



Studi di Società

ESAOTE

	Fatturato	Profitti	EpS	CFpS	P/E	P/CF	BVpS	P/BV	EV/EBITDA	EV/EBIT	Dps	Yield
1997	276,8	6,5	143	408	32,6	11,5	2.561	1,83	6,3	10,5	50	1,1%
1998	343,9	7,2	156	518	29,9	9,0	2.658	1,76	3,7	6,0	50	1,0%
1999E	370,8	9,8	214	510	17,8	7,5	2.815	1,36	2,5	3,6	90	2,4%
2000E	397,3	12,4	270	575	14,1	6,6	2.995	1,27	2,3	3,2	120	3,1%
2001E	415,6	13,9	302	628	12,6	6,1	3.178	1,20	2,3	3,2	140	3,7%
2002E	432,9	15,6	341	686	11,2	5,6	3.378	1,13	2,3	3,2	160	4,2%

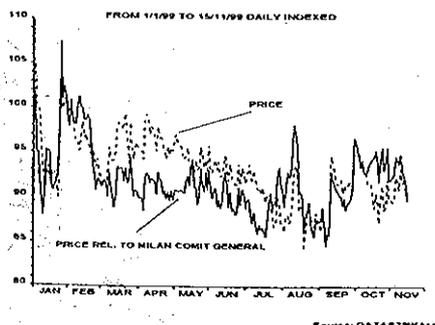
Miliardi di lire.

Prezzo azione (15/11/99)	1,90 Euro
Cap. (Mln Euro)	87,3
Raccomandazione	BUY
Indice Comit	1.485,31
Settore	BIOMEDICALS
Codice Reuters	ESA.MI
Flottante	50%
N° azioni (.000)	45.925
Mag. azionisti	Bracco (50,03%)

• Esaote è il principale gruppo italiano attivo nel settore delle apparecchiature elettromedicali. Esaote svolge attività di studio, progettazione, produzione e commercializzazione di strumentazione diagnostica non invasiva classificabile in tre linee principali: ultrasuoni, risonanza magnetica dedicata, cardiologia e neurologia. Inoltre Esaote fornisce moduli ospedalieri "chiavi in mano" e rivende, sul mercato italiano, apparecchiature biomedicali di produttori terzi fra cui Hitachi Medical Corporation.

• Durante il 1998 Esaote ha concluso due importanti operazioni: l'acquisizione del 100% di Pie Medical N.V. dal gruppo Philips, completando la gamma dei prodotti offerti nel comparto ultrasuoni, e l'accordo con Siemens nella risonanza magnetica dedicata.

• I dati del primo semestre 1999 hanno registrato un fatturato pari a 188,6 mld di lire, in crescita del 13,7% rispetto al primo semestre 1998, mentre i margini di redditività sono rimasti sugli stessi livelli rispetto all'analogo periodo del 1998. L'EBITDA ha raggiunto i 22 mld di lire mentre l'EBIT è stato pari a 15,7 mld di lire.



Novembre, 1999

Alessandra Di Renzo (02-8850.7174)

e-mail: adirenzo@bci.it

(8) v. MASSARI
Cap 7



- Per i prossimi anni ci attendiamo che la società prosegua efficacemente nel suo sentiero di crescita sia attraverso la continua innovazione di prodotto (punto di forza di Esaote) sia mediante una serie di alleanze strategico/distributive stipulate con partner internazionali. Per il triennio 1999-2001 prevediamo che il fatturato passi da 371 miliardi di lire a 416 miliardi di lire (CAGR 5,9%), e un miglioramento del ROS che raggiungerà l'8,6% circa (7,8% per il 1998). L'utile netto dovrebbe passare da 9,8 miliardi di lire per il 1999 a 13,9 miliardi per il 2001. Fondamentale sarà l'apporto dei prodotti lanciati nel corso del 1999 che cominceranno a generare redditività a partire dal 2000.
- In base al DCF otteniamo un target price di 2,33 euro, valore che trova conferma da un confronto effettuato con i multipli dei principali competitors di Esaote a livello internazionale. Alle attuali quotazioni del titolo, il nostro giudizio è **BUY**.

discounted
cash
flow

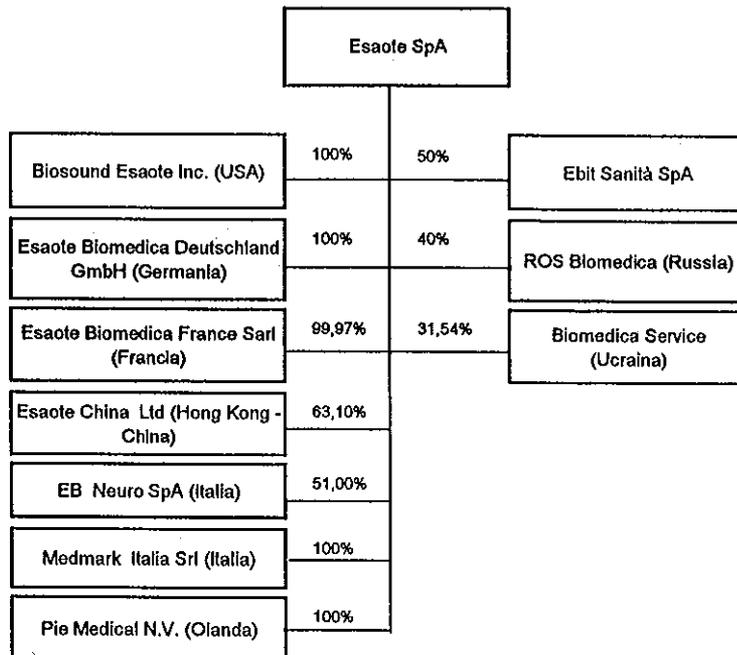
cumulative
Average
Growth
Rate

↓
in pag 17

PREZZO ESAOTE
29/5/99
€ 3.95 (circa)

LA STRUTTURA DEL GRUPPO

La produzione di Esaote è concentrata presso gli stabilimenti di Genova, Firenze e a Maastricht dopo l'acquisizione di Pie Medical dal Gruppo Philips. Presso la controllata Biosound Inc. viene effettuato l'assemblaggio di alcuni prodotti venduti essenzialmente negli Stati Uniti. Le altre società facenti parte del gruppo sono di natura commerciale.



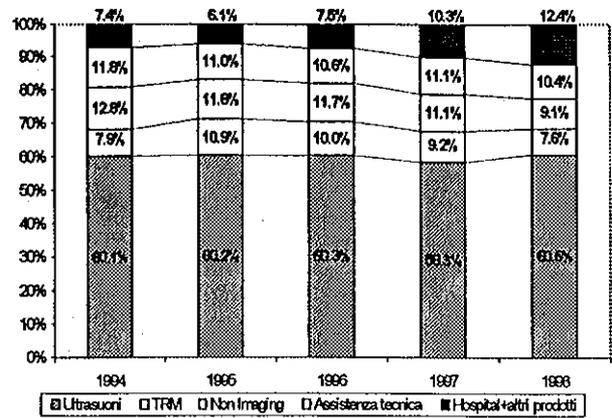
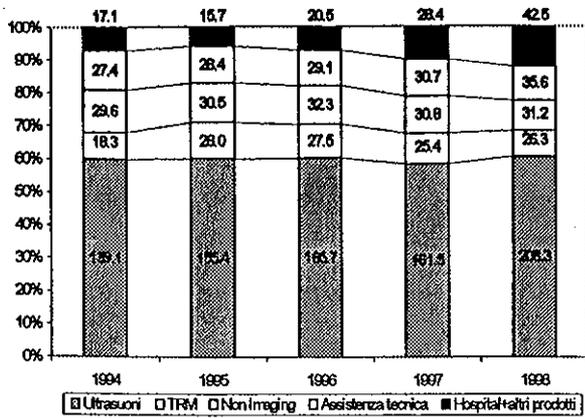
L'ATTIVITÀ DI ESAOTE

Esaote è specializzata nel comparto ultrasuoni e TRM

Il gruppo opera principalmente in tre aree di business:

- **apparecchiature biomedicali per diagnostica ad ultrasuoni**, *core business* della società: 60,6% del fatturato 1998 pari a 343,9 mld e 56,7% del fatturato 1H99 pari a 188,6 mld;
- **tomografia a risonanza magnetica dedicata (TRM)**: 7,6% del fatturato 98 e 10,3% del fatturato 1H99, settore in cui la società vanta la leadership mondiale;
- **cardiologia e neurologia** (elettromedicina non imaging): 9,1% del fatturato 98 e 9,8% del fatturato 1H99).

A margine di tali attività, Esaote fornisce sistemi ospedalieri, quali strutture sanitarie "chiavi in mano" (12,4% del fatturato 98, includendo anche la voce "altri prodotti", e 12,8% del fatturato 1H99) oltre a commercializzare prodotti di terzi (Hitachi). Infine, la società fornisce servizi di assistenza post-vendita e manutenzione per tutte le apparecchiature vendute.



