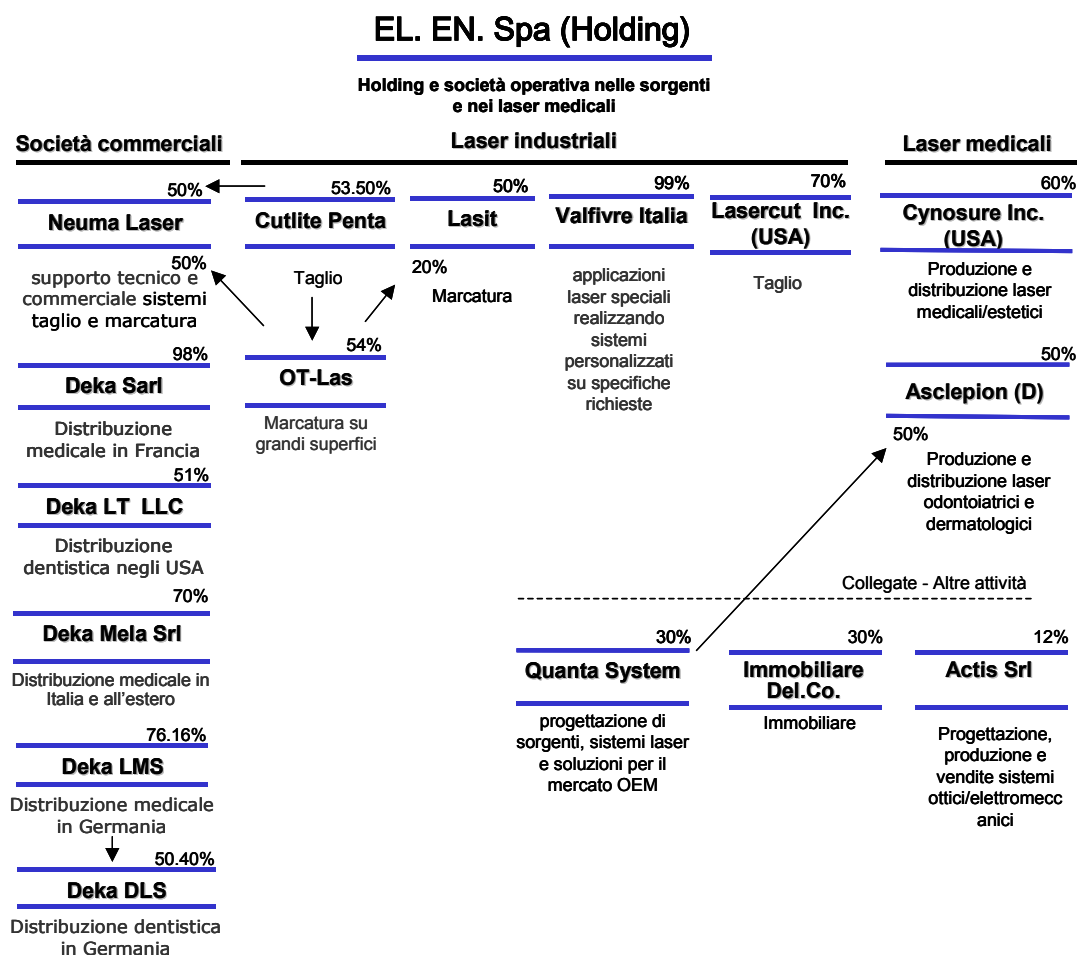
Espansione internazionale

Nel 2002 e 2003, grazie ai proventi della quotazione, El.En. ha perfezionato tre importanti operazioni di crescita internazionale:

- ▶ nel 2002 ha acquisito il 60% dell'americana **Cynosure**, attiva nel settore dei laser medicali per estetica;
- ▶ nel 2003 acquista il 70% di **Lasercut**, società americana operante nel settore laser per taglio di fustelle e metallo, che si integra nel Gruppo sia come struttura commerciale che come cliente per le sorgenti El.En.;
- ▶ sempre nel 2003, El.En. acquisisce il 100% delle attività in ambito dermatologico ed odontoiatrico di **Asclepion Laser Technologies**, ramo di Carl Zeiss Meditec; il Gruppo El.En. ne controlla il 50% direttamente ed il 50% attraverso la collegata Quanta System.

A seguito delle ultime acquisizioni il Gruppo si presenta come segue:

Fonte: Dati societari



Grazie alle più recenti operazioni, il Gruppo El.En. può quindi vantare un **posizionamento geografico e di brand** di primario livello in quanto:

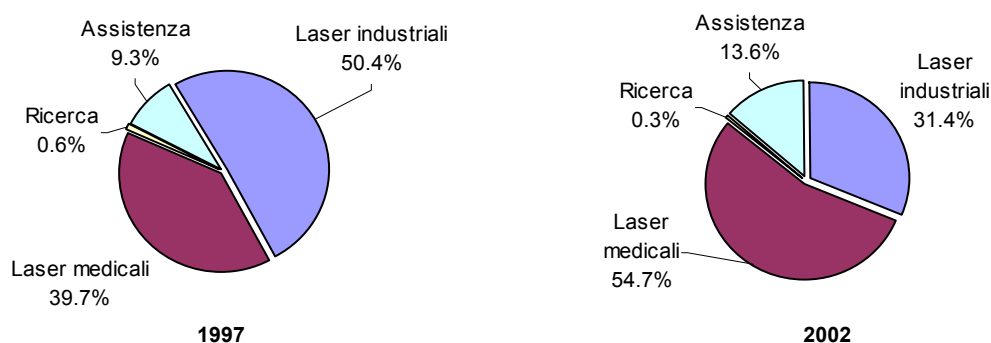
- ▶ **ha rafforzato la posizione sul mercato americano, che rappresenta circa il 60% del mercato mondiale, avvalendosi del supporto di marchi rinomati;**
- ▶ **ha allargato la gamma e le potenzialità di utilizzo delle proprie sorgenti, in quanto Lasercut non ne produce mentre Asclepion rafforza le sorgenti a stato solido (diodo ed Er:YAG);**
- ▶ **ha consolidato la propria presenza diretta in Europa e specialmente sul mercato tedesco, il principale a livello europeo.**

2.2 L'attività

L'offerta del Gruppo El.En. è molto ampia e si basa sulla produzione di sorgenti che vengono principalmente utilizzate nei laser medicali e in quelli industriali realizzati dal Gruppo, con una quota residuale venduta a terzi. Lo sviluppo temporale dei ricavi evidenzia una **focalizzazione sempre maggiore sul settore medicale**, che passa dal 39% dei ricavi totali nel 1997 al 64.6% nel 1999 al 55% nel 2002, che diventa un 65% circa includendo la componente "assistenza" relativa ai ricavi derivanti anche dalla formula commerciale del noleggio delle apparecchiature per depilazione utilizzata negli USA da una collegata di Cynosure.

Fonte: Elaborazioni Cofiri su dati societari

Breakdown del fatturato per settori - Confronto dati 1997 e 2002



In termini di sottosettori, nelle **applicazioni industriali** il "taglio" è stato raggiunto e superato dalla "marcatura", segmento che ha sostenuto la crescita nel 2002 e che presenta interessanti prospettive di sviluppo. Nel **medicale**, invece, il comparto estetico continua ad essere il mercato principale, mentre le applicazioni chirurgiche hanno perso via via importanza (anche per effetto di riclassifiche dei ricavi per segmenti operativi). Segnaliamo che, con l'acquisizione Cynosure, il Gruppo è entrato in nuovi settori di applicazione che non trovano ancora una identità definita e che sono raggruppati nella voce "Altri" (dermatologia e vascolare).

Fonte: Elaborazioni Cofiri su dati societari

Breakdown per segmenti	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Industriale	49.2%	41.0%	27.6%	32.1%	38.2%	31.4%
- taglio	57.1%	64.2%	66.7%	62.4%	57.0%	45.7%
- marcatura	30.6%	30.7%	27.2%	21.4%	32.5%	47.0%
- sorgenti	11.6%	3.6%	3.9%	13.2%	8.6%	6.3%
- restauro	0.7%	2.1%	2.3%	3.0%	1.9%	1.0%
Medicale	38.8%	51.2%	64.6%	60.1%	54.2%	54.7%
- CO2 chirurgico	41.1%	18.6%	6.4%	10.6%	10.2%	6.1%
- Terapia	23.8%	7.2%	4.5%	4.9%	4.9%	2.0%
- Estetica	0.0%	49.9%	77.4%	73.9%	64.7%	62.4%
- Dentale	26.3%	17.1%	8.1%	4.1%	10.0%	6.5%
- Altri	5.5%	2.6%	2.7%	4.0%	7.5%	20.9%
- Accessori	3.3%	4.8%	0.8%	2.5%	2.8%	2.1%

Allo sviluppo del Gruppo ha fatto seguito una **significativa internazionalizzazione dei ricavi**: nel 2002, grazie al contributo di Cynosure, il fatturato consolidato è stato realizzato per il 60% in Europa (con l'Italia che rappresenta circa il 40% del totale) a fronte del 76% del 2001.

I campi di applicazione dei laser sono molteplici e variano in base alla tipologia di sorgente e di fascio. Nella tabella seguente abbiamo cercato di fornire una panoramica a matrice unendo informazioni di mercato (principali tipologie di laser, caratteristiche e aree di utilizzo) con l'attività del Gruppo, evidenziando i segmenti coperti (aree colorate) e le società operative attive in ciascun comparto.

Fonte: Elaborazioni Cofiri

Settori applicativi del laser - Copertura del Gruppo El. En						Società Operative		
	Spettro luce	Caratteristiche	Applicazioni mediche	Applicazioni industriali		Medicale	Industriale	
GAS	CO2	Infrarosso	Laser ad ampio spettro di applicazioni basate principalmente sull'elevata potenza ed efficienza	Dermatologia-Eстетica Chirurgia Estetica Fisioterapia Otorinolaringoiatria Odontostomatologia Veterinaria Ginecologia Medicina sportiva Neurologia	Taglio Marcatura	- metalli - laminati plastici - materiali non metallici - fustelle - tessuti, pelle, legno carta - ceramica, vetro, cotto marmo	Dek Asclepion	Cutlite Penta Lasercut Lasit Ot-Las
	Eccimeri	Ultravioletto	Laser con particolari doti di precisione	Dermatologia-Eстетica Oftalmologia Angioplastica	Applicazioni speciali	- semiconduttori - schermi TFT	Deka	
	Vapori di rame	visibile	Laser molto efficiente	Dermatologia Trattamenti oncologici	Incisione e taglio		Asclepion	
	Gas nobili (Kripto, Argon, He-Ne, ecc.)	ultravioletto visibile	Trovano applicazione in sostituzione di laser Nd:Yag e Co2 in chirurgia ma sono soppiantati da laser a diodo per le applicazioni a bassa potenza					
STATO SOLIDO	Nd:YAG	infrarosso visibile	Ampla gamma di applicazioni, alta potenza erogabile in continuo o a impulsi; molto utilizzato in medicina in quanto l'infrarosso ha un alto potenziale di assorbimento	Dermatologia-Eстетica Medicina Estetica Medicina dello sport Ginecologia Odontostomatologia Chirurgia endoscopica	Marcatura Saldatura Applicazioni speciali	- metalli - metalli - plastica - pulitura - conservazione	Dek Cynosure	El.En Lasit
	Ho:YAG			Chirurgia ortopedica Medicina dello sport Chirurgia endoscopica Urologia			Deka	
	Er:YAG			Dermatologia - Eстетica Odontostomatologia			Dek Asclepion	
	Rubino	visibile	Oltre che per le applicazioni mediche sono molto utilizzati nella ricerca	Dermatologia			Asclepion	
	Alessandrite	visibile		Dermatologia			Cynosure	
	Diodo	visibile infrarosso	Trovano principale applicazione in ambito industriale ma stanno entrando anche sul medicale nei segmenti che richiedono potenze molto basse	Estetica Medicina dello sport Odontostomatologia Oftalmologia Dermatologia	Trasmissione e misurazione Archiviazione e lettura	- telecomunicazioni - misurazione - spettroscopia - DVD - CD_ROM - lettori codici a barre	Dek Asclepion	
	Coloranti organici	visibile	Ampio spettro cromatico, buoni sviluppi nella ricerca e nella diagnostica	Dermatologia-Eстетica			Dek Cynosure	
FEL	Laser ad elettroni liberi		Chirurgia	Lavorazioni materiali Bio e Nanotecnologie				
CHIMICI	DF-CO2	infrarosso	laser autoalimentato, utilizzati principalmente nell'alimentazione di laser a gas					
Lampade	Luce pulsata		Estetica			Deka		

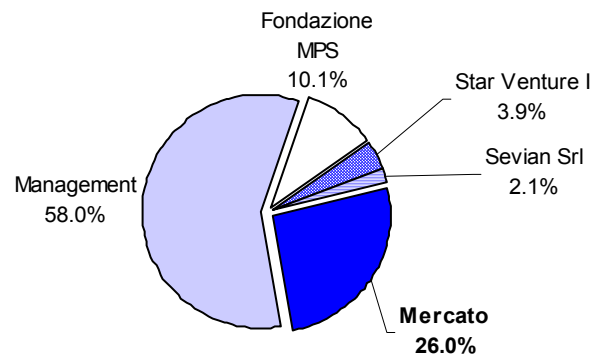
2.3 La struttura dell'azionariato

Come si rileva dal grafico seguente, il management controlla il 58% della Società, mentre il flottante rappresenta il 23.8% del capitale.

In data 27 ottobre 2000 il management ha sottoscritto un patto parasociale, di durata triennale con tacito rinnovo per altri tre anni, con il quale sono stati creati un sindacato di voto ed un sindacato di blocco cui è stato conferito il 52% del capitale sociale.

Fonte: CONSOB

Composizione dell'azionariato al 10/09/2003



2.4 La performance borsistica

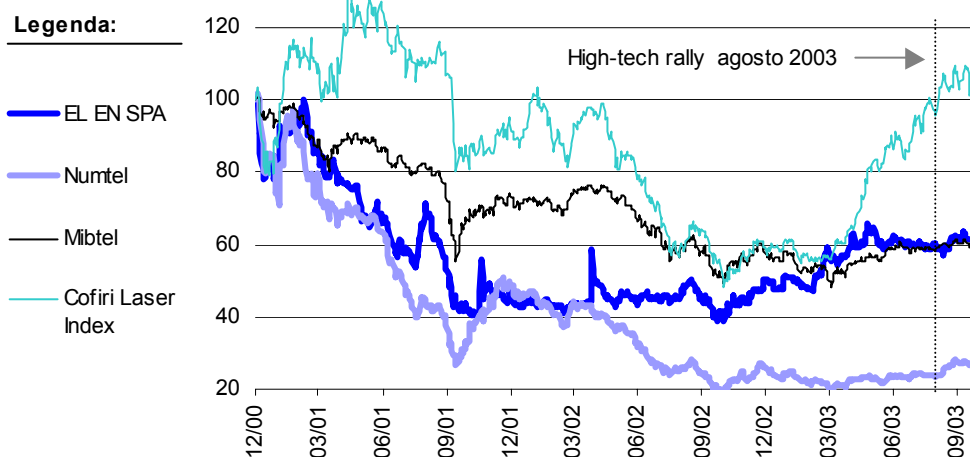
El.En. è stata quotata al Nuovo Mercato l'11/12/2000 al prezzo di EUR 26 per azione. Il grafico riporta la performance dalla data di quotazione confrontata con l'indice di riferimento Numtel, l'indice Mibtel e l'indice internazionale di settore creato da Cofiri che comprende le principali società laser quotate.

