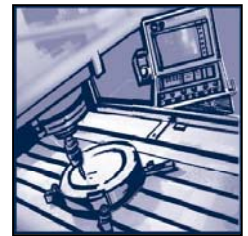




Cofiri SIM spa
Servizio Studi

GEWISS

Rating: **BUY**



I FRUTTI DI UNA SCELTA CORAGGIOSA

- ▶ **Gewiss è il primario operatore italiano nel comparto materiale elettrico da installazione ed uno dei principali player a livello internazionale.**
- ▶ **Con una serie di acquisizioni mirate tra il 1997 ed il 1999, Gewiss ha iniziato un piano di espansione al fine di completare la gamma di prodotti e divenire interlocutore unico per tutte le esigenze del segmento a bassa tensione.**
- ▶ **Gewiss sta portando a termine il riassetto delle strutture produttive e commerciali in Europa e ha contestualmente introdotto una nuova politica commerciale che consenta alla società di raccogliere i frutti degli investimenti in prodotti e tecnologie.**
- ▶ **Superata la flessione del biennio 2001-2002, riteniamo che Gewiss abbia ottime potenzialità di crescita e di miglioramento del livello reddituale che, per quanto già elevato, sconta ancora inefficienze a livello consolidato.**
- ▶ **Le nostre assunzioni per il periodo 2003-2006 portano ad una valutazione di EUR 4.16 per azione, risultato della ponderazione paritetica della valutazione a DCF ed a multipli di mercato; il giudizio operativo è quindi di acquisto.**

Prezzo (07/02/03):
EUR 3,29
Market cap
(07/02/03)
EUR 395 mln
Mercato: MTA

EUR mln	Sales	EBITDA	EBIT	Net Profit	EV/Sales x	EV/EBITDA x	EV/EBIT x	EPS EUR	P/E x	Div. EUR
2000	324.1	65.7	39.5	22.4	2.83	13.98	23.26	0.19	35.66	0.05
2001	335.5	75.1	49.6	22.7	1.51	6.75	10.21	0.19	18.71	0.05
2002	300.9	60.8	33.4	12.5	1.70	8.40	15.30	0.10	32.95	0.03
2003	316.3	69.7	40.3	18.4	1.50	6.80	11.77	0.15	21.46	0.05
2004	337.8	81.0	47.5	23.0	1.35	5.64	9.62	0.19	17.17	0.06
2005	367.1	88.7	53.0	26.4	1.21	5.01	8.38	0.22	14.94	0.08
2006	404.4	102.5	72.6	38.9	1.04	4.11	5.80	0.32	10.16	0.13

Micaela Acquistapace
Settore IT

Tel. 02 2902 6224
m.acquistapace@cofiri.it

Italia
Industria

INDICE

1	Sintesi di investimento	3
2	Il Gruppo GEWISS	4
2.1	La struttura del Gruppo.....	4
2.2	La struttura dell'azionariato.....	6
2.3	La performance borsistica	6
3	Il contesto di settore	7
3.1	Il mercato elettrotecnico.....	7
3.2	Il mercato delle costruzioni	9
3.3	La concorrenza nel settore elettrico.....	11
4	Le strategie del Gruppo	15
4.1	I prodotti	15
4.2	Il contenuto tecnologico	16
4.3	La logistica	18
4.4	La distribuzione.....	18
4.5	L'espansione geografica	20
5	I risultati del Gruppo	21
5.1	L'andamento storico.....	21
5.2	Le attese per il 2002	24
6	Le previsioni	25
6.1	Il mercato	25
6.2	La politica aziendale	25
6.3	Le assunzioni di conto economico.....	26
6.4	Le assunzioni di stato patrimoniale.....	28
7	La valutazione	30
7.1	Valutazione <i>Discounted Cash Flow</i>	30
7.2	Valutazione a multipli di mercato	31
7.3	Conclusioni	31
8	Appendice	32
8.1	Flussi per la valutazione	32
8.2	Conto Economico.....	33
8.3	Fonti	34
8.4	Impieghi	34

1 Sintesi di investimento

Con un portafoglio prodotti ben articolato ed una focalizzazione sui mercati europei rafforzata attraverso una politica di acquisizioni all'estero, **Gewiss è il principale produttore italiano indipendente di materiale da installazione.**

Il Gruppo compete a livello internazionale con grandi operatori del calibro di Legrand, Schneider, ABB, Siemens, e sul mercato nazionale con un numero di piccoli produttori locali.