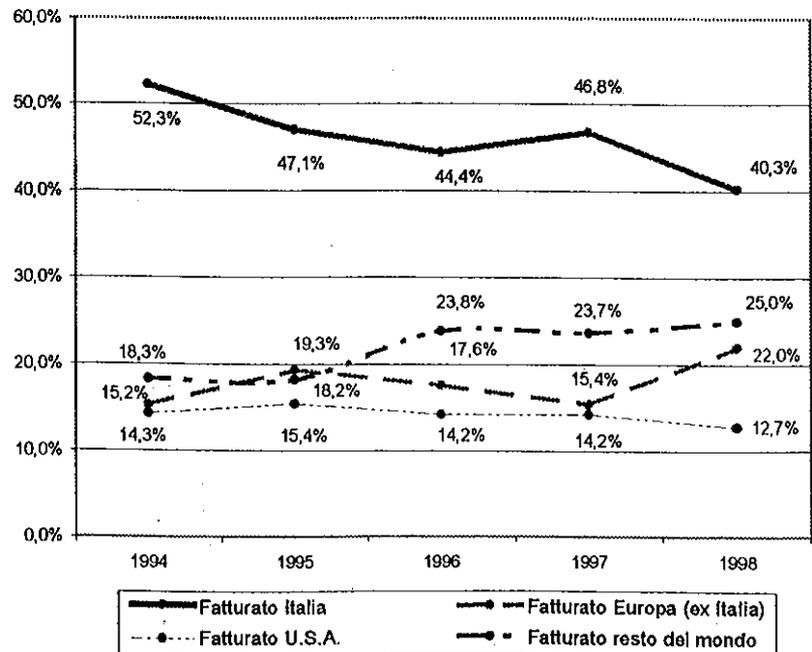
*Miliardi di lire

*Miliardi di lire

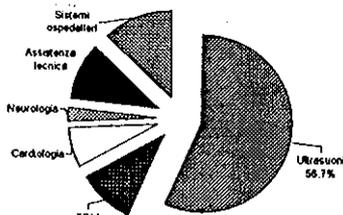
Pie Medical

Come si può desumere dai grafici sopra riportati, il peso degli ultrasuoni si è mantenuto al di sopra del 60% del fatturato per il periodo 1994/96 tranne che per il 1997 dove è diminuito al 58,4%. Le ragioni di una tale riduzione si possono rintracciare nella diminuzione delle vendite estere che si sono contratte del 9,3% rispetto all'anno precedente. Il 1998 è stato l'anno della ripresa nel comparto ultrasuoni grazie al positivo contributo del gruppo Pie Medical acquisito da Esaote durante lo scorso anno. Sul totale dei ricavi netti delle vendite della società, Pie Medical ha infatti inciso per il 14% circa.

Nel grafico seguente riportiamo l'andamento del fatturato per area geografica per il periodo 94/98.

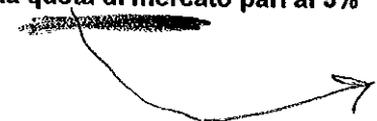


L'IMAGING AD ULTRASUONI (60,6% fatturato 1998, 56,7% fatturato 1H99)



*TECNOLOGIA
confronto con
tecnol. alternat →*

Il mercato mondiale degli ultrasuoni vale all'incirca 2,7 mld di \$ ed Esaote ha una quota di mercato pari al 5%



Position, prezzo

L'imaging ad ultrasuoni è una metodica non invasiva che consiste nell'emissione di fasci di onde ultrasonore che permettono di evidenziare la morfologia degli organi interni. La diagnostica ad ultrasuoni è prevalentemente applicata in radiologia, cardiologia, ostetricia-ginecologia e in ambito vascolare e non ha controindicazioni.

Il mercato della diagnostica a livello mondiale registra ancora il predominio della tecnologia a raggi X (invasiva ma meno costosa secondo i dati disponibili al '98), ma il prevedibile scenario dovrebbe premiare il settore degli ultrasuoni che, a differenza dei raggi X, permettono maggiori applicazioni.

Secondo indicazioni fornite dalla società, il mercato mondiale delle apparecchiature imaging ad ultrasuoni è stimato sui 2,7 mld di \$. Circa il 95% del mercato è detenuto da 10 società e, ai primi posti, troviamo aziende americane o giapponesi, spesso divisioni di grandi multinazionali (GE, Toshiba, Siemens, Hitachi). Esaote detiene il 5% del mercato mondiale.

Nel grafico seguente schematizziamo la suddivisione del 95% del mercato mondiale in base a tre diversi livelli di prezzo (low, medium ed premium) e a quattro applicazioni.

Valore del mercato: 2,7 mld \$

	Raggi X 45%	Cardiologia 25%	Ost./Gin. 25%	Vascolare 5%	
30%* Premium					Forte presenza americana
55%* Medium					ESAOTE
15%* Low					PIE

*in valore

Il segmento a premium price è caratterizzato da prodotti con prezzi superiori ai 140.000\$; con una forte presenza di produttori americani. I prodotti sono forniti di un'ampia gamma di sonde e sono utilizzati in varie applicazioni. Il middle range registra la presenza di Esaote, ed è caratterizzato da apparecchiature vendute a prezzi compresi tra i 30.000\$ e i 140.000\$. I clienti di tali prodotti sono principalmente ospedali e cliniche di piccola dimensione. Il low end presenta prodotti fino

a 30.000\$ caratterizzati da un sistema *imaging* bianco e nero; i clienti sono medici privati e piccoli ospedali. PIE Medical, acquisita all'inizio del '98, è presente in questa fascia di mercato oltre che nel mercato veterinario.

Gli Stati Uniti rappresentano il più grande mercato con circa il 32% del totale

La diagnostica ad ultrasuoni è maggiormente diffusa nel mercato americano, incentrato sul sistema privatistico e sulla forte competizione tra gli ospedali nel fornire un'alta qualità di servizi. A seguito del contenimento della spesa sanitaria negli USA, gli operatori statunitensi hanno iniziato ad aggredire anche il mercato europeo causando una maggiore pressione competitiva che ha portato ad una riduzione del 2,5% del fatturato per la divisione nel corso del 1997 (da 166 mld circa a 161 mld). I fattori che hanno ridotto il fatturato nel corso del 1997 possono essere sintetizzati nei seguenti due punti:

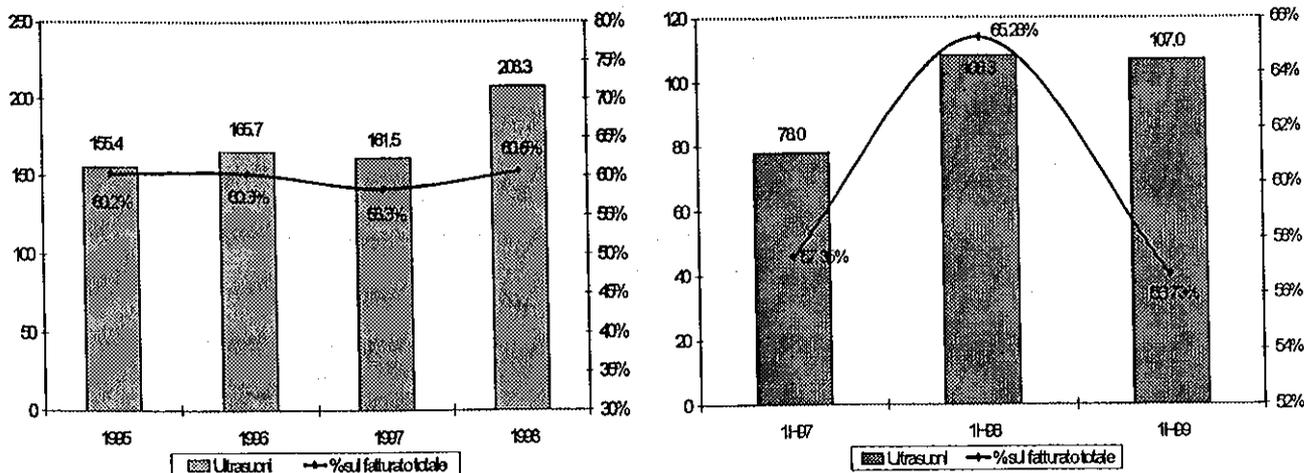
- maggiore competizione a livello internazionale;
- contenimento della spesa sanitaria a causa del rispetto dei parametri di Maastricht;
- vendita di prodotti a minor margine.

Andamento nel comparto ultrasuoni nel 1998 e nel primo semestre 1999

Il 1998 ha visto invece una ripresa del comparto ultrasuoni, con un incremento del 2,3% del fatturato. Questo risultato è stato ottenuto grazie alla vendita di oltre 4900 sistemi di diagnostica ecografica. Esaote ha inoltre rafforzato la sua presenza nella fascia medio-alta del mercato con AU5 e con i prodotti Pie Medical nella fascia dei prodotti portatili, consolidando in tal modo la propria posizione di principale produttore di ultrasuoni in Europa e tra i primi 8 a livello mondiale.