Dalla data di IPO El.En. ha largamente battuto l'indice Numtel, registrando al 03/10/2003 una sovraperformance del 34.8%, e successivamente all'acquisizione Cynosure ha intrapreso un trend di crescita che ha portato il titolo a sovraperformare anche Mibtel (+1.58%) e Mib30 (+6%).

L'unico confronto negativo risulta verso il Cofiri Laser Index (dettagli in appendice), che negli ultimi mesi si è riportato ai livelli del dicembre 2000 con una sovraperformance su El.En. del 44% circa.

Fonte: Datastream

Performance borsistica El.En. Spa (base 100 = 11/12/2000)



3 Il contesto di settore

Secondo i più recenti dati forniti da Optech Consulting, il mercato mondiale dei laser ha raggiunto nel 2002 un valore complessivo di EUR 65.6 mld, suddiviso tra sorgenti laser e sistemi laser completi. Escludendo telecomunicazioni e Information Technology, che utilizzano soluzioni dedicate, **il principale mercato è quello delle applicazioni industriali**, cui seguono la microlitografia (impiegata nella produzione di circuiti integrati), la misurazione e ricerca ed infine il settore medicale.

Fonte: Optech Consulting, apr 2003

Mercato mondiale Laser - EUR mld	2001	2002	Var YoY
Sorgenti laser			
Telecomunicazioni	1.90	1.00	-47.4%
Lavorazioni industriali (inclusa microlitografia)	1.45	1.40	-3.4%
Information Technology	0.90	1.35	50.0%
Medicali	0.55	0.45	-18.2%
Misurazioni e ricerca	0.24	0.24	0.0%
Totale	5.04	4.44	-11.9%
Sistemi laser			
Telecomunicazioni	14.90	10.50	-29.5%
Lavorazioni industriali (escluso microlitografia)	4.30	3.70	-14.0%
Microlitografia	2.60	2.80	7.7%
Information Technology	40.30	41.50	3.0%
Medicali	1.30	1.05	-19.2%
Misurazioni e ricerca	1.80	1.60	-11.1%
Totale	65.20	61.15	-6.2%

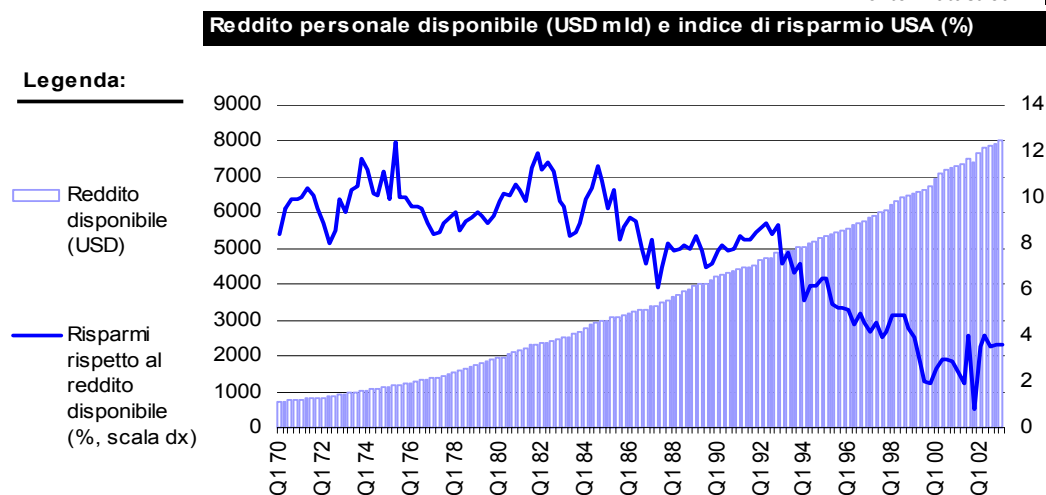
I *driver* dei due mercati di interesse per El.En., il medicale e l'industriale, sono rispettivamente il reddito disponibile e la propensione alla spesa e gli investimenti in conto capitale relativi alla produzione industriale.

I driver di mercato:

Nel grafico sottostante abbiamo riportato l'andamento del **reddito personale disponibile negli USA dal 1970 ad oggi ed il relativo indice di risparmio**, calcolato come risparmi fratto reddito disponibile. A fronte di un *trend* stabile di crescita del reddito disponibile, la propensione al consumo si è accentuata negli anni '90 a seguito di un innalzamento del livello medio di qualità della vita. Negli anni 1998-2000 il tasso di risparmio è sceso drasticamente ed il successivo ritracciamento "obbligato" dovrebbe essere funzionale al recupero di un ritmo sostenibile per la ripresa dei consumi, i cui primi segnali (seppur non saldissimi) si stanno vedendo negli ultimi dati macroeconomici.

...per il medicale...

Fonte: Datastream



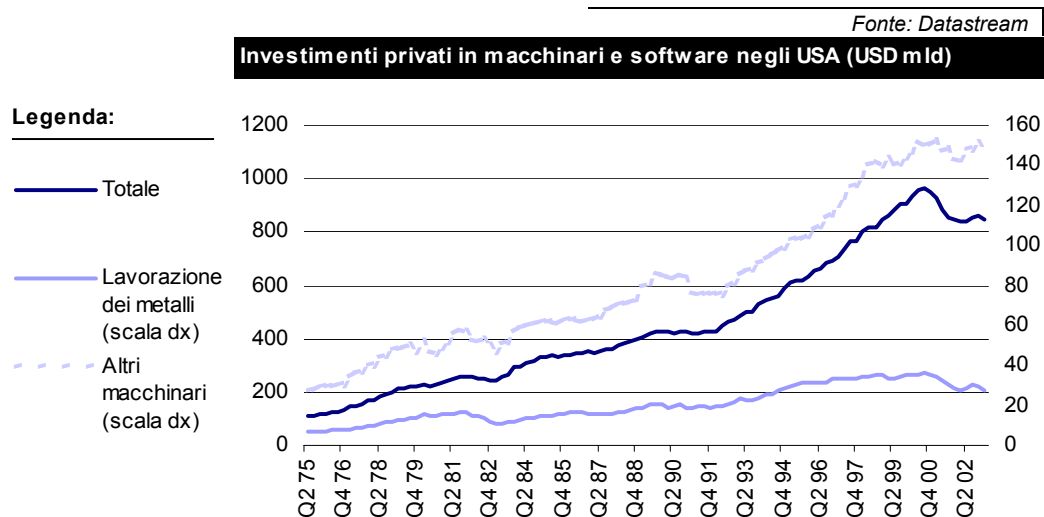
Ai fini della nostra analisi è necessario considerare che l'innalzamento del livello di qualità della vita è un fenomeno globale, pur con ovvie differenziazioni geografiche; pertanto, contrazioni come quelle registrate negli ultimi due anni sono da interpretarsi come oscillazioni attorno ad un *trend* stabilmente crescente.

Per quanto riguarda il **settore industriale**, invece, data l'articolata struttura del mercato, abbiamo preso quale riferimento le indicazioni del US Bureau of Commerce relativo agli **investimenti per la produzione industriale**: il grafico sottostante illustra come la flessione del 2000-2003 rappresenti il ritracciamento più marcato degli ultimi 30 anni.

Abbiamo evidenziato in particolare l'andamento della componente per lavorazione dei metalli, il mercato più evoluto per le applicazioni laser industriali: in tre anni il valore degli investimenti si quasi è dimezzato, lasciando spazio ad una ripresa, sostenuta dalla penetrazione di sistemi ad alta potenza.

Per tutte le altre applicazioni, invece, le potenzialità del mercato sono notevoli grazie ad una crescente versatilità della tecnologia laser che la rendono adatta ad una varietà di materiali diversi dal metallo (plastica e tessuti i principali, ma anche nel settore orafa) e ad una crescente gamma di lavorazioni (taglio, perforazione, marcatura, ecc.).

[...e per l'industriale](#)



3.1 Il mercato dei laser medicali

Analizzando il mercato dei laser medicali dal punto di vista delle sole **sorgenti** (i dati collimano con le indicazioni di Optech Consulting a pag. 8), la tabella seguente illustra come tale mercato sia dominio dei laser non a diodo, ossia di sorgenti di dimensioni e potenza significativi.

[Le sorgenti...](#)

Fonte: Laser Focus World (LFW), gen 2003

Laser medicali (USD mln)	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Diodo	13.4	23.4	25.4	82.0	60.4	44.0
Non diodo	300.4	414.7	435.8	628.6	470.7	347.3
Totale	313.8	438.1	461.2	710.6	531.1	391.4
Var %		39.6%	5.3%	54.1%	-25.3%	-26.3%

Analizzando nel dettaglio i dati disponibili sulle sorgenti non diodo (El.En. è presente anche nel segmento a diodo con prodotti per estetica ed odontoiatria), secondo le indagini di Laser Focus presso gli operatori di settore negli scorsi due anni, **il mercato ha registrato una flessione significativa sia in termini di unità che di prezzi**, come evidenziato nella tabella successiva. Tuttavia, **nel 2003 ci si attende una ripresa del mercato del 10.4% quale risultate di un incremento del 6.6% delle unità vendute e del 3.5% del prezzo medio.**

Fonte: Laser Focus World (LFW), gen 2003

Andamento vendite per settore	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 E
Medicali								
Unità (.000)	9.7	11.6	13.2	13.7	14.5	12.6	10.6	11.3
crescita annua vendite (%)		19.6%	13.8%	3.8%	5.8%	-13.1%	-15.9%	6.6%
Ricavi (USD mln)	281	300	448	436	629	471	347	383
crescita annua vendite (%)		6.8%	49.3%	-2.7%	44.3%	-25.1%	-26.3%	10.4%
prezzo medio (USD)	28969	25862	33939	31825	43379	37381	32736	33894
var prezzo medio		-10.7%	31.2%	-6.2%	36.3%	-13.8%	-12.4%	3.5%

Per quanto riguarda i sistemi, ossia gli **apparecchi laser** completi, i dati forniti da Opto & Laser Europe relativi al 2001 evidenziano un mercato superiore a quanto indicato in precedenza (EUR 2.3 mld vs EUR 1.3 mld). Il mercato americano rappresenta oltre il 60% del totale globale; in termini settoriali, il segmento maggiormente sviluppato è quello dei trattamenti oftalmologici (in particolare gli interventi di correzione di miopia e presbiopia), cui seguono l'estetico ed il diagnostico-terapeutico. Evidenziamo come la contrazione registrata nel 2001 (-8.5%) sia attribuibile quasi totalmente al crollo del mercato statunitense (-12.9%), mentre l'Asia registra una discesa inferiore (-7.3%), a fronte di una spesa crescente in Europa (+5%). **Nel 2002 Opto & Laser prevede una crescita del mercato del 9% a EUR 2.540 mln.**

[... ed i sistemi](#)

Fonte: Opto & Laser, febbraio 2002

Mercato mondiale apparecchiature medicali - EUR mln	2000	2001	
Apparecchiature medicali laser	2520.5	2306.0	
Var YoY		-8.5%	
per area geografica:			
Asia	372.2	14.8%	345 15.0%
Europe	506.7	20.1%	533 23.1%
USA	1639.5	65.0%	1428 61.9%
per segmento			
Royalties	solo USA	207.5	9%
Oftalmologia		645.7	28%
Estetica		438.1	19%
Chirurgia		299.8	13%
Diagnosi e Terapia		345.9	15%
Accessori e servizi		369.0	16%
Mercato europeo	506.7	533	
Var YoY		5%	
- di cui oftalmica, estetica e chirurgia		300	56.3%
- di cui diagnosi e terapia		80.0	15.0%

Di seguito abbiamo analizzato i *trend* dei principali mercati di sbocco dei laser medicali.

[I mercati di sbocco](#)

Estetica/Dermatologia: il mercato si divide in applicazioni in ambito medico/chirurgico (trattamento della psoriasi, *skin ablation*, trattamento di lesioni cutanee, *skin resurfacing*, coadiuvanti nelle operazioni di liposuzione) ed in trattamenti estetici (depilazione, rimozione tatuaggi, trattamenti antirughe ed anticellulite, ed in campo dentistico lo sbiancamento dei denti). **L'area estetica mostra attualmente le maggiori potenzialità di espansione, vista la crescente importanza della cura del corpo, ed è uno dei segmenti a maggiore competizione.** Ad esempio, sul mercato americano, per la sola depilazione, sono stati censiti circa 40 apparecchi forniti da 18 produttori (fonte: Medical Insight, luglio 2003).

Sempre Medical Laser Insight quantifica come segue i due mercati principali:

- ▶ Depilazione: base installata (fine 2002) circa 8500 apparecchi nel mondo, in riduzione a 8000 entro il 2005;
- ▶ *Skin rejuvenation*: apparecchi installati (fine 2002) 5000, in crescita a 8600 entro il 2005; 1 mln di trattamenti nel 2000 in crescita a 3.8 mln nel 2005.

Per comprendere meglio il fenomeno, nelle tabelle successive sono riportati alcuni **dati sui trattamenti estetici effettuati nel mondo** nel 2001 e la variazione rispetto al 2000 (le cifre non sono esaustive in quanto comunicate su base spontanea dai chirurghi che aderiscono

all'International Association of Aesthetic and Plastic Surgery, ISAPS). Il principale mercato è quello statunitense, cui segue il Brasile: la contrazione segnata rispecchia quanto già evidenziato in termini di riduzione della spesa per trattamenti estetici; è interessante notare come su base complessiva **le nazioni europee evidenziate rappresentino il 29% del mercato globale (a fronte del 21% degli USA) e mostrino una crescita significativa della pratica chirurgica.**

Chirurgia plastica nel mondo				Fonte: ISAPS	
Principali mercati	2001			Ripartizione per tipo di intervento	% interventi totali
	interventi totali	%	var YoY		
USA	90293	21.1%	-37.2%	Iniezioni di collagene	12.09%
Brasile	60249	14.1%	-8.8%	Liposuzione	12.07%
Messico	34614	8.1%	104.1%	Mastoplastica additiva	10.08%
Australia	26930	6.3%	84.7%	Iniezioni di botulino	8.98%
Francia	24208	5.7%	14.1%	Blefaroplastica	8.49%
Germania	21925	5.1%	106.3%	Rinoplastica	6.70%
Grecia	20203	4.7%	na	Rimozione cicatrici	6.14%
Spagna	20431	4.8%	89.1%	Ritidectomia (face lift)	5.15%
Svizzera	19864	4.6%	23.7%	Riduzione del seno	4.27%
Italia	17876	4.2%	42.9%	Addominoplastica	3.66%
Argentina	14848	3.5%		Mastopessia	3.27%
Canada	11640	2.7%	344.8%	Iniezioni di grasso	2.58%
Giappone	11224	2.6%	56.1%	Peeling chimico	2.13%
Taiwan	10884	2.5%		Skin resurfacing con laser	2.08%
Svezia	9100	2.1%	137.4%	Otoplastica	2.08%
Turchia	6144	1.4%	292.6%	Ritidectomia frontale (forehead lift)	1.93%
Cile	4494	1.1%		Ispessimento labbra	1.66%
Corea	3883	0.9%	-71.9%	Dermoabrasione	1.60%