Il mercato di riferimento presenta una elevata frammentazione degli operatori e una struttura distributiva che si incentra sui gruppi di acquisto, associazioni che fungono da intermediari tra i produttori ed i rivenditori di materiali elettrico.

Gewiss ha recentemente innovato, oltre ai prodotti, anche la propria **politica distributiva**, mirando a raggiungere direttamente i rivenditori e gli installatori al fine di valorizzare maggiormente la propria offerta. Tale strategia mira a ridurre considerevolmente il peso dei centri di acquisto ed il potere contrattuale che questi ultimi hanno nei confronti dei produttori in termini commerciali.

Le **difficoltà congiunturali** europee (la Germania è il principale mercato estero del Gruppo) ed il clima di incertezza legato ad un probabile conflitto hanno avuto un impatto negativo sui conti del Gruppo, che dovrebbe chiudere il 2002 con una **contrazione del giro d'affari** del 10% circa.

Le prospettive per il settore dei materiali da installazione, che ha come driver il mercato edilizio, prevedono una crescita dal 2003 principalmente trainata dalle **ristrutturazioni**, area in cui Gewiss si trova ben posizionata ed in cui alcuni prodotti innovativi dovrebbero dare buone soddisfazioni. La nuova politica commerciale dovrebbe inoltre contribuire a **consolidare il marchio ed il ruolo di Gewiss quale interlocutore unico della base di operatori del settore.**

Il Gruppo dovrebbe infine **completare la fase di riassetto delle strutture produttive e logistiche** europee, concentrando sempre le attività in Italia al fine di eliminare le inefficienze che ancora esistono tra le varie realtà aziendali.

Per i prossimi quattro esercizi ci attendiamo una crescita composta del fatturato del 7.7% l'anno; grazie ad una politica di efficientamento industriale riteniamo che il Gruppo potrà beneficiare di un miglioramento reddituale, con un cagr 2002-2006 dell'Ebitda margin del 14%. L'utile netto è atteso triplicarsi entro il 2006, con una crescita media annua del 36%.

Riteniamo pertanto che Gewiss presenti importanti opportunità di crescita non ancora scontate dal mercato.

Sulla base della una valutazione a DCF e dell'applicazione dei multipli di mercato abbiamo individuato un target price per il titolo a EUR 4.16 (upside del 26% sugli attuali corsi), consigliandone l'acquisto.

Key driver della crescita

Target price: EUR 4.16

Ponderazione metodi di valutazione		
DCF		4.27
Multipli		4.05
ponderazione	50.0%	4.16