Nel primo semestre 1999 nel comparto ultrasuoni si è registrata una leggera flessione del fatturato, sia in termini assoluti che in termini relativi come percentuale sul fatturato: le ragioni di tale calo sono da ricercarsi nei tempi di introduzione dei nuovi prodotti, di cui Esaote dovrebbe beneficiare già a partire dal 2000.

*fine
to mkt*



Le alleanze strategiche nel comparto ultrasuoni

Il gruppo Esaote ha inoltre stipulato una serie di alleanze distributive/tecnologiche con importanti partner attivi a livello mondiale quale strategia per conquistare nuovi segmenti di mercato e rafforzare la propria presenza negli Stati Uniti e in Europa (che rappresentano il 60% del mercato mondiale). Cinque sono gli accordi internazionali recentemente raggiunti per una migliore copertura del mercato:

1. **Hitachi Medical** (Giappone): Esaote distribuisce prodotti Hitachi in Italia con l'obiettivo di ampliare la propria quota di mercato in Italia;
2. **Philips** (Olanda): l'acquisizione di Pie Medical ha portato alla conclusione di un contratto OEM di durata triennale con Philips, in base al quale Pie continuerà a fornire apparecchiature ad ultrasuoni alla struttura commerciale di Philips;
3. **Siemens** (Germania): Siemens si impegna a distribuire ultrasuoni Esaote nel Pacific Rim, mercato in momentaneo stallo, ma da cui ci si attende una ripresa per i prossimi anni;
4. **PSS** (USA): la controllata Biosound Esaote ha firmato con il gruppo PSS World Medical, il più importante distributore di prodotti e apparecchiature medicali per il mercato degli ambulatori privati negli USA, un contratto di vendita in esclusiva sul mercato statunitense dell'ecografo Esaote AU3;
5. **Sonosite** (USA): Sonosite e Esaote hanno firmato un accordo che prevede che Esaote distribuisca in Italia, Germania, Francia e Olanda una nuova classe di ecografi digitali altamente compatti e maneggevoli (*hand-carried*). L'ecografo verrà inizialmente distribuito per applicazioni in ostetricia/ginecologia medicina di emergenza (pronto soccorso).

Circa il 60%-70% dei clienti del settore ultrasuoni è rappresentato da privati

Un'ulteriore suddivisione del fatturato è in base ai canali di sbocco: circa il 60-70% della produzione di Esaote è destinata agli operatori privati. Il maggior peso, rispetto ai concorrenti, di clienti privati potrebbe indurre all'errata conclusione che i tempi di incasso di Esaote siano inferiori a quelli dei concorrenti. Difatti, il rapporto circolante/fatturato ha registrato un progressivo incremento, passando dal 41,8% del 1995 al 46,7% del 1997 per poi decrescere leggermente nel 1998. I piani della società non ci portano a ritenere che il circolante possa subire ulteriori riduzioni, in termini assoluti, per i prossimi due anni: infatti, l'ingresso in nuovi mercati (America Latina e Cina), caratterizzati da tempi di pagamento maggiori rispetto a quelli attuali, porterà ad un ulteriore incremento dei giorni creditori

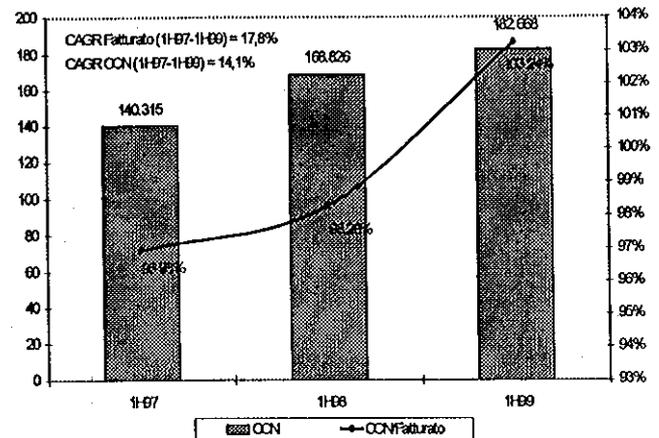
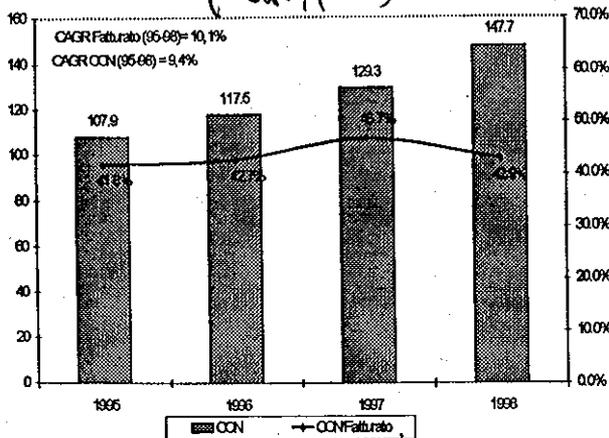
La gestione del circolante è un punto di debolezza per Esaote

Nei grafici seguenti riportiamo la dinamica del circolante rispetto al fatturato per gli anni 1995-1998 e negli ultimi tre semestri. Come si può notare il suo peso è stato in costante aumento fino al 1997, crescendo a tassi sostanzialmente in linea con il fatturato stesso a conferma che la

gestione del circolante rappresenta un punto di debolezza per Esaote. Tuttavia, nel 1998 si assiste ad una modesta riduzione del CCN/Fatturato, grazie all'attuazione di programmi per il miglioramento della gestione del capitale circolante sia nell'area crediti commerciali sia nell'area delle rimanenze.

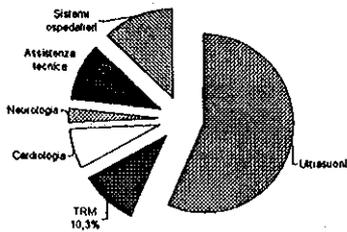
Nel primo semestre, il CCN è cresciuto sia in termini assoluti che relativi sul fatturato, a causa della stagionalità delle vendite di Esaote che tende ad accumulare i crediti commerciali della società a metà anno. Per i prossimi anni il management Esaote si è posto come obiettivo, attraverso una serie di azioni mirate, di ridurre il capitale circolante netto in termini relativi su fatturato e una sua stabilizzazione in termini assoluti.

CCN (netto, plus)



half

LA TRM DEDICATA (7,6% fatturato 1998, 10,3% fatturato 1H99)



leadership tecnologica ma?

Esaote è leader mondiale nel segmento della risonanza magnetica dedicata (TRM). Della divisione TRM fanno parte due modelli: Artoscan M (apparecchiatura per diagnostica ad immagini con tomografia a risonanza magnetica dedicata a particolare distretti corporei), e E-Scan, di recente introduzione. Il prodotto Artoscan ha introdotto il concetto di modularità dell'apparecchiatura che è composta da tre pezzi separati che possono essere posizionati anche in spazi ridotti (per una maggiore adattabilità agli studi medici). E-Scan è invece il primo sistema al mondo a magnete aperto dedicato allo studio delle articolazioni, compresa la spalla, ed ergonomicamente ottimizzato per tale applicazione. Inizialmente, le vendite dei prodotti TRM dedicata avevano in parte deluso le aspettative della società a causa di:

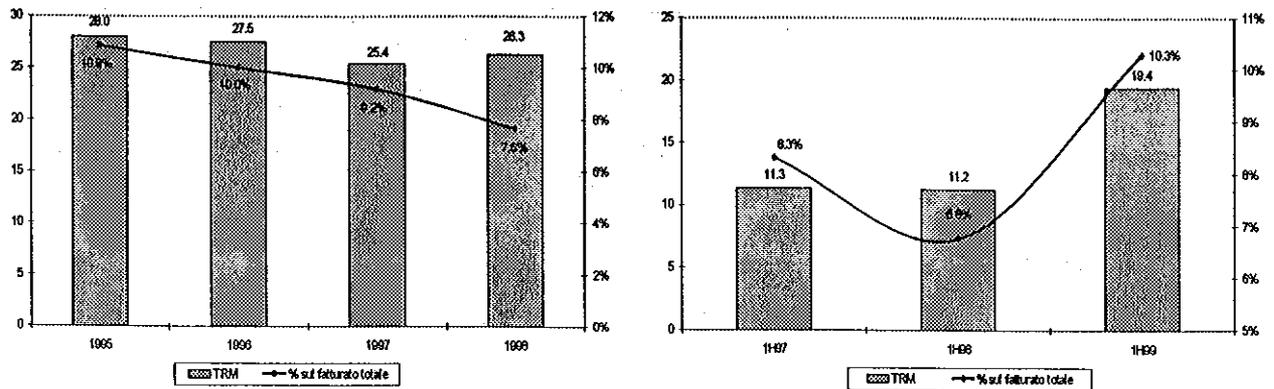
- problemi di inserimento in alcuni mercati esteri dovuti all'assoggettamento dei prodotti alla regolamentazione locale (pur essendo un sistema dedicato è soggetto alle regole della risonanza magnetica generale);

- Esaote, "pioniera" nel comparto delle apparecchiature portatili, ha dovuto affrontare le problematiche relative al lancio e alla promozione dei nuovi prodotti;
- i produttori di apparecchi *full body* sono riusciti a frenare l'inserimento dei prodotti Esaote (utilizzabili solo su particolari distretti corporei).