Per evidenziare il potenziale di penetrazione delle tecnologie laser abbiamo **mappato i vari interventi per verificarne la sostituibilità con il laser**. Si può notare che **per circa il 40% dell'attuale mercato le terapie laser offrono un'alternativa di grande interesse.**

Tipologia di intervento		% totale Utilizzo del laser		Fonte: ISAPS, elaborazioni Cofiri
Iniezioni di collagene	12.09%	Sostitutivo		Il laser penetra in profondità nella cute stimolando la naturale produzione di collagene con effetto "skin tightening". Rispetto alle iniezioni, che hanno comunque effetto limitato nel tempo, il laser ha effetti collaterali minimi
Liposuzione	12.07%	Parzialmente sostitutivo		Alcuni nuovi laser possono trattare la cellulite in modo significativo, sostituendo in alcuni casi il ricorso alla liposuzione; in generale il laser può trovare applicazione nella fase post-liposuzione per migliorare il tono della cute (laser a CO2)
Mastoplastica additiva	10.08%	NO		Il laser potrebbe essere utilizzato per l'incisione della cute
Iniezioni di botulino	8.98%	Sostitutivo		Vale quanto detto per le iniezioni di collagene, cui va aggiunta la potenziale dannosità della pratica in quanto si inietta una tossina
Blefaroplastica	8.49%	Sostitutivo		Il laser può essere utilizzato per l'incisione della cute e l'asportazione del tessuto
Rinoplastica	6.70%	NO		Il laser potrebbe essere utilizzato per l'incisione della cute
Rimozione cicatrici	6.14%	Standard		
Ritidectomia (face lift)	5.15%	NO		Il laser potrebbe essere utilizzato per l'incisione della cute
Riduzione del seno	4.27%	NO		Il laser potrebbe essere utilizzato per l'incisione della cute
Addominoplastica	3.66%	NO		Il laser potrebbe essere utilizzato per l'incisione della cute
Mastopessia	3.27%	NO		Il laser potrebbe essere utilizzato per l'incisione della cute
Iniezioni di grasso	2.58%	Sostitutivo		Vale quanto detto per le iniezioni di collagene
Peeling chimico	2.13%	Sostitutivo		Il laser per skin resurfacing ha maggiore efficacia e minori effetti collaterali
Skin resurfacing con laser	2.08%	Standard		
Otoplastica	2.08%	NO		Il laser potrebbe essere utilizzato per l'incisione della cute
Ritidectomia frontale	1.93%	NO		Il laser potrebbe essere utilizzato per l'incisione della cute
Ispessimento labbra	1.66%	Sostitutivo		Vale quanto detto per le iniezioni di collagene
Dermoabrasione	1.60%	Sostitutivo		Il laser per skin resurfacing ha maggiore efficacia e minori effetti collaterali

Oftalmologia: si tratta del segmento maggiore e le principali applicazioni sono nel trattamento della miopia e presbiopia; gli Stati Uniti sono in questo campo un mercato maturo a fronte di potenzialità di crescita ancora marcate in Europa ed in Asia. Nel 2002 il numero di operazioni agli occhi con terapia laser negli USA è calato del 12.5% rispetto al 2001 (fonte: Ophtalmic Market Perspectives), creando una pressione concorrenziale che ha portato ad una fase di consolidamento, nonostante il mercato potenziale continui a crescere e si registrino nuove aperture di centri specializzati. Il mercato è dominato da alcuni grandi *player* che presidiano tutti i prodotti per oftalmologia (Alcon, Bausch & Lomb), cui seguono *player* minori specializzati (Visx, Refratek, Lasersight).

Chirurgia: l'utilizzo del laser sta crescendo sensibilmente in campo chirurgico e parimenti cresce il numero di applicazioni possibili. In teoria, in questo comparto, l'unico limite all'introduzione del laser sembra essere la sperimentazione e la volontà di adozione di tale tecnologia.

Odontoiatria: il settore presenta interessanti spunti di crescita per l'allargamento della base di applicazioni, che vanno dall'incisione di tessuti molli e duri al trattamento di carie.

Segnaliamo inoltre la crescente visibilità del mercato veterinario, soprattutto negli USA.

La tabella seguente riepiloga brevemente i principali player per ogni settore (nell'oftalmologia, spesso l'offerta laser è una parte di un'offerta che copre tutte le esigenze in ambito oculistico, come per Alcon e Bausc&Lomb). Come si può notare, El.En. presenta un'offerta articolata, comparabile a quella di Biolase; Lumenis è attualmente il player più diversificato ma anche quello finanziariamente più instabile.

I player

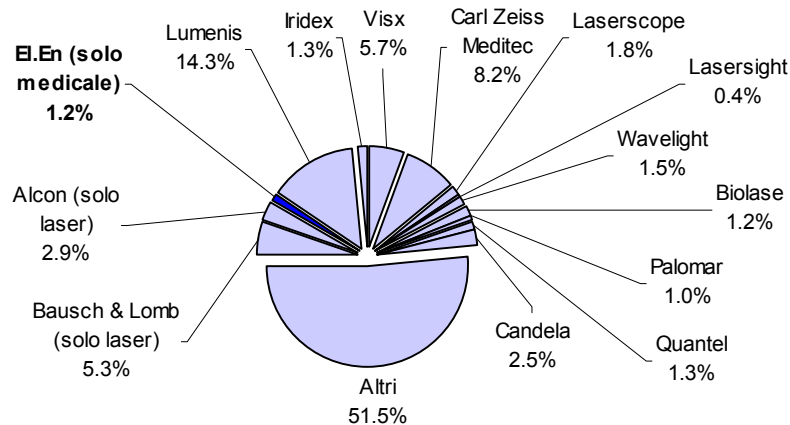
Fonte: elaborazioni Cofiri

MEDICALE	Oftalmico	Dermat./Estetica	Dentale	Chirurgico	Diagnostica	Veterinaria
Bausch & Lomb	X					
Alcon	X					
Refratec	X					
Nidek	X	X			X	
LCA Vision	X					
Lumenis	X	X	X	X		X
Iridex	X	X				X
Visx	X					
Refocus/Presby	X					
Carl Zeiss Meditek	X					
Laserscope		X		X		
Lasersight	X					
Spectranetics						X
Wavelight	X	X				X
Biolase		X	X	X		
Palomar		X				
Cardiogenesis						X
PLC						X
Candela		X				
SurgiLight						X
Diomed Holding						X
Axcan Pharmaceuticals						X
EL EN (post ultime acquisizioni)		X	X	X		
Quantel	X	X				
Altus Medical		X				
Syneron Medical		X		X		

Il mercato risulta molto frammentato e composto da nicchie che consentono la convivenza di centinaia di operatori con quote di mercato ridotte (si veda grafico successivo); nel medio termine tali quote potrebbero cambiare anche significativamente con il proseguimento della fase di concentrazione (analizzata nel capitolo 3.5).

Fonte: elaborazioni Cofiri su dati societari

Quote di mercato 2002 - Valore mercato sistemi medicali EUR 2.5 mld



Nel settore medicale, **l'innovazione tecnologica e quella di prodotto sono fondamentali per affrontare un pubblico sempre più vasto**. Infatti, la riduzione delle dimensioni degli apparecchi, la crescente sicurezza d'uso a fronte di un allargamento della base di addetti (non più solo medici chirurghi ma anche estetiste e personale non obbligatoriamente di formazione medica) ed il design sono elementi che hanno un ruolo significativo nell'adozione di un apparecchio.

Le nuove frontiere

Segnaliamo inoltre che per alcuni prodotti ed applicazioni, specialmente nel settore estetico, i **laser a diodo** (nello specifico, laser basati su LED), di dimensioni minori e con potenze ridotte, possono aprire mercati di massa per piccoli elettrodomestici a tecnologia laser (cfr pagina 8).

Dal punto di vista dei mercati di sbocco, le applicazioni in ambito diagnostico-terapeutico sembrano presentare un alto potenziale. In particolare, **gli apparecchi per la diagnostica a tecnologia laser**, che risultano ad oggi ancora poco diffusi, trovano principale utilizzo nelle seguenti aree:

- ▶ diagnostica LIF (Laser Induced Fluorescence): vengono utilizzati laser che emettono luce visibile e che **servono per eccitare molecole fluorescenti** che possono rilevare la presenza di **particolari molecole in cellule o tessuti** (ad esempio, per l'individuazione di anticorpi per un particolare virus);
- ▶ spettroscopia ottica: utilizzando diverse sorgenti laser (con luce ultravioletta o infrarosso) è possibile **misurare tramite spettroscopia la presenza e la tipologia di molecole, proteine o farmaci** in campioni organici; i sistemi sono generalmente di dimensioni compatte e vengono utilizzati in oncologia, ematologia, alimentazione e farmacologia;
- ▶ sistemi multiphoton 3D imaging: i laser (visibili o infrarossi) sono utilizzati all'interno di sistemi di microscopia ottica per ottenere **immagini tridimensionali di campioni biologici e non**.

3.2 Il mercato dei laser industriali

Secondo le due riviste di settore *Laser Focus World* e *Industrial Laser Solutions*, il mercato dei laser industriali ha raggiunto nel 2002 un valore pari a USD 1.2 mld, risalendo del 3% dopo la forte flessione del 2001. Come si evince dalla tabella che segue, i laser non a diodo dominano anche il segmento industriale.

Ai fini del presente studio, l'analisi dei laser industriali non si soffermerà sugli utilizzi nella realizzazione dei semiconduttori e nella difesa, segmenti in cui EI.En. non è presente.

<i>Fonte: LFW, Industrial Laser Solutions¹</i>							
Laser per lavorazioni materiali (USD mln)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 E
Diodo	27.7	34.5	16.7	11.3	10.5	3.7	4.4
Non diodo	829.5	1,045.5	1,096.7	1,321.5	1,214.6	1,258.9	1,316.9
Totale	857.1	1,080.0	1,113.4	1,332.8	1,225.2	1,262.6	1,321.3
Var %		26.0%	3.1%	19.7%	-8.1%	3.1%	4.6%
- di cui sorgenti per usi industriali:					975.0	1,014.0	1,068.0
CO2					489.0	504.0	528.0
stato solido					446.0	468.0	498.0
altro					40.0	42.0	42.0
Sistemi laser industriali (USD mln)				2001	2002	2003 E	
Sistemi laser				2875	2990	3137	
crescita annua vendite (%)					4%	5%	
di cui:							
- CO2				1415	1460	1527	
- solid-state				1385	1450	1530	
- altro				75	80	80	

Un esame più approfondito evidenzia come negli ultimi due anni **la contrazione del mercato sia attribuibile principalmente ad una pressione sui prezzi, mentre non è mai stata registrata una flessione in termini di unità.**

<i>Fonte: LFW</i>							
Andamento vendite per settore	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 E
Lavorazione materiali							
Unità (.000)	19.6	22.5	24.6	25.8	26.0	29.4	30.3
crescita annua vendite (%)		14.6%	9.3%	4.9%	0.8%	13.1%	3.1%
Valore mercato (USD mln)	829.5	1,046.0	1,098.0	1,322.0	1,225.0	1,259.0	1,317.0
crescita annua vendite (%)		26.1%	5.0%	20.4%	-7.3%	2.8%	4.6%
prezzo unitario medio (USD)	42,239	46,489	44,634	51,240	47,115	42,823	43,465
var prezzo medio (%)		10.1%	-4.0%	14.8%	-8.1%	-9.1%	1.5%

Per l'anno in corso la crescita del mercato è attesa attorno al 4.6% in valore, sostenuta da una ripresa congiunta di volumi e prezzi. Per quanto positivo, il segnale risulta sensibilmente inferiore alle attese per il settore medicale (cfr pagina 10).

[Le attese per il 2003](#)

A tale riguardo è importante segnalare che, rispetto al medicale, il prezzo elevato dei sistemi industriali rende **il settore particolarmente sensibile ad incentivi fiscali**, la cui presenza può modificare il profilo degli investimenti pianificati: **è quindi possibile ipotizzare un miglioramento complessivo della domanda grazie al pacchetto varato dal Congresso USA per gli acquisti di macchinari effettuati dal maggio 2003 a dicembre 2004**, che sostituisce il piano già attuato nel 2002 migliorandone sensibilmente i vantaggi.

Il mercato dei laser industriali può essere ripartito per applicazioni e viene spiegato per oltre il 30% dai laser a CO₂ ad alta potenza per il taglio dei metalli, come evidenziato nel grafico seguente. E' stata proprio la crisi delle grandi industrie manifatturiere (ed in particolare del settore auto) che ha portato alla contrazione del mercato, nello specifico delle vendite di sistemi ad alta potenza, sia a CO₂ che a stato solido.

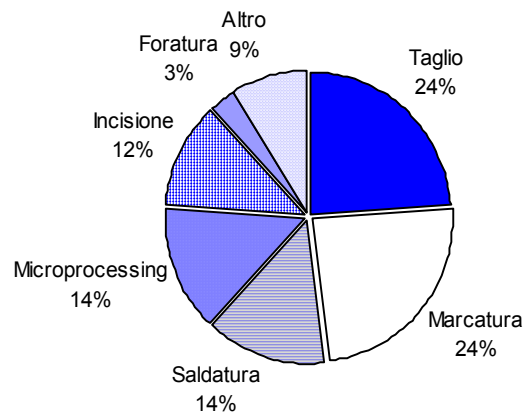
[Breakdown del mercato](#)

¹ Segnaliamo che i dati forniti derivano da interviste effettuate ai produttori di laser per lavorazione di materiali; il calo dei laser a diodo nel 2002, più che dimezzati rispetto al 2001, è un dato reale ma non ha una specifica spiegazione (a tale riguardo abbiamo interpellato direttamente la società di analisi che segue il comparto)

A fronte di questa performance non brillante, hanno invece dato ottimi risultati nicchie di mercato quali i laser per la lavorazione di materiali non metallici e per la marcatura, che hanno quindi ribilanciato il loro peso rispetto al taglio.

Fonte: Industrial Laser Solutions

Breakdown mercato sorgenti industriali (ripartizioni per unità) - dati 2001



A livello geografico, i ricavi mondiali sono ripartiti per il 28% negli USA, per il 27% in Asia e per il restante 45% in Europa. In particolare, la Germania rappresenta circa il 30% del mercato globale. L'Europa rappresenta inoltre il principale mercato dei laser ad alta potenza, assorbendo circa il 62% dei laser a CO₂ ed il 52% di quelli a stato solido.

Dal punto di vista degli operatori, invece, Industrial Laser Solutions ha censito i **principali player: vi sono circa 147 operatori**, 124 produttori di apparecchiature e 83 produttori di sorgenti e solo 30 sono produttori integrati (realizzano cioè anche le sorgenti).

Tra i principali produttori di laser industriali citiamo Coherent, Rofin Sinar, GSI Lumonics, Excel Technology e Cymer (che è leader della nicchia dei laser ad eccimeri). Oltre a questi, il settore incorpora anche produttori di veri e propri robot dotati di apparati laser come la giapponese Fanuc, uno dei principali operatori a livello mondiale con un fatturato 2002 di USD 1.624 mld proveniente da macchine focalizzate su taglio e saldatura.