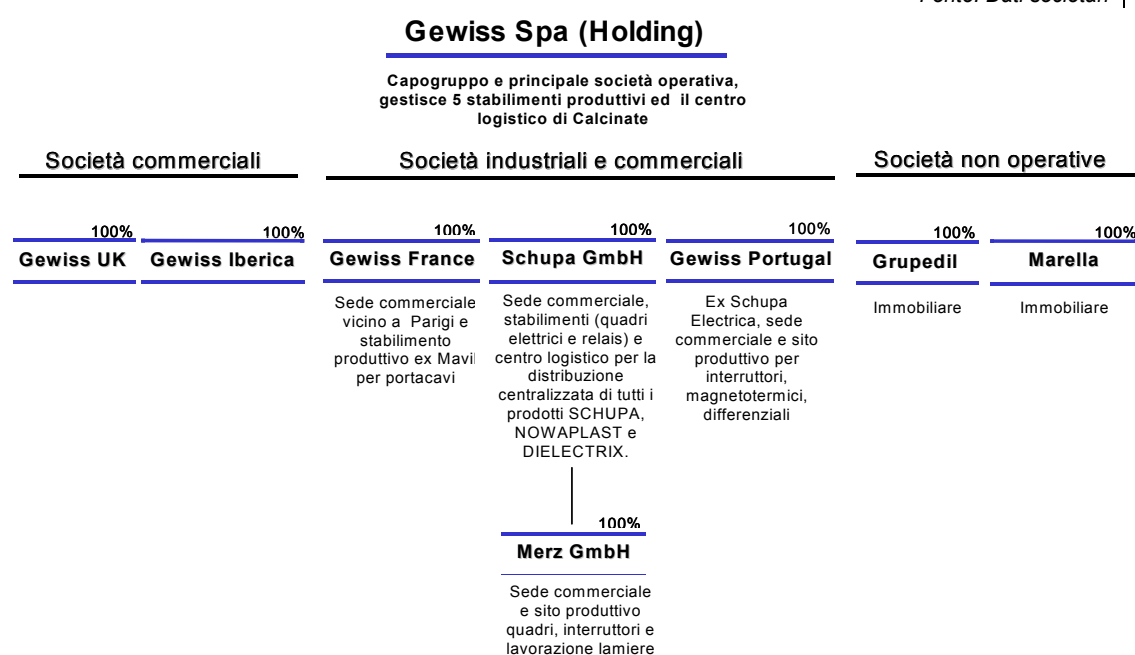
2 Il Gruppo GEWISS

2.1 La struttura del Gruppo

Il Gruppo Gewiss opera da **oltre 30 anni nel settore delle forniture per impianti elettrici ed illuminazione a bassa e media tensione**. Il Gruppo, che ha oggi complessivamente **10 stabilimenti produttivi**, di cui 5 in Italia, 3 in Germania, 1 Portogallo e 1 in Francia, ha raggiunto l'attuale conformazione tramite **acquisizioni**, per un controvalore totale pari a EUR 56 mln, formalizzate tra in 1997 ed il 1999 relative a Dielectrix (ora fusa in Gewiss spa), Mavil (Francia, ora incorporata in Gewiss France) e Schupa (Germania, che controlla Merz e, in precedenza, Schupa Electrica in Portogallo).

Primario operatore italiano del settore

Fonte: Dati societari



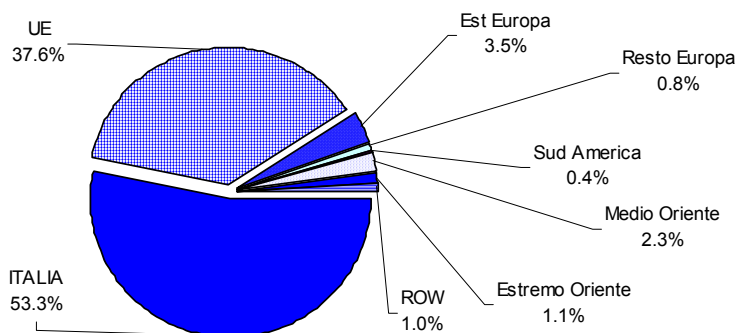
Tali operazioni, oltre a dare copertura europea e visibilità internazionale, sono state funzionali all'**acquisizione di competenze tecnologiche e prodotti** nei segmenti dei portacavi, degli interruttori e dei quadri, con un incremento significativo nel numero di articoli a catalogo (oggi circa 15000) e di marchi commerciali (Gewiss, Dielectrix, Mavil, Nowaplast, Schupa e Merz).

Fonte: Elaborazioni Cofiri su dati societari

Prodotti Gewiss					
Settore civile	Illuminazione	Distribuzione			
interruttori civili, contenitori ed apparecchi modulari protetti, scatole incasso, centralini da incasso e arredo, spine-prese-adattatori, cablaggio strutturato (armadi)	proiettori, stradali, industriali, decorativi per interni ed esterni, emergenza	interruttori magnetotermici modulari per circuiti e differenziali, sistemi BUS EIB, interruttori scatolati 160-1660 A, prese a spina norme IEC 309, prese fisse con interruttore IEC 309, accessori modulari,	prese a spina IEC 309, quadri per cantiere, torrette multifunzionali per aree pubbliche, interruttori rotativi	quadri e armadi distribuzione, quadri stagni per automazione e distribuzione, centralini e quadri distribuzione da parete e da incasso, centralini e quadri per export, cassette derivazione da parete e da incasso, centralini emergenza da incasso e da parete, pulsanti-selettori-segnalatori, quadretti da parete e pavimento, morsettiere per derivazioni e connessioni, accessori-attrezzi montaggio, fascette	tubi protettivi rigidi e pieghevoli, tubi protettivi flessibili, cavidotti e pozzetti, portacavi e canali ad uso battiscopa, cornice e soprapavimento, sistemi portacavi e portapparecchi, canalette per cablaggio, passerelle portacavi in acciaio
% sul fatturato	% sul fatturato	% sul fatturato			
22.6%	7.0%	70.4%			

Il mercato principale del Gruppo Gewiss è l'Italia, che rappresenta oltre il 50% dei ricavi mentre l'Europa nel complesso pesa per circa il 90% del giro d'affari. Interessante invece l'esposizione verso il Medio Oriente, seconda area non-UE dopo il blocco dell'Est Europa.