Nei grafici alla pagina successiva riportiamo le vendite di TRM rispetto al fatturato per il periodo 1994-1998 e nei trimestri 1997-1999.

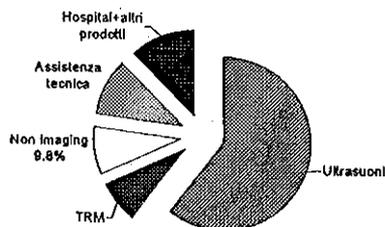
Come si può notare, la vendita di Artoscan è progressivamente diminuita dal 1995, per toccare il 7,6% del fatturato 1998. Al contrario, nel primo semestre 1999, si è registrata una buona performance del comparto grazie al concorrere di due fattori:

1. allargamento della famiglia di prodotti attraverso la commercializzazione di E-Scan;



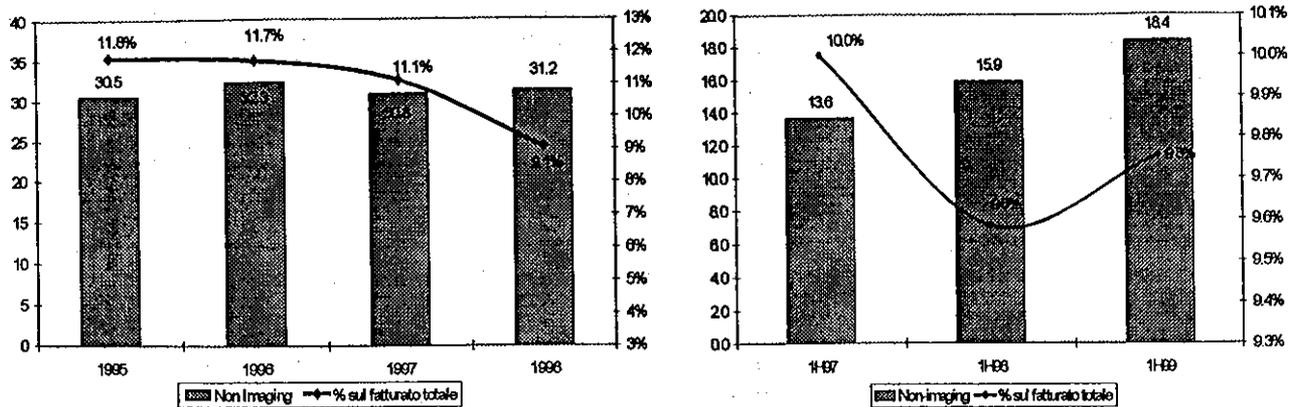
2. accordo con Siemens per la configurazione, lo sviluppo e la distribuzione di un sistema a risonanza magnetica. Tale accordo prevede che Siemens commercializzi un sistema MRI a "magnete aperto" prodotto da Esaote in tutto il mondo, con il nome di *Magneton Jazz* completando la famiglia Siemens MRI per le applicazioni muscolo-scheletriche.

DIAGNOSTICA NON IMAGING (9,1% fatturato 98, 9,8% fatturato 1H99)



La diagnostica *non-imaging* si divide in cardiologia e neurologia (5,9% e 3,2% del fatturato 98 rispettivamente; 7,2% e 2,6% del fatturato 1H99). E' un tipo di diagnostica ormai matura che Esaote svilupperà tramite la cooperazione con altre società.

I grafici successivi descrivono l'andamento del fatturato nel comparto *non-imaging* per gli anni 1995-1998 e i semestri 1H97-1H99.



Cardiologia

Nel 1998 il comparto cardiologia ha registrato una lieve crescita delle vendite grazie ad una buona performance del segmento degli elettrocardiografi. L'alleanza strategica con il gruppo svizzero Schiller (leader mondiale nel settore ECG), conclusa nel corso del 1997, ha permesso nel corso dell'anno di completare la gamma di prodotti Esaote nel segmento degli elettrocardiografi di fascia intermedia. I risultati conseguiti grazie all'accordo con Schiller e il lancio di nuovi prodotti a fine 98 ha permesso ad Esaote di incrementare le vendite nella cardiologia nel 1H99 del 31% rispetto al 1H98.

Neurologia

Attualmente, il mercato della neurologia è piuttosto stagnante. A causa della maturità del business, Esaote ritiene poco attraente il comparto neurologia. Esso viene pertanto ritenuto poco rilevante ai fini della crescita globale dell'azienda.

I SISTEMI OSPEDALIERI E LA VENDITA DI PRODOTTI TERZI (12,4% fatturato del 1998, 12,8% fatturato 1H99)

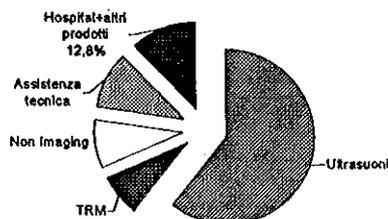
Tale comparto è relativo alla fornitura di tre linee di prodotti:

- prodotti "chiavi in mano" di equipaggiamenti completi per ospedali
- prodotti "non ultrasuoni" con il marchio Pie Medical;
- vendita di prodotti terzi con il gruppo Hitachi sul mercato italiano.

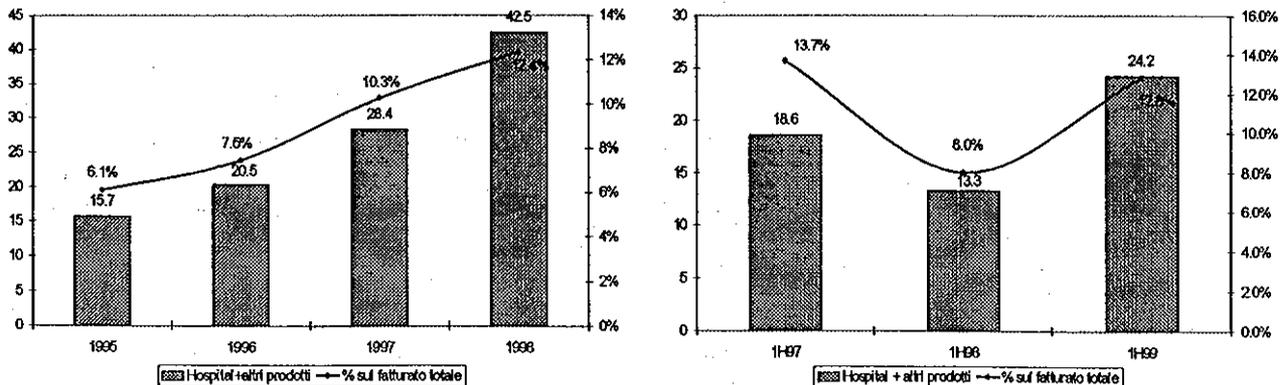
Come già ricordato in precedenza, con il produttore giapponese Esaote ha perfezionato un accordo che riguarda il completamento della gamma nel settore degli ultrasuoni e quelli della TAC e TRM *whole body*. Questa attività ha assunto un peso crescente sul fatturato della società come riportato nei grafici sottostanti.

Sistemi ospedalieri

La divisione Sistemi Ospedalieri ha offerto un contributo importante al gruppo Esaote sia a fine 1998 sia nel primo semestre 1999. La crescita del fatturato deriva da importanti commesse in Argentina e Cina, oltre che dal positivo evolversi delle attività di allestimento di aree ospedaliere



chiavi in mano su navi per conto di Fincantieri. Il buon portafoglio divisionale ha garantito anche per il primo semestre 1999 un buon livello di fatturato.



Altri prodotti

La significativa ripresa delle vendite di prodotti di terzi sul mercato domestico è stata principalmente guidata dalla politica di maggiore attenzione a nuove nicchie di mercato, perseguita in Italia attraverso sia l'aumento dei rapporti di agenzia sia l'ampliamento della gamma di prodotti offerti. Particolarmente positivo è risultato l'andamento delle vendite dei TAC di nuova generazione di Hitachi. Il forte incremento di fatturato relativo agli altri prodotti per il 1H99 deriva dal consolidamento del fatturato "non ultrasuoni" di Pie Medical, relativo alla fornitura di software speciali per uso medico.

LA STRATEGIA DEL GRUPPO

Nel settore delle apparecchiature elettromedicali, il gruppo Esaote ha scelto di competere in specifici segmenti sia di prodotto sia di mercato geografico ove il controllo e l'efficacia della spesa si stanno rivelando determinanti.

La strategia di Esaote si concentra prevalentemente su quattro fattori:

- ◆ innovazione continua dei prodotti e forte attenzione al "time to market";
- ◆ massimizzazione della copertura geografica dei mercati internazionali attraverso accordi con partner stranieri;
- ◆ focalizzazione sul rapporto prestazioni/prezzo;
- ◆ elevata flessibilità nella struttura aziendale, manifatturiera e commerciale.