Come già anticipato, il principale trend di sviluppo riguarda l'allargamento dei mercati di sbocco grazie alla **crescita di "ex" nicchie quali la marcatura**, che trova applicazione nel trattamento di superfici (principalmente nel settore tessile) e come soluzione per risolvere problemi di tracciabilità dei prodotti, e **la pulizia di superfici. Un futuro più incerto, invece, si delinea per i sistemi di taglio piano** che, a fronte di un mercato statico in termini di unità, potranno vedere crescere il valore complessivo per effetto della sempre maggiore potenza (e quindi maggior costo) degli apparecchi.

I trend del mercato

Segnaliamo che anche per il mercato industriale si evidenzia la problematica del rinnovo tecnologico. In particolare, nella lavorazione dei metalli si sta assistendo alla crescita di **laser a fibra ottica ad alta potenza in sostituzione dei più tradizionali laser a CO₂ o stato solido (Nd:YAG)**. Secondo quanto emerso recentemente alla fiera internazionale di settore "Laser 2003" tenutasi in Germania, i laser a fibra ottica ad alta potenza possono essere utilizzati efficacemente nel taglio, marcatura e saldatura di metalli, in particolare per la produzione di auto, con costi di gestione teoricamente inferiori (a seconda della potenza richiesta) e maggiore velocità di lavorazione.

Le nuove tecnologie: la fibra ottica

Questa nuova area di applicazione può rappresentare un'ancora di salvezza per tutti i produttori di laser a diodo e fibre ottiche per telecomunicazioni (JD Uniphase, IPG Photonics, Southampton Photonics), incrementando la pressione concorrenziale sui produttori di laser tradizionali.

3.3 Il mercato italiano

Il mercato optoelettronico italiano è abbastanza sviluppato e conta vari operatori; oltre al Gruppo El.En., è quotata solo Prima Industrie, società specializzata nel settore industriale che produce solo i macchinari e non le sorgenti.

L'unica realtà paragonabile al Gruppo El.En. per offerta è Elettronica Valseriana, cui segue Laservall, più vicina ad El.En. per quanto riguarda l'articolazione internazionale del Gruppo. La tabella sottostante riepiloga brevemente i *player* nazionali, cui si affiancano le rappresentanze di gruppi internazionali (quali Mazak, Photonlife, ecc.).

Fonte: elaborazioni Cofiri, Opto-engineering.it

Altri operatori laser italiani	Sorgenti	Medicale	Industriale
Elettronica Valseriana	SI	X	X
Lasering	SI	X	
Laservall	SI		X
Laserwave	NO	X	X
Rasnel	NO		X
DS4	NO		X
RTM	NO		X
Asa Laser	NO	X	
Prima Industrie	NO		X
SEI	NO		X
Tecnolaser	NO	X	
Flaser	NO		X

3.4 La concorrenza

Come visto in precedenza, la **molteplicità degli attori** rende il mercato laser molto competitivo. Se sul fronte industriale i principali elementi di confronto risultano essere la potenza dell'apparecchio, la versatilità del *software* ed il prezzo, nel medicale/estetica gioca un ruolo fondamentale la capacità di innovare l'offerta, sia a livello di tecnologia che di design. E' pertanto fondamentale **l'investimento in R&S** per sostenere un'elevata rotazione del portafoglio prodotti.

R&S: l'innovazione
fulcro del
successo

Il settore è inoltre sottoposto ad una **notevole concorrenza in termini di tecnologia pura**, dal momento che lo stesso risultato può essere raggiunto, più o meno, con soluzioni alternative. Ne è un esempio, nel segmento dermatologico ed in particolare nel trattamento dell'invecchiamento cutaneo, la coesistenza di tecniche chirurgiche "datate" e pratiche con *peeling* chimico (le prime forme di trattamenti) con i nuovi trattamenti non invasivi effettuabili con varie soluzioni: laser, onde luce visibile (lampade), onde radio.

Le varie terapie segmentano il mercato, offrendo soluzioni in base all'età e alle caratteristiche fisiche del paziente (come ad esempio nella depilazione, utilizzo di laser a diodo ad impulso lungo o a Nd:YAG a seconda della pigmentazione della pelle).

E' quindi fondamentale, per difendere la propria posizione, disporre di stimolanti input dalla ricerca e di un contatto costante con il mondo accademico, il cui contributo è di primaria importanza per monitorare l'evoluzione tecnologica.

I maggiori ritorni
sono per i player
integrati

El.En. può contare su un notevole coinvolgimento con i centri di ricerca sia nazionali che europei e può offrire, in quanto operatore integrato, la massima versatilità di prodotto applicando i risultati della ricerca teorica sia al segmento medicale che industriale.

Il grafico seguente riepiloga la situazione dei principali *competitors* quotati di El.En., sia nel segmento industriale (in grigio) che medicale (in azzurro), in relazione alla crescita media del

La mappa dei peers
quotati

fatturato ed alla redditività 2002; la dimensione relativa delle singole società è basata sul fatturato 2002.

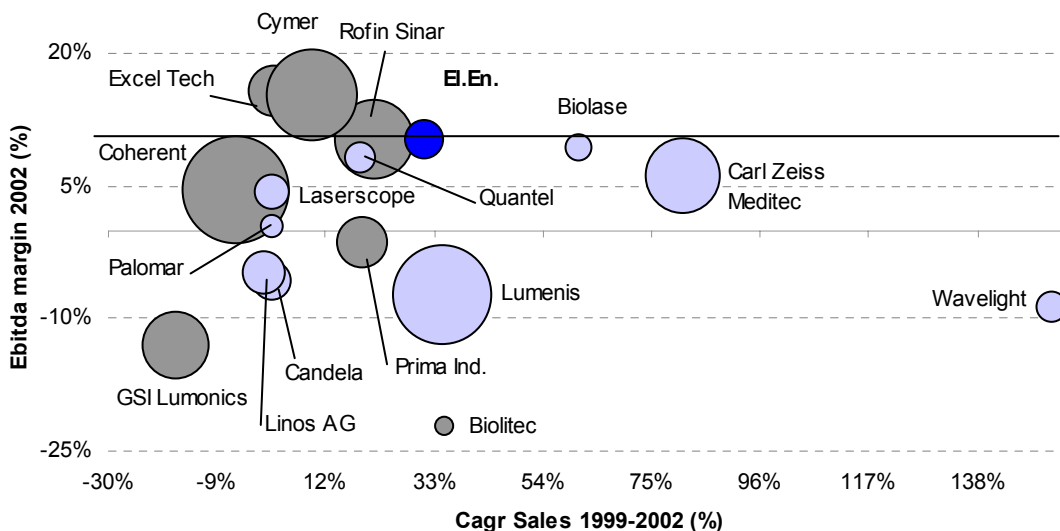
Segnaliamo l'anomalia Carl Zeiss Meditec, il cui posizionamento (cagr ricavi 1999-2002 = 75%) risente della disparità dimensionale delle due realtà che si sono fuse (Carl Zeiss Ophthalmic con ricavi 2001 pari a EUR 143 mln e la quotata Asclepion Meditec con ricavi 2001 per EUR 40 mln).

Si può notare come **El.En.** si posizioni tra i **best performer** (affiancata a **Cymer**, leader del segmento laser ad eccimeri per la produzione di semiconduttori, ed **Excel Technology**, operante nei sistemi per taglio, foratura e marcatura).

Evidenziamo, tuttavia, la presenza di alcune società, principalmente nel settore medicale, di dimensioni leggermente inferiori ad **El.En.** che mostrano interessanti prospettive di crescita (es. **Palomar** e **Biolase** negli USA e **Wavelight** in Germania) ed un rapido recupero di redditività (**Laserscope**, **Quantel**, **Palomar**, **Wavelight**).

Fonte: elaborazioni Cofiri su dati Bloomberg

Mapa dei principali player del mercato dei laser (dimensione = Ricavi 2002, EUR- USD)



3.5 Attività M&A

Il mercato sta attraversando una fase di forte attività sul fronte M&A all'interno di un processo di consolidamento iniziato circa tre anni fa.

Siamo attualmente in presenza di un fenomeno di **massima specializzazione dei player**, con conseguente cessione di rami di attività di minore importanza, soprattutto nel caso di produttori di soli sistemi che risentono maggiormente della concorrenza. Gli operatori principalmente interessati da tale processo sono le società attive **nei settori telecomunicazione e medicale**.

La tabella successiva riepiloga le principali operazioni di M&A nel settore laser; come si può notare, i multipli di transazione si attestano a circa 1x Sales per le attività medicale e 0.75-0.8x quelle industriali, che si confrontano con le valutazioni astronomiche del 1999 per le transazioni del settore fibra ottica di 8.4x il fatturato.

Fonte: Mergermarket, Bloomberg

Date	Target Company	Bidder Company	Implied EV/Sales
Aug-03	Laser Technology	LTI Acquisition Corp	
Aug-03	Laser-Pacific Media Corp	Eastman Kodak CO	1.01
May-03	Spectron Laser Systems	GSI Lumonics	
May-03	DRC Encode Division	GSI Lumonics	
Jun-03	American Medical Technologies (AMT)	Biolase	
Jun-03	GSG Electronics	Physik Instrumente	
12/05/2003	Alcatel; Corning	Avanex	
Apr-03	Asclepion /CZM	EI En / Quanta System	
Apr-03	LaserCut	EI En	
22/04/2003	Lambda Physik AG (39.62% stake)	Coherent Holding GmbH	1.01
01/01/2003	PhotoMedex	Surgical Laser Technologies	merge
25/06/2002	Optomech GmbH	Lambda Physik AG	
02/04/2002	Cynosure Inc	EI.En SpA	0.96
22/11/2001	Carl Zeiss Ophthalmic Systems AG	Asclepion-Meditec AG	0.93
03/04/2001	DTM Corp	3D Systems Corp	0.96
19/03/2001	Soudronic AG	CapVis Equity Partners; Gilde	1.32
26/02/2001	Coherent Medical Group	(ESC Medical) Lumenis Ltd	
06/02/2001	JDS Uniphase (Zurich laser plant)	Nortel Networks Corporation	
09/12/2000	Laser Alignment Inc	Leica Geosystems AG	0.78
02/06/2000	Laser Power Corp	Umicore SA (Union Miniere)	1.42
26/05/2000	Summit Autonomous Inc	Alcon Holdings Inc	
05/05/2000	Altitun AB	ADC Telecommunications Inc	
01/05/2000	Carl Baasel Lasertechnik GmbH	Wavelight Laser Technologie	0.75
05/04/2000	Laser Diode Inc	Tyco International Ltd.	
04/22/1999	IOC International Plc	SDL Inc	8.40
01/07/1999	Spectra-Physics AB	Thermo Instrument Systems	0.79
09/16/1999	Martinsson Gruppen AB-B	ATLE AB	0.11
18/09/1999	Avimo Group Limited	Thales SA (formerly Thomson-CSF)	
21/04/1998	Philips Optoelectronics	Uniphase Corporation	

3.6 Rischi di mercato

Elenchiamo di seguito alcuni elementi di rischio ed il loro potenziale impatto per EI.En.:

- **Accordo Palomar/Gillette:** nel febbraio 2003 le due società hanno siglato un accordo di sviluppo di un piccolo apparecchio ad uso domestico per depilazione femminile basato su tecnologia laser; l'accordo, che include un'opzione per la realizzazione di un analogo prodotto per uomini, ha durata 30 mesi e prevede un finanziamento da parte di Gillette di USD 7 mln a fronte dell'esclusiva di vendita. Per comprendere l'impatto di tale mossa bisogna considerare che nel 2002 negli USA sono stati venduti 15.7 mln di rasoi e depilatori elettrici mentre in Europa sono stati 10.6 mln per un controvalore rispettivamente di USD 580 mln e USD 740 mln; il mercato dei soli prodotti femminili per la depilazione (comprensivo di epilatori, creme, cerette e decoloranti), invece, ha raggiunto nel 2002 un valore di USD 890 mln negli USA e USD 730 mln in Europa (fonte Euromonitor). **I depilatori laser domestici potrebbero rappresentare una seria minaccia per gli apparecchi per uso professionale; tuttavia, non vi è attualmente concreta certezza sulla riuscita del progetto ed i tempi dell'accordo (circa 3-4 anni tra ricerca ed approvazioni) non mettono a repentaglio le prospettive di medio termine.** Notiamo inoltre che, se da un lato l'accordo sottolinea le potenzialità del mercato dei laser, la realizzazione del prodotto dovrà anche fare i conti la pericolosità del raggio laser rispetto agli attuali metodi depilatori.
- **Mercato dell'usato:** negli Stati Uniti esiste un mercato dell'usato di apparecchiature laser medicali abbastanza evoluto, con varie aziende specializzate nel ricondizionamento di apparecchi laser che vengono rivenduti al 40-70% del prezzo di listino del nuovo, che tende a svalutarsi abbastanza rapidamente.

La prima considerazione che si può fare parte dal presupposto che i **sistemi laser hanno una durata finita**, determinata da diversi fattori:

1. il principale è la **durata della sorgente e la qualità del raggio**: un primario produttore di laser a ioni di Argon, ad esempio, ne garantisce una performance al 100% per 5.000 ore e al 30% per 30.000 ore;
2. con l'utilizzo subentra l'usura dei componenti che determina una **perdita di efficienza** dei sistemi di raffreddamento e il disallineamento dell'ottica.

Ne consegue che i prodotti **più esposti alla concorrenza del mercato dell'usato** sono quelli per i quali un deterioramento della performance non compromette il risultato finale o ne riduce solo parzialmente i benefici; **i laser per uso estetico/dermatologico sono quindi i più a rischio**, mentre ne dovrebbero essere escluse, o interessate solo in misura irrilevante, le soluzioni per applicazioni chirurgiche o di diagnostica e ricerca (quelle in cui la precisione dei risultati è essenziale).

Tuttavia, i prodotti usati presentano alcune criticità in merito alla durata residua, alla garanzia ed alla validità dell'approvazione FDA rilasciata in base alle specifiche di produzione e non alle "nuove" condizioni dell'apparecchio. Inoltre, la rapida evoluzione dei prodotti, la crescita del mercato di riferimento (dalle sole cliniche ai centri estetici, che hanno personale meno esperto nell'utilizzo e quindi dipendono maggiormente dalla garanzia del prodotto/produttore), la crescente concorrenza e formule commerciali più interessanti rispetto al puro acquisto (es. *leasing*) dovrebbero ridurre, nel medio termine, il *gap* di prezzo esaltando la sicurezza ed il contenuto tecnologico dei prodotti nuovi.

Ad oggi valutiamo che la concorrenza dell'usato per El.En. possa essere sentita solo sul mercato statunitense, sui prodotti più obsoleti e a bassa innovazione (sia di sorgente che di design) e che pertanto non rappresenti una significativa minaccia.

- ▶ **Approvazioni FDA e corrispondenti europee:** La Food and Drug Administration americana regola tutti i prodotti che emettono radiazioni per verificarne la sicurezza per la salute in base al danno potenziale; per i laser (suddivisi in classi di rischio da I a IV) questo si traduce in una verifica tanto più complessa quanto più è elevata la potenza di esercizio, che si complica ulteriormente se il prodotto viene utilizzato per fini medici. Tale approvazione è necessaria per qualsiasi apparecchio per irradiazione del corpo umano, ma non è richiesta nel caso di laser utilizzati per esempio nella diagnostica medica su cellule e tessuti in laboratorio (in questo senso, i laser per diagnostica rappresentano un mercato meno complesso dal punto di vista commerciale, in crescita, ma molto differente da quello medico-estetico in termini di modello di vendita e logiche di investimento da parte dei centri di ricerca). L'approvazione FDA è vincolante per poter commercializzare un macchinario: una volta ottenuta, il prodotto viene registrato in un apposito elenco, deve riportare una specifica etichettatura e deve rispettare la regolamentazione in termini qualitativi anche per servizi post-vendita.