Ripartizione geografica del fatturato al 30/06/2002 Fonte dati societari



Il principale centro produttivo e di ricavi rimane la Capogruppo, che rappresenta circa il 64% del fatturato consolidato (se si includono le quote infragruppo il contributo sale al 76%).

Fonte: Dati societari

Breakdown fatturato per società (EUR mln)	1999	2000	2001	9M 2002
Gewiss Spa	208.29	215.77	232.08	147.74
% su vendite totali	71.3%	64.5%	66.4%	63.5%
Schupa GMBH	36.04	44.35	44.65	29.10
% su vendite totali	12.3%	13.3%	12.8%	12.5%
Gewiss Portugal (ex Schupa Electrica)	0.04	0.06	0.032	0.01
% su vendite totali	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Merz GmbH	4.71	10.40	9.808	7.58
% su vendite totali	1.6%	3.1%	2.8%	3.3%
Gewiss France	16.15	32.71	29.052	19.05
% su vendite totali	5.5%	9.8%	8.3%	8.2%
Gewiss Iberica	19.34	23.41	26.474	23.60
% su vendite totali	6.6%	7.0%	7.6%	10.1%
Gewiss UK	7.57	7.66	7.236	5.65
% su vendite totali	2.6%	2.3%	2.1%	2.4%
Altre (immobiliari)	0.01	0.01	0.01	0.01
% su vendite totali	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Totale	292.15	334.37	349.342	232.74

Tuttavia, notiamo che la marginalità lorda consolidata è frutto quasi esclusivo dell'apporto della Capogruppo.

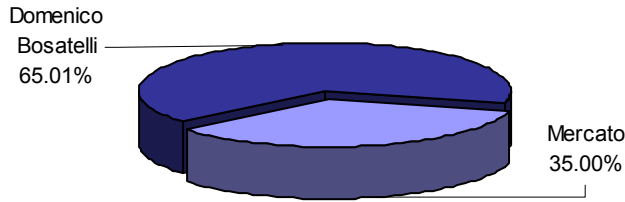
L'attività di Gewiss non presenta peculiarità rilevanti in termini di stagionalità.

2.2 La struttura dell'azionariato

La società è saldamente in mano al suo fondatore, Cav. Bosatelli, che controlla il 65% delle azioni, di cui il 52% attraverso la finanziaria Unifind Spa.