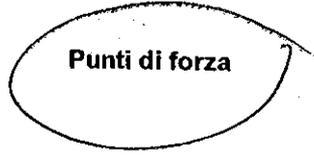
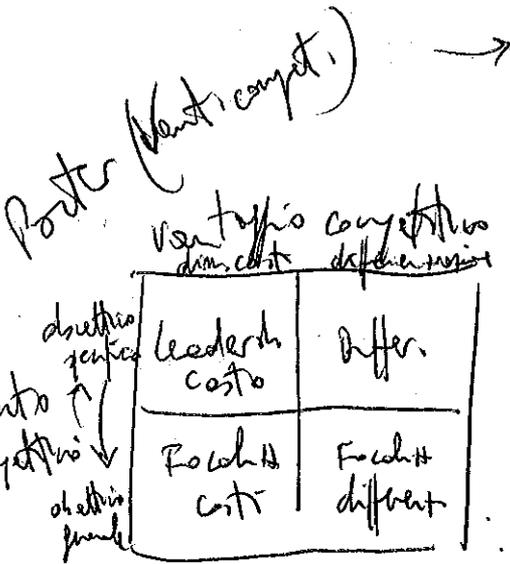
In particolare, gli obiettivi che il gruppo Esaote si pone per i prossimi anni al fine di implementare le suddette linee strategiche sono i seguenti.

Nella **diagnostica ad ultrasuoni**, Esaote mira ad acquisire una maggiore quota del mercato mondiale dell'ecografia attraverso lo sviluppo di una gamma di prodotti rinnovata ed ampliata. A questo proposito, sono state sviluppate nel corso del 1999 quattro nuove apparecchiature ad ultrasuoni di diagnostica medica per un rinnovamento/ampliamento della gamma di prodotti (Caris, Megas, Technos, 240 Parus). Inoltre, la società intende sviluppare una più forte presenza nella fascia alta di mercato e consolidare la propria presenza nel cardiovascolare e nei prodotti bianco e nero. Altro elemento fondamentale nella strategia di Esaote negli ultrasuoni è lo sfruttamento delle sinergie con Bracco, suo maggiore azionista e leader mondiale nei mezzi di contrasto, all'interno del gruppo: l'obiettivo è quello di sviluppare la ricerca e condividere il know-how nelle applicazioni dei mezzi di contrasto su apparecchiature imaging

Nella **TRM dedicata**, Esaote mira a consolidare la propria posizione di leadership mediante la vendita di Artoscan e di E-Scan, proseguendo nella strategia di nicchia avviata, allargando l'offerta di prodotti nel settore delle estremità e delle articolazioni e, parallelamente, concentrando l'attività di ricerca e sviluppo su altre possibili applicazioni di TRM dedicata. Fondamentale per gli sviluppi futuri del comparto è l'accordo con Siemens che integra la lunga esperienza di Esaote nella risonanza magnetica dedicata con il rilevante know-how di Siemens nel comparto. Ciò consentirà all'azienda una migliore copertura del mercato grazie alla possibilità di cogliere nuove opportunità in un settore nuovo come quello degli ecografi portatili e ultraleggeri e la possibilità di sfruttare al meglio le potenzialità di crescita delle vendite nel settore per i prossimi anni.

Inoltre, sempre nell'ambito delle sinergie con Bracco, si sta sviluppando un nuovo comparto incentrato all'utilizzo dell'Information Technology mediante una società recentemente creata denominata EBIT Sanità. Ciò dovrebbe permettere ad Esaote di divenire da puro fornitore di apparecchiature medicali, un vero e proprio "provider" di soluzioni cliniche integrate considerate dalla comunità scientifica una delle principali innovazioni dei prossimi anni.

Gli elementi di forza del gruppo Esaote possono quindi essere sintetizzati nei seguenti punti.



→ L'elevato tasso di innovazione di prodotto, l'ampia gamma di prodotti e la penetrazione commerciale anche tramite alleanze commerciali sono elementi essenziali per conquistare nuove posizioni di mercato ed Esaote sta seguendo esattamente questa strada al fine di migliorare il suo posizionamento competitivo nei mercati di riferimento (In particolare Europa e USA, in ripresa dopo due anni di rallentamento nella crescita).

Punti di debolezza

- **Capacità di gestione dei mezzi di contrasto negli apparecchi ecografici.** I nuovi prodotti Esaote (che sono il primo risultato delle positive sinergie tra Esaote e Bracco in questo settore), grazie all'implementazione di specifici hardware e software, consentono una migliore qualità delle immagini e, quindi, diagnostica.
- **Realizzazione di maggiore connettività tra le varie apparecchiature** (possibilità di far dialogare apparecchiature poste in luoghi diversi) per migliorare la versatilità e l'efficienza dei sistemi: in tal modo, la presenza di apparecchi meno sofisticati ma maggiormente diffusi (ad esempio presso studi medici privati) alimenterà una maggiore domanda di prodotti a medio e low price.

Tuttavia, Esaote si trova a gestire i seguenti punti di debolezza.

- **Forte pressione sui prezzi**, dovuta al fatto che i produttori mondiali spingono per incrementare le proprie quote di mercato.
- **Assorbimento di risorse da parte del circolante** a seguito della stagionalità delle vendite, della prevista espansione su mercati con giorni clienti mediamente maggiori a quelli attuali di Esaote e dell'incremento delle scorte a causa dell'introduzione dei nuovi prodotti.

IRISULTATI DEL PRIMO SEMESTRE 1999

Il 1998 è stato un anno di forte sviluppo per il gruppo Esaote, confermando la sua politica di forte vitalità nel costante aggiornamento della gamma di prodotti, di elevata flessibilità e innovazione. Il risultato gestionale della società è da ritenersi positivo, in particolare alla luce della condizione prevalente nei mercati della diagnostica medicale, sempre dominati da forte competizione.

I risultati del primo semestre 1999 sono stati una conferma del buon andamento della società, relativamente alle linee strategiche che si è proposta di seguire.

Il primo semestre 1999

Il primo semestre 1999 si è chiuso con un fatturato di 188.6 mld (+14% rispetto al 1H98). Il buon incremento del giro d'affari del gruppo Esaote è da attribuirsi sia ad un ottimo risultato delle vendite sul mercato italiano sia ad una crescita nei mercati internazionali e in particolare negli USA. Nel primo semestre 1999 si è inoltre registrata una forte crescita nel settore della TRM grazie al positivo contributo apportato dal nuovo sistema aperto sviluppato da Esaote e presentato nel dicembre scorso sul mercato mondiale.

Nella tabella seguente riportiamo i principali dati di conto economico e il *breakdown* del fatturato.

*meglio!
VENDITE*

	1H98	1H99	% Var.
Fatturato	165,926	188,594	13,66%
EBITDA	19,979	22,086	10,55%
EBITDA/Fatturato	12,04%	11,71%	
EBIT	12,221	15,672	28,24%
ROS = EBIT/FAT	7,37%	8,31%	
Utile ante imposte	10,137	12,839	26,65%
Utile netto	9,642	12,618	30,86%
PFN	93,046	94,03	1,06%

SP

PFN	D
COV	
AFN netto <i>1110 netto thru</i>	E

*Profit
Finanz
netto*

Breakdown Fatturato

	1H98	1H99
Ultrasuoni	108,3	107,0
TRM	11,2	19,4
Cardiologia	10,2	13,5
Neurologia	5,7	4,9
Assistenza tecnica	17,2	19,6
Sistemi ospedalieri e altro	13,3	24,2
TOTALE	165,9	188,6

In %

	1H98	1H99
Ultrasuoni	65,3%	56,7%
TRM	6,8%	10,3%
Cardiologia	6,1%	7,2%
Neurologia	3,4%	2,6%
Assistenza tecnica	10,4%	10,4%
Sistemi ospedalieri e altro	8,0%	12,8%
TOTALE	100,0%	100,0%

Breakdown area geografica

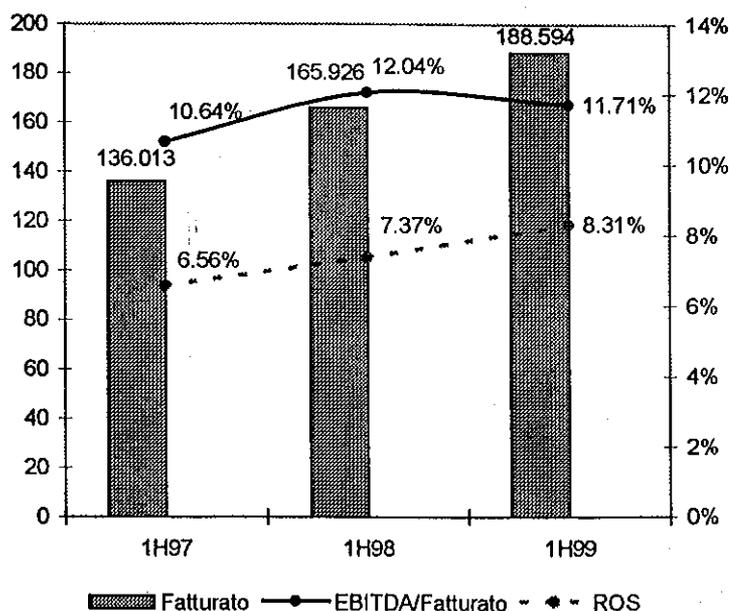
	1H98	1H99
Italia	68,6	79,9
Europa (esclusa Italia)	29,6	31,7
USA.	22,6	28,3
Cina	7,9	13,5
Resto del mondo	37,2	35,2
Totale	165,9	188,6