In Europa non vi è un organismo equivalente al FDA, in quanto l'unica supervisione a livello di Unione Europea viene effettuata sui farmaci (ad opera dell'European Medical Evaluation Agency, EMEA). Vi sono invece varie direttive EU che regolano la commercializzazione di strumenti medicali, che sono tuttavia **implementate e controllate a livello nazionale, in genere dai Ministeri della Sanità**. E' prevedibile che questa **situazione complichino (e moltiplichino) il processo autorizzativo** a cui deve sottoporsi un'azienda.

4 Le strategie del Gruppo e l'andamento economico

4.1 La crescita internazionale

Come già citato nella parte introduttiva, i proventi dell'IPO sono serviti al Gruppo per dare inizio alla strategia di crescita internazionale, una strategia oculata e ponderata, con un *timing* favorito dalle difficoltà di molti *player* a seguito della crisi economica.

Il primo passo (maggio 2002) è stato l'acquisizione dell'americana Cynosure, attiva da anni nel **settore medicale americano** con un ottimo posizionamento competitivo. Cynosure ha aperto la porta d'ingresso al mercato statunitense offrendo nel contempo un *brand* riconosciuto ed una presenza capillare. **Cynosure è in realtà un Gruppo con rappresentanze in Europa** (Francia, Germania e Gran Bretagna), **in Giappone ed in Cina, dove si trova un centro produttivo per laser dermatologici.**

Cynosure

Il Gruppo vanta un'area di forte interesse dal punto di vista commerciale: la collegata Sona, infatti, controlla una **rete di centri di depilazione** (gestiti direttamente o tramite la formula del *franchising*) **che prendono a noleggio le apparecchiature prodotte da Cynosure**, pagando canoni di utilizzo proporzionali al fatturato generato. Tale formula, che sembra trovare un ottimo gradimento con risultati che iniziano ad essere evidenti, **potrebbe essere introdotta anche in Europa.** Cynosure è stata acquisita con una situazione economica difficile che il *management* di El.En. sta terminando di risanare (*breakeven* previsto entro il 2003).

L'acquisizione del 60% Cynosure ha comportato un esborso di USD 11.4 mln, di cui USD 9.9 mln nel 2002, più una seconda tranche pagata nel 2003 di circa USD 1.5; l'esborso include la ricapitalizzazione societaria per USD 1.7 mln.

Nella primavera 2003 sono invece state acquisite Lasercut e Asclepion.

Lasercut è una società americana che **produce sistemi laser di media potenza per il taglio piano di fustelle, metallo e plastica**; negli ultimi due anni la Società ha subito la contrazione dell'attività manifatturiera ed è passata da un fatturato di USD 4.6 mln del 1998 a USD 1.3 mln del 2002 (chiudendo l'esercizio con una perdita di USD 438 mila). Come per Cynosure, Lasercut porta in dote un marchio affermato e garantisce una testa di ponte sul mercato americano, che come abbiamo visto presenta **una penetrazione ancora abbastanza bassa di apparecchi ad alta potenza.** La società realizza esclusivamente i sistemi di taglio ed El.En. potrà trarre molteplici vantaggi, utilizzando la società come braccio commerciale per tutti i prodotti realizzati in Italia e fornendo **le sorgeti da montare sui prodotti Lasercut.**

Lasercut

El.En. ha rilevato il 70% del capitale per USD 500 mila (EUR 467 mila), fornendo contestualmente un finanziamento per circa USD 700 mila, con un impegno ad acquistare per USD 800 mila l'immobile da 1500 mq in cui Lasercut opera; il socio cedente ha invece ricapitalizzato la società rinunciando ad un credito per USD 2 mln e riportando a un'esposizione di USD 150 mila la posizione finanziaria netta e a circa USD 360 mila il deficit patrimoniale contabile.

Nei primi mesi di appartenenza al Gruppo, Lasercut ha fatturato EUR 454 mila; data la necessità di rinnovo del portafoglio prodotti, El.En. ritiene che la società tornerà in utile solo nel prossimo esercizio.

Asclepion Laser Technologies GmbH riunisce le attività nei **settori dermatologico e odontoiatrico** precedentemente detenute da Carl Zeiss Meditec AG, nata nel 2001 dalla fusione tra Carl Zeiss Ophthalmic e Asclepion Meditec, quotata al Neuer Markt. Asclepion vanta un'ampia base installata di laser dermatologici ad erbio e per depilazione a diodo (circa 700 unità installate), questi ultimi principale fonte di ricavi (nel 2002 Asclepion ha registrato un fatturato di EUR 10 mln, mentre per il primo anno di gestione El.En. si attende un fatturato attorno a EUR 5 mln). La società produce inoltre laser ad erbio per uso dentistico, realizzati per conto della tedesca KaVo, leader mondiale delle forniture odontoiatriche (il Gruppo KAVO ha registrato nel 2001 un fatturato di EUR 370 mln ed ha un centro di produzione anche in Italia).

Asclepion

L'acquisizione ha una valenza strategica per le **evidenti sinergie produttive, commerciali e di ricerca** (Asclepion ha sede in una zona storicamente centro di eccellenza mondiale nello

sviluppo di prodotti ottici) e fornisce ad El.En. un canale a *brand* "nazionale" in Germania, mercato interessante (è il sesto mercato mondiale per la chirurgia estetica) ma tendenzialmente protezionista, nonchè permette di **disporre di una posizione privilegiata per un'espansione nei Paesi dell'Est europeo, area in cui la Società è intenzionata a rafforzarsi anche con eventuali acquisizioni.**

El.En. controlla direttamente il 50% della società mentre l'altra metà è stata acquisita attraverso l'SPV Quanta System, partecipato al 30%. L'operazione ha portato nel perimetro di consolidamento 44 dipendenti (ricerca, produzione, servizio post-vendita marketing e vendite) e i valori di magazzino, cespiti, marchi e brevetti pertinenti al ramo di attività. L'esborso complessivo ammonta a EUR 2.5 mln; la quota di competenza di El.En. è stata di EUR 1.26 mln, di cui EUR 513 mila già versati e la restante parte da saldare entro fine anno. I ricavi di Asclepion nel periodo maggio-giugno sono stati di EUR 1.14 mln, con un utile operativo di circa EUR 100 mila.

Oltre alla crescita sul fronte produttivo, El.En. si è impegnata anche nello **sviluppo di una rete commerciale internazionale**, che ha accolto di recente la filiale americana per la distribuzione di laser per odontoiatria (Deka Laser Technologies LLC) ed il rafforzamento in Francia e Germania.

[La rete commerciale](#)

La tabella riepiloga la presenza internazionale del Gruppo: il mercato europeo attualmente meno presidiato risulta quello inglese, mentre a livello mondiale, tra le aree di crescita potenziale, risulta ancora scoperta l'Australia (è il quarto paese al mondo quanto a trattamenti estetici, ha un tenore di vita medio-alto e presenta un tasso di malattie cutanee superiore alla media, attribuito al maggiore assottigliamento dello strato di ozono in corrispondenza dell'Oceania).

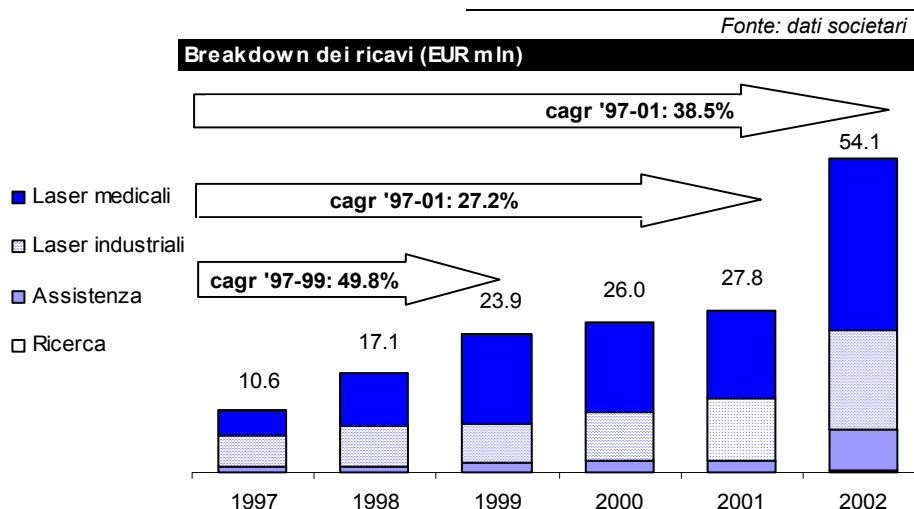
Fonte: elaborazioni Cofiri

	Americhe		Europa		Asia-Pacífico	
	medicale	industriale	medicale	industriale	medicale	industriale
Produzione	1 struttura	1 struttura	2 strutture	4 strutture	1 struttura	
Commercializzazione	✓	✓	✓	✓	✓	

4.2 I risultati di bilancio

Il Gruppo El.En. ha visto nel giro di 5 anni quintuplicarsi il fatturato, grazie principalmente all'acquisizione Cynosure. Come evidenziato dal grafico, gli elevati tassi di crescita 1997-1999 si sono fortemente ridotti durante il periodo 2000-2001, pur rimanendo positivi grazie al contributo del settore industriale.

[Il fatturato](#)



Nella tabella sottostante sono riportati i tassi di crescita annui per segmenti, con evidenza per il 2002 dei comparti che hanno recepito il contributo di Cynosure. E' possibile notare come

El.En. abbia conseguito risultati interessanti nel settore industriale (grazie anche alle agevolazioni fiscali della Legge Tremonti che hanno stimolato gli investimenti), a fronte di una situazione di debolezza del comparto medicale, riflesso della crisi che ha colpito tutto il mercato laser.

Fonte: Elaborazioni Cofiri su dati societari

Trend ricavi (%)	1998	1999	2000	2001	2002 ex Cynosure	
Laser industriali	32.9%	-6.4%	24.9%	27.8%	59.6%	59.6%
- taglio	49.6%	-2.8%	16.8%	16.7%	27.9%	27.9%
- marcatura	33.1%	-17.0%	-1.5%	93.9%	130.9%	130.9%
- sorgenti	-58.3%	-0.4%	325.7%	-16.3%	16.1%	16.1%
- saldatura e restauro	305.6%	0.0%	65.1%	-19.7%	-14.0%	-14.0%
Laser medicali	110.4%	75.5%	-0.1%	-3.2%	96.0%	27.0%
- CO2 chirurgico	-4.9%	-39.3%	64.5%	-6.3%	17.6%	17.6%
- Terapia	-36.4%	10.2%	8.9%	-4.3%	-18.6%	-18.6%
- Estetica	nd	172.4%	-4.6%	-15.3%	89.2%	33.8%
- Dentale	36.8%	-16.9%	-49.8%	136.9%	27.3%	27.3%
- Altri	-0.4%	84.3%	45.3%	83.0%	446.9%	14.6%
- Accessori	207.0%	-69.5%	203.1%	6.3%	48.0%	15.2%
Ricerca	nd	nd	11.5%	-36.4%	109.3%	54.7%
Assistenza	2.0%	45.4%	29.1%	6.4%	266.6%	22.7%
TOTALE	60.9%	39.5%	8.7%	7.3%	94.4%	39.2%

Lo spaccato del fatturato per segmenti (tabella successiva) evidenzia **come dal 1998 il segmento medicale sia la principale area di attività del Gruppo**; nel 2002, tuttavia, il *trend* è stato mantenuto con l'acquisizione di Cynosure, in **quanto a parità di perimetro il settore industriale avrebbe recuperato terreno** (si veda il *breakdown* ex Cynosure).

Analizzando i sottosegmenti notiamo che, nell'industriale, **i sistemi per marcatura hanno raggiunto e superato quelli da taglio**, sostenendo il Gruppo nella fase di debolezza del mercato più maturo; nel medicale, invece, **l'egemonia degli strumenti per applicazioni estetiche è stabile nel tempo**, a fronte di un calo dei sistemi chirurgici e dentali. Nel segmento "Altri", che ha registrato un significativo rialzo negli ultimi due esercizi ed in particolare con il contributo di Cynosure, sono incluse le nuove soluzioni per varie nicchie, da cui la società si attende buoni risultati (in particolare, dermatologia e patologie vascolari).

Fonte: Elaborazioni Cofiri su dati societari

Breakdown per segmenti	1997	1998	1999	2000	2001	2002 ex Cynosure	
Industriale	49.2%	41.0%	27.6%	32.1%	38.2%	31.4%	43.8%
di cui:							
- taglio	57.1%	64.2%	66.7%	62.4%	57.0%	45.7%	45.7%
- marcatura	30.6%	30.7%	27.2%	21.4%	32.5%	47.0%	47.0%
- sorgenti	11.6%	3.6%	3.9%	13.2%	8.6%	6.3%	6.3%
- restauro	0.7%	2.1%	2.3%	3.0%	1.9%	1.0%	1.0%
Medicale	38.8%	51.2%	64.6%	60.1%	54.2%	54.7%	49.5%
di cui:							
- CO2 chirurgico	41.1%	18.6%	6.4%	10.6%	10.2%	6.1%	9.5%
- Terapia	23.8%	7.2%	4.5%	4.9%	4.9%	2.0%	3.1%
- Estetica	0.0%	49.9%	77.4%	73.9%	64.7%	62.4%	68.1%
- Dentale	26.3%	17.1%	8.1%	4.1%	10.0%	6.5%	10.0%
- Altri	5.5%	2.6%	2.7%	4.0%	7.5%	20.9%	6.7%
- Accessori	3.3%	4.8%	0.8%	2.5%	2.8%	2.1%	2.5%
Ricerca	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
Assistenza	12.0%	7.7%	7.8%	7.3%	7.2%	13.6%	6.4%

Il rallentamento della crescita dei ricavi nel periodo 2000-2001 e l'acquisizione Cynosure hanno fortemente rimodellato un profilo di redditività che aveva segnato forti miglioramenti, raggiungendo livelli di eccellenza nel settore. L'acquisizione Cynosure, in particolare, ha

**Costi e margini
reddituati**

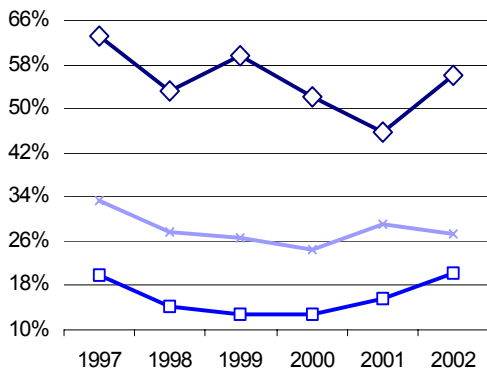
prodotto una strutturale modifica della redditività del Gruppo in quanto la struttura dei costi della controllata americana risulta notevolmente più rigida delle società italiane.

Segnaliamo, infine, che i costi di ricerca e sviluppo (in media pari al 10-12% del fatturato) vengono interamente spesi a conto economico.