Fonte: CONSOB

Composizione del capitale al 28/01/2003



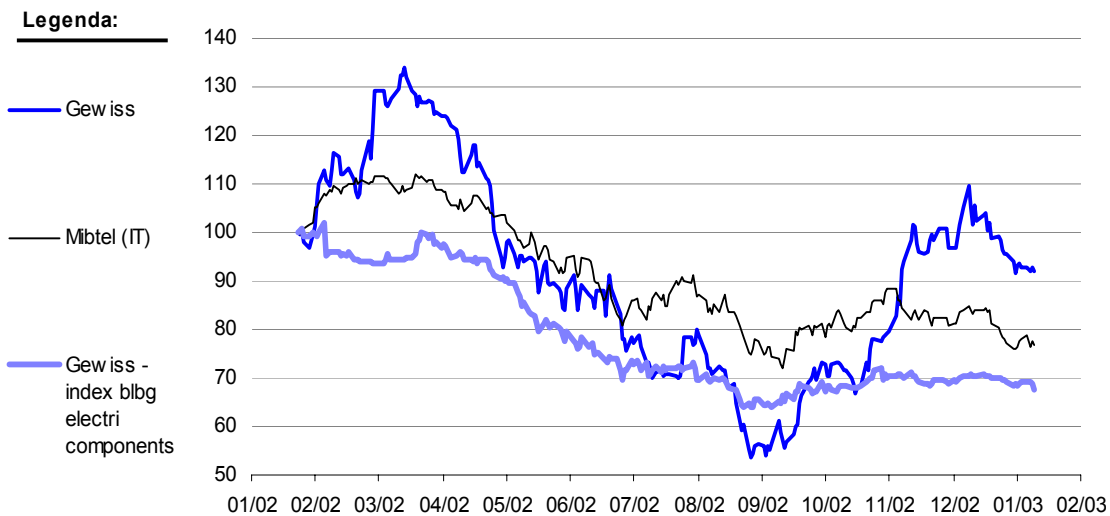
2.3 La performance borsistica

Come illustrato nel grafico sottostante, il titolo Gewiss, nel corso del 2002 ha sovraperformato sia l'indice blue chips Mib30 che l'indice settoriale europeo di Bloomberg relativo ai produttori di componenti e apparati elettrici.

In particolare evidenziamo come il trend ribassista iniziato ad aprile sia stato fortemente negato ad ottobre, in concomitanza dell'annuncio dei risultati semestrali che hanno data maggiore visibilità sul diverso contributo dello scenario congiunturale e della nuova politica commerciale, ridando evidentemente fiducia agli investitori.

Fonte: JCF

Performance Gewiss vs indice settoriale Bloomberg e Mibtel nell'ultimo anno (base 100)



3 Il contesto di settore

3.1 Il mercato elettrotecnico

Il mercato elettrotecnico si suddivide primariamente in base alla potenza degli impianti installati in tre fasce: alta tensione (produzione e trasformazione energia elettrica), media tensione (distribuzione e applicazioni industriali fino a 3600 A) e bassa tensione (impianti industriali e domestici da 4 a 3600 A).

Fonte: Elaborazioni Cofiri

Mercato	Impianto	settore	Player
ALTA TENSIONE	generazione e trasformazione energia	industriale	GE, SIEMENS, ANSALDO, ALSTOM, ENEL, ...
MEDIA TENSIONE	distribuzione energia	industriale/domestico	ABB, SCHNEIDER, ALSTOM, SIEMENS
BASSA TENSIONE	impianto elettrico domestico/PMI	industriale/domestico	ABB, SCHNEIDER, SIEMENS, GEWISS, LEGRAND, BTICINO

Un'analisi abbastanza dettagliata del mercato a livello geografico e di trend viene fornita dall'Unione Europea Grossisti Materiale Elettrico (EUEW), peraltro mercato di riferimento di Gewiss.

Come evidenziato nella tabella, il mercato è testimone di un andamento dicotomico: a fronte di un tasso di incremento complessivo modesto (+1.4 YoY), rileviamo una significativa debolezza dei principali mercati (Germania e Francia, con la Germania che sta perdendo gradualmente il ruolo storico di "mercato guida") che si confronta con la vivacità di alcuni mercati quali la Spagna (che beneficia del programma di sviluppo e di investimenti e, al pari dell'Italia, della percezione dell'investimento immobiliare quale valore-rifugio), la Gran Bretagna ed il Nord Europa.

Probabilmente tali dinamiche si sono ripresentate in forma più grave nel 2002.

Fonte: Unione Europea grossisti materiale elettrico (EUEW)

Mercato europeo materiale elettrico (EUR mld)	2000		2001		Var YoY
Fatturato totale (14 nazioni)	26.755	100.00%	27.14	100.00%	1.4%
Germania	9.50	35.51%	7.63	28.10%	-19.7%
Francia	5.50	20.56%	4.18	15.40%	-24.0%
Italia	3.55	13.27%	3.37	12.40%	-5.2%
Gran Bretagna	2.60	9.72%	3.04	11.20%	16.9%
Spagna	1.75	6.53%	2.85	10.50%	63.1%
Olanda	-	0.00%	1.33	4.90%	
Norvegia e Svezia	1.04	3.89%	1.76	6.50%	69.5%
Belgio	0.67	2.50%	0.54	2.00%	-19.0%
Altri	2.15	8.02%	2.44	9.00%	13.8%
Ripartizione per settori					
Cavi e fili			4.34	16.00%	
Illuminazione			4.89	18.00%	
Materiale d'installazione civile e industriale			12.76	47.00%	
Altri prodotti			5.16	19.00%	

L'andamento dei mercati esteri è rispecchiato abbastanza fedelmente nei conti 2001 di Gewiss (-5% la Germania, -11% la Francia, +13% la Spagna, in controtendenza la Gran Bretagna con un -5%).