In %

	1H98	1H99
Italia	41,4%	42,4%
Europa (esclusa Italia)	17,8%	16,8%
USA.	13,6%	15,0%
Cina	4,8%	7,2%
Resto del mondo	22,4%	18,7%
Totale	100,0%	100,0%

I marginii industriali sono in aumento rispetto al 1H98 grazie ad una buona performance di vendite in tutte le linee di prodotto con tecnologia Esaote: l'EBITDA ha raggiunto i 22 mld (+11% rispetto al 1H98), mentre il rapporto EBITDA/fatturato è rimasto pressoché stabile al 12%. L'EBIT è cresciuto del 28%, portandosi a 15,7 mld. Il risultato conseguito negli ultrasuoni (marchi Esaote e Pie) non beneficia ancora dei nuovi prodotti in fase di introduzione, da cui si spiega il leggero regresso del fatturato nel comparto ultrasuoni per il 1H99. Ad ogni modo, l'acquisizione di Pie Medical ha consentito ad Esaote di rafforzarsi nel core business rappresentato dagli ultrasuoni ed incrementare il peso del mercato europeo, mantenendo la *leadership* in Italia, primo mercato per il gruppo.

Il grafico riportato nella pagina successiva riporta l'andamento del fatturato, MOL/Fatturato e ROS per gli ultimi tre semestri.



Il ROS risulta in continua crescita per i tre semestri considerati grazie alla buona redditività delle vendite in particolare nel comparto TRM per il 1H99. L'utile ante imposte è passato da 9,6 mld di lire del primo semestre 1998 ai 12,6 miliardi del primo semestre 1999, registrando una crescita del 30,9%.

Stato patrimoniale

Come abbiamo già avuto modo di notare in precedenza, i dati di stato patrimoniale evidenziano un incremento del CCN sia in termini assoluti sia in termini relativi, in linea con la crescita nel giro d'affari; la posizione finanziaria netta al 1H99 è stata pari a 94 miliardi di lire circa ed è sostanzialmente equivalente all'indebitamento registrato al 1H98 pari a 93 miliardi circa.

(V.P.21)
 All. Iann
 netto 20.740
 39376
 - Amm. 19036

mld di lire	1H97	1H98	1H99	% Var 1H98-1H99
CCN	140,315	168,826	182,668	8,20%
Attività immobilizzate	39,776	69,632	70,600	1,39%
CAPITALE INVESTITO NETTO	161,055	218,600	230,951	5,65%
Patrimonio netto	116,526	122,879	133,293	8,48
PFN	43,267	93,046	94,030	1,06%

DIFFERENZA: 1262

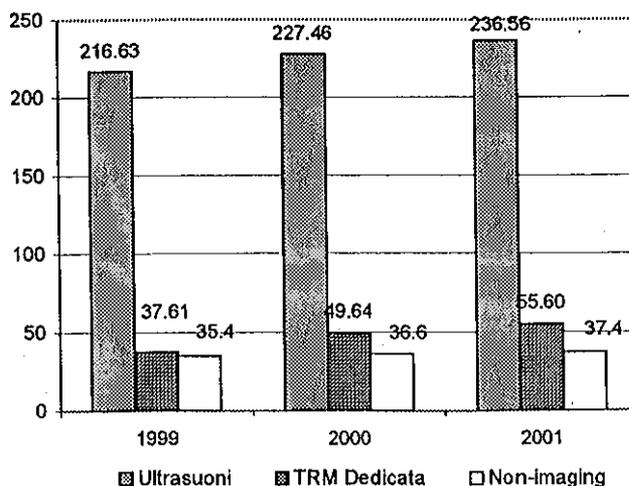
LE PREVISIONI PER IL PERIODO 1999-2001

Il gruppo Esaote dovrebbe registrare per i prossimi anni un buon andamento sia in termini di fatturato che di redditività grazie alla gamma di prodotti rinnovata e ampliata, con una più forte presenza nella fascia alta del mercato, una ripresa del mercato italiano e statunitense e lo sviluppo delle alleanze strategiche.

La crescita del gruppo Esaote sarà determinata sostanzialmente da due fattori:

- introduzione dei nuovi prodotti nel comparto ultrasuoni e TRM dedicata, grazie sia ai forti investimenti in ricerca e sviluppo, al buon andamento del mercato americano e alla ripresa di alcuni mercati europei;
- alleanze commerciali con partner internazionali.

Per i prossimi tre anni abbiamo previsto il seguente andamento del fatturato per area di business.



Driver di crescita

Breakdown del fatturato

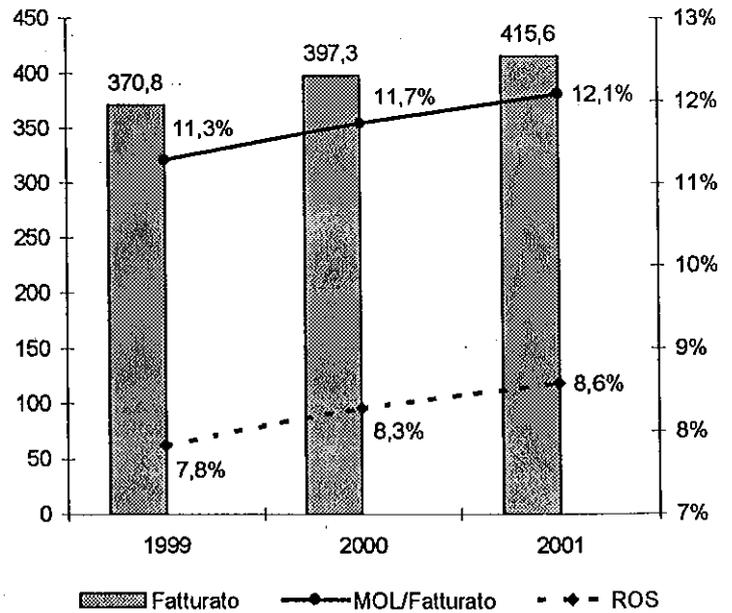
A Strategy Area

- BISOGNO DI SOSTITUIRE
- RENOVERA DA ATTUALI
- PRODOTTA DEL CLIENTI
- AREE GEOGRAFICHE A CUI CI SI RIFORMA

Come risulta evidente dal precedente grafico, ci attendiamo che il miglioramento della redditività operativa di Esaote derivi principalmente dall'introduzione dei nuovi sistemi nel core business degli ultrasuoni e della TRM, che daranno effetti più consistenti a partire dal 2000.

Le vendite consolidate dovrebbero passare dai 343,9 mld di lire del 1998 ai 415,6 mld di lire nel 2001 (CAGR 1998/2001 6,5%). Prevediamo inoltre un rapporto MOL/Fatturato sostanzialmente stabile nel triennio a venire sul livello del 12,1% circa, mentre il ROS dovrebbe crescere dal 7,4% del 1998 all'8,6% nel 2001 al 9,3%, una volta che i nuovi sistemi introdotti contribuiranno maggiormente alla redditività del gruppo. Nel grafico alla pagina successiva riportiamo l'andamento del fatturato consolidato, il rapporto MOL/Fatturato e il ROS per il periodo considerato.

L'utile netto è previsto in crescita sia in valore assoluto che in termini di net margin, passando dai 9,8 mld di lire previsti per fine 99 ai 13,5 mld di lire per il 2001. A tale risultato contribuisce prevalentemente una progressiva riduzione della posizione finanziaria netta che dovrebbe passare da 85 mld di lire del 1999 ai 77 mld per il 2001.



$$\frac{370,8}{343,9} = \rightarrow 7,8\%$$

$$\frac{397,3}{370,8} = \rightarrow 7,1\%$$

$$\frac{415,6}{397,3} = \rightarrow 4,6\%$$

$$(1,078)(1,071)(1,046) = (1,065)^3$$

6,5%

(CUMULATIVE AVERAGE GROWTH RATE (CAGR))

Andamento del CCN

E' ipotizzabile inoltre che la crescita di Esaote per i prossimo triennio sia caratterizzata da un'ulteriore espansione del capitale circolante, in termini assoluti. Tuttavia, la società continuerà a concentrarsi su programmi per il miglioramento della gestione del CCN, che interesseranno sia l'area dei crediti commerciali (processo "order to cash del mercato Italia", selettività dei clienti estero), sia l'area delle immanenze (sistema produttivo, magazzini, sinergie infragruppo). Sulla base delle indicazioni della società, stimiamo pertanto che il rapporto circolante/fatturato si stabilizzerà intorno al 47% per il triennio in esame.

mln di lire	1999E	2000E	2001E
Capitale Circolante netto	176,599	189,253	197,949
Attività fisse nette	63,428	58,603	52,892
CAPITALE INVESTITO	217,333	224,069	226,299
Patrimonio netto	129,129	137,086	145,114
PFN	85,212	83,662	77,502
TOTALE COPERTURE	217,333	224,069	226,299

Handwritten notes around the table:
 - 24002 (circled)
 - 217333 (circled)
 - 214361 (circled)
 - 25666 ??
 - 22694 → IP... (v. pag 21)
 - 2992 → PN... (v. pag 21)

VALUTAZIONE

Ai fini della valutazione del gruppo Esaote abbiamo utilizzato sia la metodologia DCF, sia il metodo del confronto con i multipli dei principali competitors.