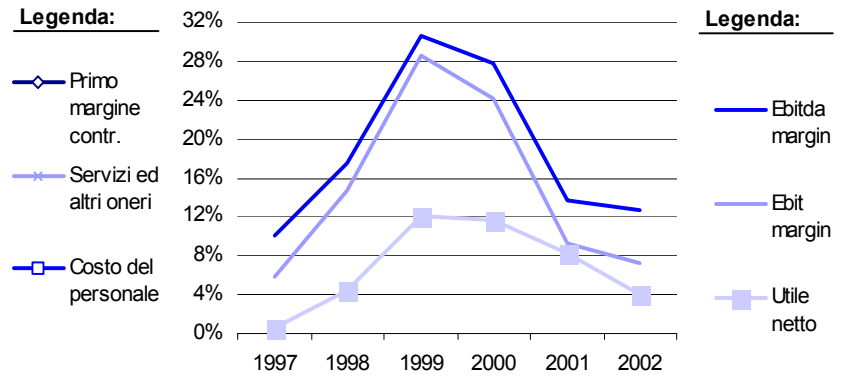
Nei due grafici seguenti sono riportati i trend dei costi (il primo margine di contribuzione è dato dalla differenza tra ricavi e costo del venduto) e della marginalità consolidata.

Fonte: Elaborazioni Cofiri su dati societari

Struttura dei costi



Redditività lorda e netta (%)



Sulla base degli ultimi dati di bilancio El.En. mostra nei confronti dei principali *comparables* possibilità di miglioramento dell'efficienza, evidenziata dal rapporto ricavi per dipendente. Tale *upside* si confronta comunque con una strutturale minor efficienza dovuta al mix produttivo: come si può notare nella tabella, che riporta i dati relativi al paniere di *peer companies* precedentemente analizzato (la rettifica sulla mediana europea elimina i valori di Biolitec e Linos, largamente inferiori alla media), le società operative nel settore industriale presentano in media valori inferiori ai player medicali "puri", date le caratteristiche di una produzione molto più "labour intensive".

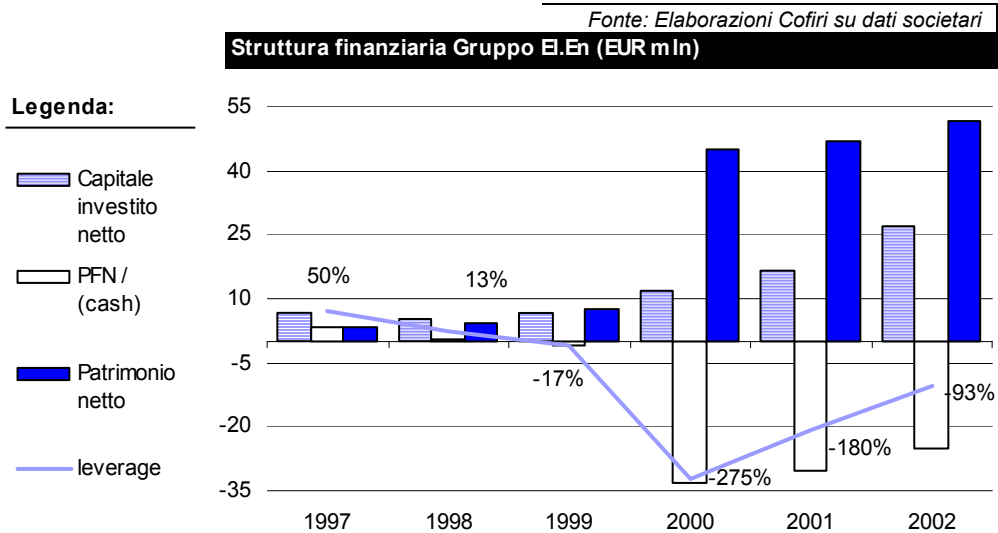
La tabella evidenzia, inoltre, che El.En. vanta il secondo miglior rapporto tra ricavi e costi per dipendente dell'area Euro: il dato 2002 pari al 37.3% si confronta con una media europea del 45%.

Fonte: elaborazioni Cofiri su dati Bloomberg

Dati FY 2002	Dipendenti		Ricavi per dip.	Costo medio dip/Ricavi per dip.
COHERENT INC	2190	USD	181.43	na
EXCEL TECHNOLOGY INC	621	USD	152.19	na
ROFIN-SINAR TECHNOLOGIES INC	1192	USD	186.20	na
LUMENIS LTD	1420	USD	245.42	na
BIOLASE TECHNOLOGY INC	135	USD	216.29	na
LASERSCOPE	178	USD	242.07	na
CANDELA CORP	310	USD	198.54	na
PALOMAR MEDICAL TECHNOLOGIES	92	USD	276.28	na
GSI LUMONICS INC	793	USD	260.77	na
CYMER INC	841	USD	345.02	na
mediana USD			229.2	
CARL ZEISS MEDITEC AG	841	EUR	235.40	66.0%
WAVELIGHT LASER TECHNOLOGIE	159	EUR	269.33	na
BIOLITEC AG	196	EUR	93.34	44.0%
PRIMA INDUSTRIE SPA	443	EUR	226.93	58.6%
LINOS AG	838	EUR	80.69	45.5%
QUANTEL	189	EUR	163.03	27.9%
mediana EUR			195.0	45.5%
mediana EUR rett.			231.2	
El.En	295	EUR	183.52	37.3%

Nel grafico abbiamo riportato l'andamento degli aggregati di Stato Patrimoniale dal 1997 al 2002. Grazie alla capacità di autofinanziamento il Gruppo registra una disponibilità di cassa a partire dal 1999, che nel 2000 viene rimpinguata dai proventi dell'IPO, utilizzati per le acquisizioni. Al 31/12/2002 il Gruppo disponeva di una liquidità residua pari a EUR 25 mln.

La struttura finanziaria



4.3 I dati semestrali

I risultati semestrali 2003 incorporano l'acquisizione di Asclepion e Lasercut ed il consolidamento integrale di Lasit, precedentemente consolidata ad equity.

Nei primi sei mesi dell'anno il Gruppo ha registrato ricavi in crescita del 43%, come riportato in tabella.

I ricavi

Fonte: dati societari

Ricavi (EUR mln)	H1 2002	Q1 2003	Q2 2003	H1 2003	Var YoY
Industriali	6.48	2.61	3.73	6.34	-2.2%
- Taglio	3.50	0.67	1.55	2.22	-36.6%
- Marcatura	2.70	1.49	1.85	3.34	23.7%
- Sorgenti	0.21	0.37	0.26	0.63	205.4%
- Saldatura e restauro	0.08	0.08	0.08	0.16	96.3%
Medicali	11.98	7.79	10.74	18.52	54.7%
- CO2 chirurgico	0.95	0.30	0.37	0.66	-30.6%
- Terapia	0.27	0.14	0.15	0.28	6.8%
- Estetica	8.30	4.96	5.96	10.92	31.5%
- Dentale	0.87	0.49	1.39	1.88	117.2%
- Altri	1.42	1.84	2.76	4.60	224.5%
- Accessori	0.17	0.07	0.11	0.18	6.5%
Ricerca	0.07	0.05	0.03	0.08	4.1%
Assistenza	2.58	2.55	2.70	5.25	103.2%
RICAVI VENDITE E PREST.	21.11	13.00	17.19	30.19	43.0%

Un'analisi delle singole voci evidenzia i seguenti trend:

- ▶ **stasi del mercato industriale**, che vede il taglio contrarsi del 37% a seguito dei forti investimenti registrati nel 2002 mentre la marcatura si mantiene su livelli di crescita significativi; **al netto delle variazioni del perimetro di consolidamento** relative a Lasercut e Lasit, il risultato sarebbe stato inferiore di circa EUR 1.7 mln, con un **decremento complessivo del 30% (-48.5% il taglio e -24.5% la marcatura)**;

- ▶ **tenuta del medicale**, grazie al buon andamento di Cynosure e all'entrata di Asclepion (al netto della quale la crescita sarebbe stata del 46% invece che 55%), come si può notare nei segmenti "Dentale" ed "Altro"; la contrazione del segmento chirurgico è dovuto alla riclassifica di laser per odontoiatria nel segmento dentale;
- ▶ forte **crescita dei ricavi da assistenza**, sostenuti dal progressivo allargamento della base installata e dai ricavi derivanti dal modello di revenue sharing tra Cynosure e la collegata Sona.

A fronte dell'incremento di fatturato, tuttavia, la società sta scontando una struttura dei costi più onerosa, come illustrato nella tabella, che porta il **marginale lordo a EUR 1.5 mln**, in calo del 43% YoY con un'**incidenza sul fatturato del 4.9% a fronte di un 12% di un anno fa**, mentre il **marginale operativo netto scende in terreno negativo a EUR -150mila a fronte di EUR 1.64 mln di utile nel primo semestre 2002**, che incorpora un miglioramento nel secondo trimestre.

La redditività

La *bottom line* è tornata in utile grazie alle riprese di valore su Sona, la collegata di Cynosure che era stata svalutata per USD 1.4 mln nel 2002.

Fonte: elaborazioni su dati societari

CONTO ECONOMICO (EUR mln)	H1 2001	H1 2002	Q1 2003	Q2 2003	H1 2003
Industriali	5.10	6.48	2.61	3.73	6.34
Medicali	7.38	11.98	7.79	10.74	18.52
Ricerca	0.05	0.07	0.05	0.03	0.08
Assistenza	0.92	2.58	2.55	2.70	5.25
RICAVI VENDITE E PREST.	13.46	21.11	13.00	17.19	30.19
<i>Variazione annua</i>	4.5%	56.9%	70.3%	27.5%	43.0%
Altri ricavi e proventi	0.16	0.06	0.15	0.23	0.37
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	1.16%	0.27%	1.1%	1.3%	1.23%
Variazioni di rimanenze prodotti in corso lavoro,	0.89	1.03	1.90	2.50	4.40
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	6.6%	4.9%	14.6%	14.6%	14.57%
Valore della produzione	14.51	22.20	15.0	19.9	35.0
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	107.8%	105.2%	115.7%	115.9%	115.8%
Totale costi	10.50	15.39	10.77	14.63	25.40
<i>% su Ricavi</i>	78.0%	72.9%	82.9%	85.1%	84.1%
Valore Aggiunto	4.01	6.81	4.27	5.29	9.56
<i>% su Ricavi</i>	29.8%	32.3%	32.8%	30.8%	31.7%
Costo del personale	2.14	4.23	3.71	4.37	8.08
<i>% su Ricavi</i>	15.9%	20.0%	28.5%	25.4%	26.8%
Marginale operativo lordo	1.86	2.58	0.56	0.92	1.48
<i>% su Ricavi</i>	13.9%	12.2%	4.3%	5.3%	4.9%
Ammortamenti e accantonamenti	0.58	0.94	0.79	0.85	1.63
Utile operativo netto	1.29	1.64	-0.22	0.07	-0.15
<i>% su Ricavi</i>	9.6%	7.8%	-1.7%	0.4%	-0.5%
Gestione finanziaria netta	0.61	0.18	0.10	-0.01	0.09
Poste straordinarie	0.06	0.07	0.00	0.00	0.00
Rettifiche di valore di attività finanziarie	0.04	0.04	0.73	-0.09	0.65
Utile ante imposte	2.00	1.93	0.61	-0.02	0.59
<i>% su Ricavi</i>	14.8%	9.1%	4.7%	-0.1%	1.9%

Al 30/06/2003 il Gruppo ha registrato una **posizione finanziaria netta positiva per EUR 14 mln**, in calo rispetto agli EUR 22 mln del primo trimestre per effetto di un incremento dei debiti finanziari per EUR 1.8 mln e di una riduzione di EUR 6 mln delle disponibilità: circa EUR 3 mln sono attribuibili alle operazioni straordinarie (saldo Cynosure, acquisto Lasercut, prima tranche Asclepion), che si sommano al pagamento delle imposte e dei dividendi 2002.

La posizione finanziaria netta

Tali disponibilità consentono al Gruppo di disporre di risorse anche per ulteriori acquisizioni.

4.4 SWOT analysis

Con la tabella seguente riepiloghiamo i punti salienti alla base dell'*investment story* di EL.EN.:

Strengths	Weaknesses
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Integrazione produttiva ▶ Salda presenza nel primo mercato mondiale ▶ Copertura geografica internazionale ▶ Ampia gamma di prodotti ▶ Sviluppo costante attività R&D ▶ Limitata dipendenza dai produttori di materie prime 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Mercato concorrenziale ▶ Pressione sui prezzi controbilanciata solo da alta rotazione dei prodotti ▶ Struttura dei costi irrigidita
Opportunities	Threats
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Ulteriori occasioni di crescita per linee esterne ▶ Presenza su mercati con interessanti potenzialità di sviluppo (Cina, Est Europa) ▶ Possibilità di giocare un ruolo di rilievo con la ripresa del mercato 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Possibilità di prolungata debolezza del settore industriale, almeno in Europa ▶ Clima dei consumi ancora incerto sebbene in miglioramento ▶ Minacce di mercato (usato, nuove tecnologie, killer apps)

5 Le previsioni

5.1 Le assunzioni di conto economico

Di seguito illustriamo le assunzioni di conto economico sottostanti la valutazione aziendale, basata su previsioni esplicite fino al 2006 ed un orizzonte semiesplicito sino al 2010.

Segnaliamo che per l'orizzonte previsionale esplicito è stato ipotizzato un tasso di cambio USD/EUR costante e pari a 1.11. Ricordiamo che data la struttura del Gruppo, ossia la presenza di una struttura produttiva negli USA, i conti risentono a livello di top line dell'effetto valuta ma incorporano contestualmente un naturale effetto hedging per il minor peso dei costi delle controllate statunitensi.

Le tabelle seguenti riportano l'evoluzione attesa del fatturato, che per il 2003 dovrebbero attestarsi a EUR 69.5 mln sostenuto principalmente dal settore medicale, sia sotto forma di ricavi diretti che da assistenza. Riteniamo che il settore industriale possa riprendersi a partire dal prossimo anno, beneficiando dell'allargamento al mercato americano, grazie anche agli incentivi fiscali recentemente varati.

Per il periodo 2007-2010 abbiamo stimato una crescita annua del fatturato pari al 5%.

I ricavi

Fonte: Elaborazioni Cofiri, dati aziendali

Ricavi (EUR mln)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Laser industriali	7.13	6.67	8.33	10.65	16.99	16.10	19.24	21.91	24.60
Laser medicali	8.90	15.61	15.60	15.10	29.60	42.28	48.66	54.90	60.36
Ricerca	0.08	0.12	0.14	0.09	0.18	0.20	0.20	0.20	0.20
Assistenza	1.01	1.46	1.89	2.01	7.37	10.92	12.49	14.42	15.91
TOTALE	17.12	23.87	25.96	27.84	54.14	69.50	80.59	91.42	101.07
Trend ricavi (%)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Laser industriali	32.9%	-6.4%	24.9%	27.8%	59.6%	-5.2%	19.4%	13.9%	12.3%
Laser medicali	110.4%	75.5%	-0.1%	-3.2%	96.0%	42.8%	15.1%	12.8%	10.0%
Ricerca	nd	nd	11.5%	-36.4%	109.3%	11.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Assistenza	2.0%	45.4%	29.1%	6.4%	266.6%	48.1%	14.4%	15.4%	10.3%
TOTALE	60.9%	39.5%	8.7%	7.3%	94.4%	28.4%	16.0%	13.4%	10.6%
Breakdown geografico	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Italia	11.49	16.50	13.46	14.48	21.98	15.99	18.59	20.86	23.42
Europa	3.77	4.54	5.45	6.86	10.37	21.88	25.42	28.60	31.86
ROW	1.86	2.84	7.04	6.51	21.79	31.63	36.58	41.96	45.79
TOTALE	17.12	23.87	25.96	27.84	54.14	69.50	80.59	91.42	101.07
Italia	67.1%	69.1%	51.9%	52.0%	40.6%	23.0%	23.1%	22.8%	23.2%
Europa	22.0%	19.0%	21.0%	24.6%	19.2%	31.5%	31.5%	31.3%	31.5%
ROW	10.9%	11.9%	27.1%	23.4%	40.3%	45.5%	45.4%	45.9%	45.3%

A livello di costi riteniamo plausibile una **riduzione dell'incidenza delle prestazioni per servizi** soprattutto per effetto del calo della voce "provvigioni" (pari al 4.7% dei ricavi complessivi 2002 e all'11% dei ricavi Italia), che risentirà del bilanciamento del fatturato verso le aree extra-Italia. Il **personale è stato stimato in leggera crescita**, con una piccola contrazione nel 2004 dovuta alla razionalizzazione delle funzioni di staff delle controllate estere, incorporando il raggiungimento di un livello di ricavi per dipendente in linea con i competitors nel 2005.