Sulla base delle indicazioni complessive fornite nella tabella sottostante, **nel 2001 il Gruppo bergamasco avrebbe avuto una quota di mercato pari a circa l'1.3% a livello europeo, con ottimi margini di crescita, e del 5.8% in Italia.**

Quota mercato
Gewiss

Considerando invece i **dati Anie** sui segmenti distribuzione di energia e componenti e sistemi per impianti (il settore illuminazione viene escluso in quanto la produzione di Gewiss è quasi totalmente esportata) relativi al mercato italiano nel 2001, **Gewiss deterrebbe il 4.3% del mercato nazionale.**

Calcolo quota mercato (EUR mln)	2000	2001	Fonte: EUEW, ANIE, dati societari		
			Gewiss	2000	2001
Fatturato Europa (EUEW) market share	26755	27140		334.37 1.25%	349.34 1.29%
Fatturato Italia (EUEW) market share	3550	3365		186.63 5.26%	195.12 5.80%
Segmenti ANIE -Italia					
Componenti per sistemi ed impianti	2810	2888			
Distribuzione elettrica	1678	1684			
Totale mercato di riferimento Gewiss market share	4488	4572		186.63 4.2%	195.12 4.3%

La tabella sottostante riporta l'andamento dei settori di riferimento per Gewiss come riclassificati da Anie rispetto al PIL italiano. Si può notare come **negli ultimi 4 anni l'incidenza percentuale sul PIL dei comparti dell'elettrotecnica sia stata sostanzialmente stabile.** Aumentando il numero di decimali possiamo tuttavia evidenziare una leggera crescita, che si allinea a quanto avvenuto nel settore costruzioni dopo il minimo toccato nel 1997 (si veda la tabella dei dati ANCE a pag. 11). Il 2001 si è riposizionato di fatto sui livelli del 1998.

Settori vs PIL

Abbiamo pertanto simulato l'andamento per l'anno in corso e per il prossimo anno sulla base delle stime di Cofiri sul PIL italiano (PIL reale +0.3% per il 2002 e +1.3% per il 2003, nominale +2.8% e 3.3% rispettivamente) ricalcolando la contribuzione dei singoli settori come media mobile degli ultimi tre anni.

Ne risulterebbero dei tassi medi di crescita per il biennio 2002-2003 del 4% per il segmento distribuzione, del 3.3% per l'illuminazione e del 4% per i componenti per impianti.

Dati settoriali (EUR mln)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Fonte: Elaborazioni Cofiri su dati Datastream e Anie	
								CAGR '99-01	CAGR '99-03
PIL Italia (nominale)	1,026,285	1,073,018	1,108,498	1,164,767	1,216,694	1,250,761	1,292,037	4.77%	3.90%
% YoY PIL nomin	4.46%	4.55%	3.31%	5.08%	4.46%	2.80%	3.30%		
% EMU		134.43%	17.71%	17.77%	18.06%	18.11%	18.06%		
ELETTROTECNICA	19,139	20,585	21,868	23,045	23,662			4.02%	
% PIL	1.865%	1.918%	1.973%	1.979%	1.945%				
crescita %	7.61%	7.56%	6.23%	5.38%	2.68%				
Distribuzione energia	1,612	1,476	1,537	1,678	1,684	1731.2	1812.6	4.67%	4.21%
% PIL	0.157%	0.138%	0.139%	0.144%	0.138%	0.14%	0.14%		
crescita %	-2.71%	-8.46%	4.17%	9.17%	0.36%	2.80%	4.71%		
Illuminazione	1,808	1,937	2,040	2,133	2,176	2236.9	2329.2	3.28%	3.37%
% PIL	0.176%	0.180%	0.184%	0.183%	0.179%	0.18%	0.18%		
crescita %	4.32%	7.14%	5.33%	4.56%	2.02%	2.80%	4.12%		
Componenti e sistemi per impiar	2,446	2,540	2,660	2,810	2,888	2968.9	3083.6	4.20%	3.76%
% PIL	0.238%	0.237%	0.240%	0.241%	0.237%	0.24%	0.24%		
crescita %	21.99%	3.82%	4.73%	5.64%	2.78%	2.80%	3.86%		

Recentemente ANIE ha pubblicato i **dati relativi al terzo trimestre 2002**, che vede il trend negativo continuare con una caduta del 4.8% rispetto all'analogo periodo del 2001; se tale performance negativa trova il principale driver nel comparto telecomunicazioni ed elettronica, l'area elettrotecnica sembra mostrare segnali di stabilità e per il segmento componenti per impianti viene addirittura confermata la dinamica particolarmente favorevole nelle esportazioni, già evidenziata a metà anno.