Per applicare il Discounted Cash Flow abbiamo utilizzato un premio per il rischio del 4,5%, un Beta pari a 0,74, un tasso free-risk del 5,5%. La crescita degli anni futuri, al termine di un periodo esplicito di 7 anni, è fissata al 2%.

$$R_c = 0.055 + 0.033 = 0.0883 = 8,83\%$$

IPOTESI	
Numero di anni considerati	7
Beta	0,74
Free risk	5,5%
Market premium (premio rischio)	4,5%
Costo medio dell'indebitamento	6,0%
Costo medio del capitale proprio	8,8%
Tasso di crescita atteso	2,0%
WACC	7,5%

$$g = 2\%$$

$$= ROE \times b$$

Handwritten note: "tasso remuner. v. b"

$$\frac{E}{D+E} = 59,1\%$$

$$\frac{D}{D+E} = 40,9\%$$

→ PFN

Handwritten notes:
 - DCF (circled)
 - (R_M - R_{FF})
 - manca indagine su to (data di analisi: off)

ANMI: 1 2 3 4 5 6 7

mld di lire	1999E	2000E	2001E	2002E	2003E	2004E	2005E
Reddito operativo	29,023	32,905	35,636	38,738	43,005	47,219	51,910
Imposte sul reddito operativo	-9,991	-12,419	-13,900	-15,667	-18,051	-20,410	-23,009
+ Ammortamenti	12,802	13,689	14,575	15,462	14,348	13,234	12,121
- Investimenti tecnici	10,500	11,500	11,500	11,500	11,500	11,500	11,500
- Delta capitale circolante	29,498	12,653	8,696	8,232	8,492	8,872	9,269
Totale flussi di cassa	-8,164	10,021	16,114	18,800	19,310	19,672	20,253
TV Terminal Value							363,200
Flussi di cassa attualizzati	-7,653	8,798	13,231	14,411	13,795	13,074	224,150
Valore complessivo dell'azienda	292,30						
PFN 1999	(85,2)						
Valore dell'equity	207,1						
N° azioni	÷ 45,925						
Fair Value	= 4,509						
Fair Value €	÷ 1936,24 = 2,33						
Upside potential	18,2%						

Fonte: Stime COMIT.

Mediante tale valutazione abbiamo determinato un target price pari a **4,509 lire (2,33 euro)** per azione, corrispondente ad una valutazione complessiva del gruppo pari a **292,3 miliardi di lire**, con un upside potential del **18% circa** rispetto ai prezzi correnti di mercato.

Abbiamo inoltre condotto un'analisi di sensività sui due parametri della crescita degli anni futuri e del market premium. I risultati sono esposti nella tabella sottostante.

Market premium	Crescita (g)				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
3,5%	3,763	4,118	4,536	5,035	5,640
4,0%	3,751	4,106	4,523	5,020	5,624
4,5%	3,739	4,093	4,509	5,006	5,609
5,0%	3,727	4,080	4,496	4,992	5,593
5,5%	3,715	4,068	4,483	4,977	5,577

Fair Value

MULTIPLI

Nella tabella sottostante vengono presentati i multipli di mercato di Esaote e quelli di un campione di società estere ritenute simili per settore di riferimento al fine di verificare la congruità del target price determinato con il DCF. In particolare abbiamo calcolato un nuovo prezzo per il titolo Esaote confrontandolo con l'EV/EBITDA medio del campione; per tener conto della minore massa critica di Esaote rispetto ai competitors del campione abbiamo prudenzialmente applicato uno sconto del 30% al valore ottenuto. Il risultato è un prezzo obiettivo per azione che varia da 2,30 a 2,44 euro.

	P/E			P/CF			P/BV			EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Smith & Nephew	19,1	17,3	15,8	13,4	12,6	11,8	4,1	3,9	3,8	2,1	2,0	1,9	10,7	9,9	9,1	13,8	12,9	11,6
AMBU Intl	16,8	13,5	9,0	10,7	9,3	7,6	0,6	0,6	0,6	0,2	0,2	0,2	3,1	3,2	3,6	4,4	4,5	4,4
Coloplast	26,5	23,4	20,4	17,6	15,7	14,0	1,0	2,0	2,0	2,5	2,2	1,9	11,8	10,3	9,0	15,9	13,7	12,1
United drug	14,0	12,6	11,3	11,8	10,9	9,5	2,1	1,8	1,7	0,3	0,3	0,2	10,1	8,9	7,8	12,1	10,6	9,2
Radiometer	19,8	17,0	15,0	14,2	13,6	12,6	2,9	3,0	2,9	1,5	1,4	1,2	9,9	6,8	5,9	11,6	8,5	7,4
Delft Instruments	15,4	17,0	15,0	5,5	4,8	4,6	1,3	1,2	1,1	0,6	0,6	0,5	20,3	14,1	10,7	20,3	14,1	10,7
Sector Average	18,6	16,8	14,4	12,2	11,1	10,0	2,0	2,1	2,0	1,2	1,1	1,0	11,0	8,9	7,7	13,0	10,8	9,2
Esaote	17,8	14,1	12,6	7,5	6,6	6,1	1,4	1,3	1,2	0,3	0,3	0,3	2,5	2,3	2,3	3,6	3,2	3,2

BUY con target price a 2,33 euro

Il metodo di valutazione basato sui multipli dei principali competitors conferma sostanzialmente il risultato della valutazione effettuata con il DCF.

es. 1999: $11 \times 7,70$ (ciclo ventio. del 30%) = 77

MOL 99 = $41,826 \times 7,7 = 322$ mld
per il periodo come a pag 19

La nostra raccomandazione è pertanto BUY con un target price di 2,33 euro per azione.



MASDARI CAP. 7 (p. 289)

SCOPO DEL METODO :

SVILUPPARE RAPPORTI (= MULTIPLI) FONDATI SUGLI EFFETTIVI PREZZI DI QUOTAZIONE DEI TITOLI DI SOCIETÀ COMPARABILI E RINALIZZATI A INDIVIDUARE UNA RELAZIONE CHE LEGA IL PREZZO DI MKT DEL CAPITALE DELLE IMPRESE CON VARIABILI ECONOMICHE AZIENDALI (CFLOW, Utl, Patrimonio Netto, Ricavi). IL MULTIPLO COSÌ CALCOLATO POI VIENE APPLICATO ALLA MEDESIAMA VARIABILE ECONOMICA DELLA "NOSTRA" AZIENDA (OGGETTO DI VALUTAZIONE) PER CUMBERE, ATTRAVERSO UNA MOLTIPLICAZIONE, AL VALORE RICERCATO

mld di lire

CONTO ECONOMICO	1997	1998	1999E	2000E	2001E	2002E
Fatturato	276,779	343,885	370,765	397,331	415,588	432,872
Consumi d'esercizio	120,911	148,288	163,508	174,826	182,443	189,598
Servizi	70,389	77,787	79,715	85,029	88,520	91,769
Altri costi esterni	-13,053	-9,530	-5,718	-5,832	-5,949	-6,068
Valore aggiunto	98,532	127,340	133,261	143,309	150,574	157,573
Costo del lavoro	69,870	85,890	91,436	96,715	100,363	103,374
Margine operativo lordo	28,662	41,450	41,826	46,594	50,211	54,199
Ammortamenti e svalutazioni	11,423	16,116	12,802	13,689	14,575	15,462
Reddito operativo	17,239	25,334	29,023	32,905	35,636	38,738
Oneri finanziari netti	-3,701	-6,745	-8,041	-8,066	-7,835	-7,403
Utile preimposte e comp. straord.	13,538	18,589	20,982	24,839	27,801	31,335
Prov/oneri straordinari	0,409	0,414	-1,000	0,000	0,000	0,000
Utile preimposte	13,947	19,003	19,982	24,839	27,801	31,335
Imposte dell'esercizio	6,651	11,217	9,991	12,419	13,900	15,667
Utile/(perdita) di terzi	0,789	0,623	0,299	0,329	0,362	0,398
Utile netto	6,507	7,163	9,692	12,091	13,539	15,269

mld di lire

IMPIEGHI	1997	1998	1999E	2000E	2001E	2002E
Crediti commerciali	163,912	176,869	203,694	218,289	228,320	237,815
Magazzino	83,531	101,788	114,744	122,966	128,616	133,965
Debiti commerciali	-72,575	-75,246	-81,128	-86,941	-90,936	-94,717
Altre attività correnti	10,084	13,301	14,341	15,368	16,074	16,743
Altre passività correnti	-50,140	-69,611	-75,052	-80,430	-84,126	-87,624
Capitale Circolante netto	134,812	147,101	176,599	189,253	197,949	206,181
Imm. finanziarie	1,795	2,575	3,075	3,575	4,075	4,575
Imm. tecniche nette	25,174	33,733	30,931	28,242	24,667	20,205
Imm. Immateriali	9,833	32,058	29,422	26,786	24,150	21,514
Attività fisse nette	36,802	68,366	63,428	58,603	52,892	46,294
TFR	-17,311	-17,781	-18,929	-20,022	-20,777	-21,400
Altre passività M/L	-2,565	-3,765	-3,765	-3,765	-3,765	-3,765
CAPITALE INVESTITO	151,738	193,921	217,333	224,069	226,299	227,310