I costi

Gli ammortamenti risentiranno del *goodwill* derivante dalle acquisizioni e da investimenti operativi che sono stati stimati attorno al 3.7% del fatturato sino al 2005; nel 2006-2007 abbiamo ipotizzato un ampliamento della capacità produttiva, per un totale di EUR 5 mln in due anni.

Gli ammortamenti

La media degli investimenti per tutto l'orizzonte 2003-2010 è pari al 4% del fatturato.

Per il 2003, le difficoltà sul fronte industriale e gli effetti delle acquisizioni dovrebbero ulteriormente limitare la marginalità del Gruppo, con un Ebitda margin atteso al 9.6% vs il 12.7% del 2002; l'Ebit margin è invece atteso scendere al 3.5%. per effetto dei maggiori ammortamenti. Dal 2004 riteniamo che la società possa recuperare livelli di marginalità più significativi (Ebitda margin da 12% nel 2004 a 15.8% nel 2006; Ebit margin da 5.6% nel 2004 a 11.8% nel 2006).

La redditività

Per quanto riguarda le **rettifiche delle attività finanziarie**, che nella semestrale vedevano una ripresa di valore per circa EUR 700 mila, nelle previsioni annuali abbiamo **cautelativamente abbassato i proventi a EUR 400 mila** per considerare eventuali rettifiche derivanti dalle nuove acquisizioni.

Il **tax rate** è stato infine ricalcolato considerando l'agevolazione SuperDIT per il 2003 e la sola DIT dal 2004, con un'aliquota IRPEG al 33% dal 2004.

5.2 Le assunzioni di stato patrimoniale

Nelle tabelle successive, invece, riepiloghiamo brevemente le principali assunzioni di stato patrimoniale.

Per quanto riguarda il circolante, le assunzioni esplicite dell'ultimo anno sono state applicate anche al periodo 2007-2010. Le stime di rotazione del magazzino, che vedono una decrescita nel 2003, si basano su tempi di produzione di circa 60 gg per i prodotti medicali, che rappresentano la maggior parte dell'attività, e di 90 gg per i prodotti industriali e possono quindi apparire migliorabili. Riteniamo, tuttavia, che l'ampliarsi del Gruppo e le necessità di gestione delle disponibilità delle controllate estere porteranno ad un allungamento dei tempi medi di rotazione.

Circolante,
investimenti e
dividendo

	Fonte: stime Cofiri									
Circolante - DoH	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Magazzino	49.0	60.9	94.9	119.5	99.7	93.4	93.4	93.4	93.4	
Crediti commerciali	97	77	100	108	106	106	106	106	106	
Debiti commerciali	118	107	133	107	117	110	110	110	110	

I dettagli sugli investimenti sono già stati riportati al precedente paragrafo, la tabella riespone l'ammontare in valore assoluto.

	Fonte: stime Cofiri							
Investimenti (EUR mln)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Totale investimenti	2.73	1.43	9.27	6.35	2.90	3.35	5.25	

La società continuerà la politica di dividendi iniziata nel 1999. Per l'anno in corso, a fronte della compressione dell'utile netto, ci aspettiamo che El.En. decida una temporanea riduzione del dividendo per azione a EUR 0.2, che dovrebbe ricollocarsi su un *trend* ascendente a partire dal prossimo anno. Le assunzioni sono riepilogate in tabella.

	Fonte: stime Cofiri									
Dividendi	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Utili a riserva	0.76	2.78	2.09	1.36	0.98	0.30	1.44	3.13	4.04	
Utile per azione (EUR)	0.00	0.03	0.20	0.20	0.25	0.20	0.25	0.30	0.35	
Utili in distribuzione	0.00	0.10	0.92	0.92	1.15	0.92	1.15	1.38	1.61	
Tasso di distribuzione utili	0.0%	3.6%	30.6%	40.4%	54.0%	75.2%	44.5%	30.6%	28.5%	

Le previsioni non incorporano ulteriori operazioni di M&A; pertanto, alla luce della liquidità residua e della capacità di generazione di cassa, per l'orizzonte analizzato la posizione finanziaria netta del Gruppo rimarrà positiva. Nel lungo termine riteniamo che la società si riallineerà alla media settoriale con un leverage del 15%.

Rapporto D/E

6 La valutazione

La valutazione del titolo El.En. è stata condotta utilizzando sia il metodo DCF che i multipli di mercato.

6.1 Valutazione *Discounted Cash Flow*

La tabella sottostante riassume le assunzioni relative alla determinazione del costo ponderato del capitale.

Il **tasso *risk-free* annuale incorpora le aspettative implicite nell'attuale curva swap decennale (fonte: Reuters); il premio di mercato è stato assunto pari al 4%** mentre il beta è ricalcolato dinamicamente per incorporare la variazione della struttura finanziaria, partendo da un beta levered (0.74) derivato da Bloomberg sulla base delle osservazioni settimanali degli ultimi due anni. Il **tasso di crescita perpetua** g è stato fissato al 2.5%.

Per il *terminal value* abbiamo assunto un bilanciamento D/E che si allinea con la parte bassa del *range* di dati storici relativi ai competitor quotati (leverage medio 15-30%).

Fonte: Stime Cofiri

WACC	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	T. Value
Risk-free rate (Btp 10y net yield)	4.44%	4.83%	5.10%	5.36%	5.48%	5.05%	5.05%	5.05%	5.05%
Risk Premium	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
β levered vs Mibtel	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	1.1
Cost of Equity	7.72%	8.09%	8.37%	8.62%	8.64%	8.09%	7.92%	7.75%	9.32%
Equity/(Deb+Equity)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	85.0%
Spread	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%
Gross Cost of Debt	6.14%	6.52%	6.80%	7.06%	7.17%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%
Tax rate	34%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33.0%
Net Cost of Debt	4.05%	4.37%	4.55%	4.73%	4.81%	4.52%	4.52%	4.52%	4.5%
Deb/(Deb+Equity)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%
WACC	7.72%	8.09%	8.37%	8.62%	8.64%	8.09%	7.92%	7.75%	8.60%
Long-Term growth rate									2.50%

Sulla base delle assunzioni riportate giungiamo ad una valutazione di EUR 22 per azione, che incorpora un multiplo di uscita implicito EV/Ebitda pari a 4.7x. L'*upside* potenziale è pari al 36.4%.

Fonte: Stime Cofiri

Valutazione DCF	
EV= NPV (OP. FCF)	85.60
NPV flussi	5.57
NPV Terminal Value	80.0
Multiplo Ebitda implicito in EV	4.7x
-Net Debt	16.08
-Minority Interest	-6.61
Equity Value (EUR mln)	95.1
Equity Value per Share (EUR)	20.67
Days from the beginning of the year	280
Mid year effect (multiplier)	1.066
Target price	22.03
Prezzo al 07/10/2003	16.15
Upside/downside	36.4%

Abbiamo inoltre simulato gli scenari di *sensitivity* al variare del tasso *g* e, del *risk premium* e all'innalzamento o abbassamento della curva dei tassi.

Sensitivity al tasso *g* e risk premium

<i>g</i>	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%
risk premium					
3.50%	22.02	22.80	23.66	24.6	25.6
3.75%	21.29	22.01	22.81	23.67	24.64
4.00%	20.61	21.29	22.03	22.81	23.68
4.25%	19.98	20.61	21.29	22.01	22.81
4.50%	19.39	19.97	20.60	21.28	22.02

Sensitivity al tasso *g* e curva dei tassi interesse

<i>g</i>	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%
var curva tassi					
-0.50%	21.97	22.74	23.59	24.51	25.53
-0.25%	21.27	21.99	22.78	23.63	24.57
0.00%	20.61	21.29	22.03	22.81	23.68
0.25%	20.00	20.63	21.31	22.05	22.85
0.50%	19.42	20.01	20.65	21.33	22.08
0.75%	18.87	19.43	20.02	20.62	21.36

6.2 Valutazione a multipli di mercato

Nella tabella seguente riepiloghiamo i multipli di mercato dei principali competitor di EL.EN., suddivisi per aree geografiche e per settori operativi. In molti casi le società presentano una struttura reddituale inefficiente dovuta a difficoltà operative o alla fase di *start-up* in cui si trova l'azienda. I multipli evidenziano la forte sottovalutazione del titolo.

Fonte: Bloomberg

Multipli valutativi Dati al 10/09/2003	EV/Sales		EV/Ebitda	
	2003	2004	2003	2004
MULTIPLI USA - Industriali				
COHERENT INC	1.63	1.47	21.45	9.94
EXCEL TECHNOLOGY INC	2.27	1.97	na	na
ROFIN-SINAR TECHNOLOGIES INC	1.32	1.24	na	na
GSI LUMONICS INC	1.19	1.05	35.39	13.30
MULTIPLI USA - Medicali				
LUMENIS LTD	0.83	0.83	neg	16.89
BIOLASE TECHNOLOGY INC	6.09	4.57	na	na
LASERSCOPE	4.00	3.42	na	na
CANDELA CORP	1.50	1.35	na	na
MULTIPLI Europa - Industriali				
PRIMA INDUSTRIE SPA	0.68	0.61	16.12	6.82
MULTIPLI Europa - Medicali				
CARL ZEISS MEDITEC AG	1.35	1.23	11.79	8.41
WAVELIGHT LASER TECHNOLOGIE	0.99	0.81	5.19	4.18
LINOS AG	0.61	0.54	8.26	3.62
mediana Bloomberg	1.34	1.24	13.96	8.41
EL.EN. SPA	0.76	0.68	7.45	4.90

Applicando i multipli riportati in tabella alle nostre previsioni troviamo un **range valutativo compreso tra EUR 19.5 ed EUR 23.5 per azione**. Effettuando una media per anno delle valutazioni ottenute attraverso i vari multipli restringiamo l'oscillazione a **EUR 21.5-22.2 per azione**.

<i>Fonte: Elaborazioni Cofiri</i>					
EV/Sales	2003	2004	EV/Ebitda	2003	2004
Sales	69.50	80.59	Ebitda	6.64	9.66
multipli di mercato	1.34	1.24		13.96	8.41
EV	92.95	99.56		92.69	81.22
NFP	-16.08	-16.20		-16.08	-16.20
Minorities	6.61	7.55		6.61	7.55
Equity	102.42	108.22		102.16	89.88
per share	22.3	23.5		22.2	19.5
media EV/Sales	22.9		media EV/Ebitda	20.9	
media 2003	22.24				
media 2004	21.53				

6.3 Conclusioni

Ponderando al 50% le valutazioni a DCF e a multipli otteniamo un **target price** pari a EUR 22.1, corrispondente ad un **upside** del 37% circa rispetto agli attuali corsi del titolo.

Target price
ponderato: EUR
22.1

<i>Fonte: stime Cofiri</i>			
Ponderazione delle valutazioni		Pond. %	
Valutazione a DCF	22.03	50%	11.01
Valutazione a multipli di mercato 2003	22.24	50%	11.12
Media ponderata			22.13

7 Appendice

7.1 Conto Economico

CONTO ECONOMICO (EUR mln)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
RICAVI DELLE VENDITE E DELLE PRESTAZIONI	17.12	23.87	25.96	27.84	54.14	69.50	80.59	91.42	101.07
<i>Variazione annua</i>	60.8%	39.5%	8.7%	7.3%	94.4%	28.4%	16.0%	13.4%	10.6%
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	0.00	0.00	0.04	0.14	0.43	0.50	0.50	0.50	0.50
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	0.00%	0.00%	0.15%	0.49%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
Altri ricavi e proventi	0.25	0.29	0.13	0.21	0.46	0.45	0.90	0.90	0.69
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	1.47%	1.22%	0.49%	0.75%	0.85%	0.65%	1.11%	0.98%	0.68%
Var.rim prodotti in corso lavoro, semilav e finiti	0.228	1.16	1.39	1.32	-0.02	1.35	1.46	1.43	1.27
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	1.33%	4.88%	5.35%	4.75%	0.0%	1.9%	1.8%	1.6%	1.3%
Valore della produzione	17.59	25.33	27.51	29.51	55.01	71.80	83.45	94.25	103.53
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	102.8%	106.10%	105.99%	106.00%	101.6%	103.3%	103.5%	103.1%	102.4%
<i>Variazione annua</i>	62.1%	44.0%	8.6%	7.3%	86.4%	30.5%	16.2%	12.9%	9.9%
Materie prime e sussidiarie	7.78	9.16	11.39	14.27	23.27	31.40	35.77	39.93	42.67
<i>% su Ricavi</i>	45.47%	38.37%	43.89%	51.25%	42.98%	45.2%	44.4%	43.7%	42.2%
Prestazioni di servizi	4.72	6.33	5.97	7.53	13.30	16.75	18.75	20.87	22.69
<i>% su Ricavi</i>	27.6%	26.53%	23.00%	27.05%	24.56%	24.10%	23.26%	22.82%	22.45%
Godimento di beni di terzi	0.00	0.00	0.1	0.1	0.6	0.69	0.81	0.91	1.01
<i>% su Ricavi</i>	0.00%	0.00%	0.37%	0.47%	1.09%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
Variazione delle rimanenze mat prime, consumo e m	-0.32	-0.63	-1.22	-1.09	-1.05	-1.7	-1.4	-1.3	-1.2
<i>% su Ricavi</i>	-1.9%	-2.64%	-4.70%	-3.93%	-1.95%	-2.4%	-1.7%	-1.5%	-1.2%
Oneri diversi di gestione	0.00	0.00	0.34	0.43	0.84	1.11	1.29	1.46	1.62
<i>% su Ricavi</i>	0.0%	0.00%	1.30%	1.56%	1.56%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%
Totale costi	12.18	14.86	16.58	21.27	36.95	48.30	55.24	61.83	66.79
<i>% su Ricavi</i>	71.1%	62.26%	63.86%	76.39%	68.2%	69.5%	68.5%	67.6%	66.1%
Valore Aggiunto	5.42	10.47	10.93	8.24	18.06	23.49	28.21	32.42	36.74
<i>% su Ricavi</i>	31.7%	43.84%	42.13%	29.61%	33.36%	33.8%	35.0%	35.5%	36.4%
<i>crescita YoY</i>	70.9%	93.2%	4.5%	-24.6%	119.1%	30.1%	20.1%	14.9%	13.3%
Costo del personale	2.44	3.09	3.30	4.35	11.01	16.65	18.35	19.24	20.53
<i>% su Ricavi</i>	14.23%	12.94%	12.72%	15.62%	20.34%	23.96%	22.8%	21.0%	20.3%
Acc.to fondo rischi	0.00	0.00	0.42	0.09	0.19	0.20	0.20	0.20	0.20
<i>% su Ricavi</i>	0.00%	0.00%	1.60%	0.31%	0.36%	0.29%	0.25%	0.22%	0.20%
Margine operativo lordo	2.98	7.32	7.22	3.81	6.86	6.64	9.66	12.98	16.01
<i>% su Ricavi</i>	17.4%	30.68%	27.80%	13.68%	12.7%	9.6%	12.0%	14.2%	15.8%
Amm.ti imm.ni materiali	0.35	0.35	0.48	0.58	1.59	1.98	2.05	1.09	1.49
Amm.ti imm.ni immateriali	0.09	0.09	0.39	0.51	1.13	2.00	1.70	1.73	1.83
Altre svalutazioni delle imm.ni			0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Svalutazioni dei crediti compresi nell'AC e delle dis. L	0.03	0.05	0.09	0.12	0.16	0.20	0.23	0.27	0.29
Utile operativo netto	2.51	6.84	6.25	2.59	3.97	2.45	5.67	9.90	12.40
<i>% su Ricavi</i>	14.64%	28.65%	24.09%	9.31%	7.3%	3.5%	7.0%	10.8%	12.3%
Gestione finanziaria netta	-0.24	-0.08	0.15	1.19	1.02	0.38	0.42	0.43	0.50
Poste straordinarie	0.01	-0.14	0.02	0.03	0.39	0.00	0.00	0.00	0.00
Rettifiche di valore di attività finanziarie	-0.03	-0.18	0.05	0.03	0.17	0.40	0.00	0.00	0.00
Utile ante imposte	2.24	6.43	6.48	3.84	5.55	3.23	6.09	10.33	12.90
<i>% su Ricavi</i>	13.1%	26.94%	24.95%	13.80%	10.2%	4.7%	7.6%	11.3%	12.8%
Imposte	-1.10	-2.95	-2.94	-1.21	-2.68	-1.73	-2.59	-4.18	-5.21
<i>% su Utile ante imposte</i>	49.01%	45.78%	45.47%	31.45%	48.38%	53.38%	42.47%	40.52%	40.37%
Utile netto	1.14	3.49	3.53	2.63	2.86	1.51	3.51	6.14	7.69
<i>% su Ricavi</i>	6.7%	14.61%	13.60%	9.46%	5.3%	2.2%	4.3%	6.7%	7.6%
Utile/(perdita) di terzi	0.384	0.609	0.53	0.36	0.73	0.40	0.93	1.63	2.04
<i>% su utile netto</i>	33.56%	17.46%	14.88%	13.62%	25.58%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%
Utile netto di Gruppo	0.76	2.88	3.01	2.28	2.13	1.11	2.57	4.51	5.65
<i>% su Ricavi</i>	4.4%	12.06%	11.58%	8.17%	3.94%	1.59%	3.19%	4.93%	5.59%