FONTI

	1997	1998	1999E	2000E	2001E	2002E
PFN	33,117	69,501	85,212	83,662	77,502	69,276
PN terzi	2,250	2,693	2,992	3,321	3,683	4,081
Patrimonio Netto	116,371	121,727	129,129	137,086	145,114	153,953
CAPITALE INVESTITO	151,738	193,921	217,333	224,069	226,299	227,310

(AREE: ANALISI
DINAMICA)

↓ mld di lire

RENDICONTO FINANZIARIO	1997	1998	1999E	2000E	2001E	2002E
Utile netto	6,507	7,163	9,692	12,091	13,539	15,269
Minorities	0,789	0,623	0,299	0,329	0,362	0,398
Ammortamenti	11,423	16,116	12,802	13,689	14,575	15,462
Accantonamenti	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Variazione capitale circolante	-9,565	-11,819	-28,350	-11,560	-7,941	-7,609
Flusso cassa gestione corrente	9,154	12,083	-5,557	14,548	20,535	23,520
Investimenti netti	5.000	2.400	7.864	8.864	8.864	8.864
Dividendi	3.408	2.272	-2.290	-4.133	-5.511	-6.430
Aumento Capitale	0.851	0.465	0.000	0.000	0.000	0.000
Altro	-1.349	-44.260	0.000	0.000	0.000	0.000
Variazione indeb. finanz. netto	0.248	-36.384	15.711	-1.551	-6.160	-8.227
PFN iniziale	33.365	33.117	69.501	85.212	83.662	77.502
PFN finale	33.117	69.501	85.212	83.662	77.502	69.276

DOCUMENTO REDATTO DA COMIT

Questa nota si basa su dati ed informazioni che consideriamo affidabili ma di cui non siamo in grado di garantire l'esattezza. Il suo scopo è di fornire un'informazione aggiornata ed il più possibile accurata. Non è quindi una sollecitazione a comprare e vendere titoli oggetto della ricerca.

Banca Commerciale Italiana è un intermediario autorizzato ed appartiene ad un gruppo cui appartiene un emittente di valori mobiliari quotati e può avere un proprio specifico interesse collegato ai soggetti, ai valori mobiliari o alle operazioni oggetto di analisi nella presente nota.

RESEARCH

Servizio Studi 02-8850 + int.
Gregorio De Felice defelice@bci.it (.7158)

Ufficio Equity Research

Fabio Santicioli - *Head* santicioli@bci.it (.7179)
Giovanni Bocchieri gbocchieri@bci.it (.7153)
Francesco D'Antonio fdantonio@bci.it (.7221)
Alessandra Di Renzo adirenzo@bci.it (.7174)
Alfonso Galante agalante@bci.it (.7229)
Sergio Molisani smolisani@bci.it (.7163)
Silvia Sanfilippo ssanfilippo@bci.it (.7168)
Stefano Vitali svitali@bci.it (.7157)

SECURITIES SALES AND TRADING

Equity Sales 02-8540-9003
Pietro Battistella - *Head* pbattistella@bci.it (.9275)
Danilo Brusa dbrusa@bci.it (.9198)
Andrea Colangelo acolangelo@bci.it (.9250)
Marco Letizia mletizia@bci.it (.9199)
Anna Venturino aventurino@bci.it (.9463)
Bond Sales 02-8850 + int
Maurizio Montali - *Head* mmontali@bci.it (.9312)
Savina Crespi screspi@bci.it (.9161)
Fabrizio Demelli fdemelli@bci.it (.9152)
Filiale di Londra 44-171-651.3000
Hugo Doyle (*economist*) doyle@bci.it (.3617)
Valentina Fazzari (*equity sales*) vfazzari@bci.it (.3619)
Giorgio Rovito (*equity sales*) (.3616)
Sergio Sola (*Head bond sales*) sola@bci.it (.3614)
Mario Crovato (*bond sales*) crovato@bci.it (.3612)
Massimiliano Rossetti (*bond sales*) mrossetti@bci.it (.3615)
Filiale di Francoforte 49-69-9756.9260
Monika Loehner mloehner@bciffm.de
Sabrina Marinelli smarinelli@bciffm.de
Equity Trading 02-8540 + int.
Marco Bertolini - *Head* mbertolini@bci.it (.9001)
Domestic Bond Trading 02-8850 + int.
Gianni Rossetti - *Head* grossetti@bci.it (.9102)
Foreign Bond Trading 02-8850 + int.
Gabriele Fiorucci - *Head* gfiorucci@bci.it (.9078)
GSS & Network MGT 02-8850 + int.
Elisabetta Pellichero - *Head* epellichero@bci.it (.2466)

Per ulteriori informazioni sulle nostre pubblicazioni e prodotti, si prega di contattare Sonia Papandrea (papandrea@bci.it - 7133)

STUDI SOCIETARI RECENTI

Cir	Aprile 1999	B. N. L. (<i>Nota</i>)	Giugno 1999	Banca Profilo (<i>Nota</i>)	Settembre 1999
Eni (<i>Nota</i>)	Aprile 1999	ST Microelectronics	Giugno 1999	Mannesmann	Settembre 1999
Ducati Motor (<i>Nota</i>)	Maggio 1999	Italcementi	Luglio 1999	Prima Industrie	Settembre 1999
B. M. dei Paschi di Siena	Maggio 1999	Unicem	Luglio 1999	Ducati Motor	Settembre 1999
La Rinascente (<i>Nota</i>)	Maggio 1999	Sorin Biomedica	Luglio 1999	ENEL	Settembre 1999
Saipem (<i>Nota</i>)	Maggio 1999	Banca Carige	Luglio 1999	Bayerische Vita (<i>Nota</i>)	Settembre 1999
B.Pop.Comm. e Industria	Maggio 1999	Carrarò (<i>Nota</i>)	Luglio 1999	Poligrafica San Faustino	Ottobre 1999
Sabaf	Maggio 1999	Gruppo Sol	Luglio 1999	Tecnost-TI-Tim (<i>Nota</i>)	Ottobre 1999
Deutsche Telekom	Maggio 1999	Fiat (<i>Nota</i>)	Luglio 1999	Sogefi (<i>Nota</i>)	Ottobre 1999
Gruppo Buffetti	Maggio 1999	Ducati (<i>Nota</i>)	Luglio 1999	B.Pop. di Bergamo - C.V.	Ottobre 1999
Il settore auto in Europa	Maggio 1999	Beghelli	Luglio 1999	Vemer (<i>Nota</i>)	Ottobre 1999
Brembo (<i>Nota</i>)	Giugno 1999	Tim	Agosto 1999	Autostrade SpA	Ottobre 1999
B. Agricola Mantovana	Giugno 1999	Impregilo	Agosto 1999	Ducati Motor (<i>Nota</i>)	Novembre 1999
Fiat	Giugno 1999	B. Pop. Verona	Agosto 1999	Sabaf (<i>Nota</i>)	Novembre 1999
Credito Artigiano	Giugno 1999	Banca Toscana	Settembre 1999	Interpump Group	Novembre 1999
Vemer	Giugno 1999	Rolo Banca 1473 (<i>Nota</i>)	Settembre 1999	Esaote	Novembre 1999

Banca Commerciale Italiana è presente anche su Bloomberg (pagina BCMI) e Internet (www.bci.it)

Le informazioni contenute in questo documento si basano su fonti ritenute attendibili; non ne garantiamo tuttavia l'assoluta esattezza. Le opinioni espresse in questo documento possono essere modificate senza preavviso. La descrizione di ogni società non deve essere necessariamente intesa come completa. Questo documento è redatto a solo scopo informativo e non intende sollecitare l'acquisto o la vendita di titoli in oggetto. Le società del gruppo Banca Commerciale Italiana possono avere posizioni ed effettuare transazioni sui titoli oggetto del presente rapporto. Questo documento non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in parte.

Stampato dal Centro Stampa della Banca Commerciale Italiana – Milano 1999