7.2 Impieghi

CAPITALE INVESTITO NETTO (EUR mln)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Rimanenze									
Magazzino	2.30	3.98	6.75	9.11	14.79	17.79	20.63	23.40	25.87
% su Ricavi	13.42%	16.67%	25.99%	32.73%	27.31%	25.60%	25.60%	25.60%	25.60%
Crediti commerciali									
Crediti vs. clienti	4.56	5.02	7.09	8.22	15.72	20.18	23.40	26.55	29.35
% su Ricavi delle vendite	26.7%	21.0%	27%	30%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
Altre attività									
Crediti verso altri	0.74	2.31	1.89	3.43	3.04	4.69	5.44	6.17	6.82
% su Ricavi delle vendite	4.3%	9.66%	7.28%	12.34%	5.6%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
Crediti verso controllate e collegate	0.00	0.00	0.07	0.14	0.06	0.58	0.67	0.76	0.84
% su Ricavi delle vendite		0.00%	0.27%	0.50%	0.11%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
Ratei e risconti attivi	0.02	0.05	0.02	0.11	0.16	0.20	0.23	0.26	0.29
% su Ricavi delle vendite		0.20%	0.09%	0.38%	0.29%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
Debiti commerciali									
Debiti vs. fornitori	-3.93	-4.37	-6.04	-6.23	-11.86	-14.56	-16.65	-18.63	-20.13
% su Ricavi delle vendite	22.94%	18.31%	23.26%	22.38%	21.90%	20.9%	20.7%	20.4%	19.9%
Debiti verso controllate e collegate	0.00	0.00	-0.62	-0.19	-0.18	-0.21	-0.25	-0.28	-0.31
% su Ricavi delle vendite		0.00%	2.37%	0.70%	0.34%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%
Altre passività									
Acconti	-0.22	-0.40	-0.21	-0.22	-0.35	-0.45	-0.52	-0.59	-0.66
% su Ricavi delle vendite	1.27%	1.66%	0.80%	0.80%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%
Ratei e risconti passivi	-0.04	-0.03	-0.17	-0.15	-0.54	-0.69	-0.80	-0.90	-1.00
% su Ricavi delle vendite	0.24%	0.12%	0.66%	0.54%	0.99%	0.99%	0.99%	0.99%	0.99%
Debiti tributari	-1.17	-2.32	-0.47	-0.56	-1.99	-2.55	-2.96	-3.36	-3.71
% su Ricavi delle vendite	6.83%	9.71%	1.83%	2.00%	3.67%	3.67%	3.67%	3.67%	3.67%
Altri debiti	-0.66	-0.95	-0.46	-0.71	-3.43	-1.98	-2.30	-2.61	-2.88
% su Ricavi delle vendite	3.84%	3.97%	1.79%	2.54%	6.34%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
Debiti verso istituti previdenziali	-0.19	-0.25	-0.28	-0.36	-0.47	-0.64	-0.74	-0.81	-0.90
% su Ricavi delle vendite	1.10%	1.04%	1.07%	1.29%	0.87%	0.92%	0.92%	0.89%	0.89%
Fondi per rischi ed oneri									
Fondi per rischi ed oneri	-0.65	-0.83	-1.29	-1.36	-2.56	-2.29	-2.49	-2.69	-2.89
% su Ricavi delle vendite	3.80%	3.48%	4.95%	4.87%	4.73%	3.29%	3.08%	2.94%	2.86%
Capitale circolante netto	0.779	2.22	6.28	11.23	12.39	20.08	23.68	27.27	30.71
Variazione annua		1.44	4.06	4.96	1.15	7.69	3.60	3.59	3.43
% fatturato	4.55%	9.29%	24.18%	40.34%	22.88%	28.89%	29.38%	29.83%	30.38%
Fondo TFR	-0.43	-0.46	-0.57	-0.70	-0.95	-1.19	-1.45	-1.73	-2.03
Imm.ni immateriali nette	0.10	0.03	1.50	1.67	8.24	10.14	8.53	7.25	5.97
Imm.ni finanziarie	1.07	1.03	1.09	0.81	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97
Imm.ni materiali nette	3.46	3.41	3.70	3.69	6.20	6.41	6.76	8.52	11.78
Attivo fisso netto	4.20	4.01	5.73	5.47	14.46	16.33	14.80	15.00	16.69
Variazione annua	-0.304	-0.194	1.719	-0.252	9.0	1.9	-1.5	0.2	1.7
Capitale investito netto	5.21	6.54	12.00	16.71	26.84	36.41	38.48	42.28	47.40

7.3 Fonti

FONTI (EUR mln)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Capitale sociale	1.24	1.24	2.38	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39
Riserve da sovrapprezzo azioni	0.00	0.00	34.23	34.21	33.95	33.95	33.95	33.95	33.95
Riserva legale	0.04	0.05	0.16	0.27	0.41	0.55	0.63	0.77	1.05
Riserva per azioni proprie in portafoglio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26
Altre riserve	1.78	2.40	3.96	5.90	6.41	6.45	6.45	6.45	6.45
Utile netto di esercizio	0.8	2.88	3.01	2.28	2.13	1.11	2.57	4.51	5.65
Patrimonio netto di Gruppo	3.86	6.57	43.73	45.05	45.55	45.87	47.14	49.43	52.83
<i>Variazione annua</i>	0.76	2.72	37.15	1.32	0.51	0.3	1.3	2.3	3.4
Patrimonio netto di terzi	0.28	0.45	0.79	1.35	5.48	6.21	6.61	7.41	8.88
Utile netto dell'esercizio di pertinenza di terzi	0.38	0.61	0.53	0.36	0.73	0.40	0.93	1.63	2.04
Patrimonio netto di terzi	0.66	1.06	1.31	1.71	6.21	6.61	7.55	9.04	10.92
PATRIMONIO NETTO TOTALE	4.52	7.63	45.04	46.76	51.77	52.49	54.68	58.46	63.76
Debiti finanziari a medio lungo termine									
Debiti vs. banche a lungo	2.67	2.77	1.04	0.83	0.65	0.41	0.46	0.54	0.57
Debiti vs. altri finanziatori a lungo	0.00	0.00	0.74	0.61	0.60	0.35	0.22	0.11	0.05
Obbligazioni	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62
Debiti finanziari a breve termine									
Debiti vs. banche a breve	0.60	0.29	0.28	0.23	0.38	0.24	0.21	0.27	0.17
Debiti vs. altri finanziatori a breve	0.00	0.00	0.14	0.14	0.33	0.13	0.13	0.11	0.06
Disponibilità e crediti finanziari a breve termine									
Disponibilità liquide	-3.19	-4.77	-34.71	-32.28	-27.05	-17.33	-17.33	-17.33	-17.33
Attività finanziarie a breve termine	0.00	0.00	-1.15	-0.20	-0.45	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Posizione finanziaria netta/(disponibilità)	0.70	-1.09	-33.03	-30.05	-24.93	-16.08	-16.20	-16.19	-16.36
<i>Variazione annua</i>		-1.79	-31.94	2.99	5.12	8.85	-0.12	0.01	-0.17
Totale fonti	5.21	6.54	12.00	16.71	26.84	36.41	38.48	42.28	47.40

7.4 Flussi per la valutazione

Flussi di cassa per la valutazione	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	T. Value
Utile operativo netto	2.45	5.67	9.90	12.40	11.53	12.10	12.72	13.39	13.06
Imposte - Irpeg (sull'Utile operativo netto)	-0.83	-1.87	-3.27	-4.09	-3.81	-3.99	-4.20	-4.42	-4.31
Imposte - IRAP	-0.82	-1.03	-1.25	-1.41	-1.42	-1.50	-1.57	-1.64	-1.61
Amm.to Imm.ni materiali	1.98	2.05	1.09	1.49	2.00	2.37	2.66	2.89	2.78
Amm.to Imm.ni immateriali	2.00	1.70	1.73	1.83	1.87	1.43	1.35	1.35	1.35
Flussi di cassa della gestione (flusso di circolante)	4.79	6.53	8.21	10.22	10.18	10.41	10.97	11.57	11.27
Variazione CCN	-7.69	-3.60	-3.59	-3.43	-1.59	-1.52	-1.66	-1.75	-1.70
Inv./disinv. Imm.ni materiali	-2.20	-2.40	-2.85	-4.75	-4.80	-3.70	-3.10	-3.50	-3.30
Inv./disinv. Imm.ni immateriali	-3.90	-0.09	-0.45	-0.56	-0.48	-0.54	-0.56	-0.56	-0.56
Inv./disinv. Imm.ni finanziarie	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Flusso di cassa disponibile per l'impresa	-9.01	0.43	1.31	1.48	3.30	4.65	5.65	5.76	5.71

7.5 Laser Index Cofiri – composizione e pesi

Società	Valuta	Mkt cap (USD mln)	Peso indice
BIOLASE TECHNOLOGY	USD	239.28	8.6%
CANDELA	USD	152.25	5.5%
COHERENT	USD	780.03	27.9%
EXCEL TECHNOLOGY	USD	319.87	11.5%
GSI LUMONICS (NMS)	USD	402.16	14.4%
LASERSCOPE	USD	177.46	6.4%
LUMENIS	USD	48.76	1.7%
PRIMA INDUSTRIE	EUR	32.75	1.3%
QUANTEL	EUR	12.63	0.5%
ROFIN SINAR TECH. (FRA)	USD	242.17	8.7%
WAVELIGHT LASER TECHS.	EUR	42.01	1.7%
CARL ZEISS MEDITEC	EUR	273.83	11.1%
LINOS	EUR	18.25	0.7%

Cofiri SIM
Società di Intermediazione Mobiliare spa
Via Manzoni, 37 – 20121 Milano

Registro delle Imprese Roma n. 8720/86
Registro delle Imprese Milano n. 302403
REA Roma n. 621877 - REA Milano n. 1334145
Albo delle SIM (Delibera Conson n. 11761 del 12.12.1998)

Mercato Azionario
Registrazione Tribunale di Milano n. 522 del 10.09.2001
Direttore Responsabile: Mario Seghelini

Servizio Studi
studi@cofiri.it

Questo documento è stato predisposto dal Servizio Studi di Cofiri SIM S.p.A. Le informazioni e le opinioni contenute in questo documento provengono unicamente da Cofiri SIM in quanto facenti parte della sua ricerca interna. Mentre le informazioni contenute in questo documento e le opinioni ivi indicate si basano su fonti ritenute attendibili, Cofiri SIM non ha effettuato una verifica indipendente del contenuto di questo documento. Conseguentemente nessuna dichiarazione e garanzia espressa o implicita è fornita, né alcun affidamento può essere fatto riguardo alla precisione, completezza o correttezza delle informazioni e delle opinioni contenute in questo documento. Cofiri SIM né alcun suo amministratore, dirigente o dipendente potrà 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 né forma parte di alcuna offerta di vendita o di sottoscrizione né il medesimo o ciascuna delle sue parti potrà costituire la base per qualsivoglia contratto o impegno di qualsiasi tipo né su di esso si potrà fare affidamento per la conclusione di qualsivoglia contratto o impegno di qualsiasi tipo. **Il documento è stato redatto in base alle informazioni disponibili il 07/10/2003 ed è composto di n. 36 pagine. Questo documento è indirizzato a operatori qualificati e stampa specializzata in forma elettronica e da questi potrebbe essere diffuso al pubblico indistinto. La distribuzione del presente studio, che ha inizio in data 08/10/2003, avverrà contestualmente al deposito presso CONSOB e Borsa Italiana Spa.** La circolazione del documento è limitata al territorio della Repubblica Italiana e non è prevista al di fuori di esso; in altre giurisdizioni la distribuzione del documento può essere soggetta a restrizioni e pertanto le persone alle quali dovesse pervenire tale documento si dovranno informare sull'esistenza di tali restrizioni ed osservarle. Il presente documento è distribuito unicamente per fini informativi e non può essere riprodotto né ridistribuito a nessun'altra persona se non citando la fonte. Accettando il presente documento si è vincolati ad osservare le limitazioni sopra indicate.

In adempimento al Regolamento CONSOB n. 11971 del 14/5/1999, art. 69, e alla Comunicazione Consob n. DME/1029755 del 20/4/2001, si informa che alla data del 07/10/2003 il Gruppo Cofiri non ha specifici interessi nell'emittente.