3.2 Il mercato delle costruzioni

Il mercato dei componenti elettrotecnici ha come driver principale il **mercato delle costruzioni**. Nel grafico sottostante abbiamo riassunto i dati storici forniti dall'associazione di categoria europea (Fiec) che copre i paesi aderenti all'Unione Europea.

Il mercato delle costruzioni in Europa




Possiamo evidenziare che la dinamica tendenzialmente divergente tra nuove abitazioni e costruzioni non residenziali private è stata negata a partire dal 1998 e recentemente l'andamento dei due comparti si è riallineato. Le ristrutturazioni, invece, hanno subito un rallentamento negli ultimi anni che si confronta con gli alti tassi di crescita del periodo 1994-1995.

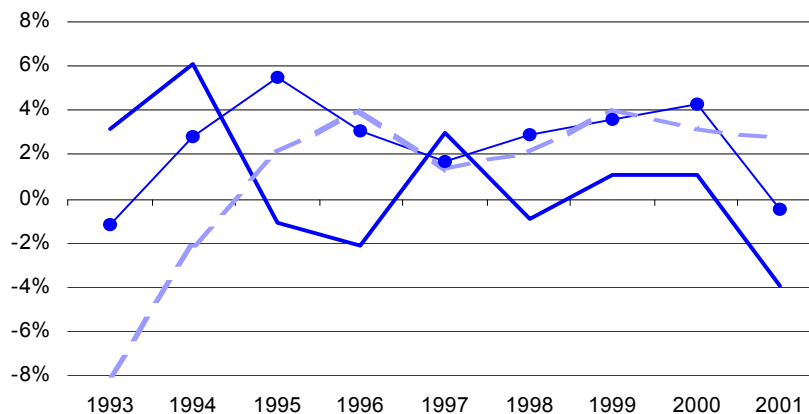
Il 2001 è stato, per contro, testimone di una riduzione drastica dell'attività nell'area residenziale (sia nuove abitazioni che ristrutturazioni), mentre il segmento non residenziale ha beneficiato indirettamente delle agevolazioni derivanti dalla Tremonti bis.

Fonte: Dati FIEC

Andamento annuo settore costruzioni in Europa (var. %)

Legenda:

-  Nuove abitazioni
-  Ristrutturazioni
-  Non residen. privato



Per quanto riguarda il mercato a livello europeo, lo scorso dicembre si è tenuta a Monaco la conferenza dell'associazione europea di categoria **Euroconstruct** che ha delineato lo scenario per i prossimi anni: nei paesi dell'Europa occidentale l'attuale stagnazione dovrebbe perdurare per il tutto il 2003 e la ripresa, peraltro modesta, è attesa solo a partire dal 2004; i paesi dell'Europa Orientale affronteranno invece difficoltà superiori al previsto ma con capacità di ripresa migliore dei mercati maturi a partire dal 2003-2004.

Le stime per il mercato europeo

La tabella nella pagina seguente riepiloga l'andamento che Euroconstruct si attende per il blocco dei 15 paesi dell'Europa Occidentale: risulta **evidente la maggiore vitalità delle ristrutturazioni**, sia in ambito residenziale che non residenziale.

E' inoltre da notare il significativo livello di investimenti attesi dal settore pubblico.

Fonte: Euroconstruct – dic. 2002

Costruzioni - settori	2002	2003	2004	2005
Variazione annua %	Europa Occidentale			
Nuovo residenziale	-1.0	-2.1	-1.3	0.5
Ristrutturazione residenziale	0.4	1.0	1.7	2.3
Nuovo non residenziale	-1.5	-0.7	-0.3	1.0
Ristrutturazione non residenziale	1.3	1.5	1.8	1.8
Nuovi edifici	-1.2	-1.5	-0.8	-0.7
Ristrutturazione edifici	0.8	1.2	1.7	2.1
Totale edifici	-0.2	-0.2	0.4	1.4
Opere pubbliche	2.8	3.4	4.1	2.9
Ristrutturazione opere pubbliche	1.9	2.0	1.8	1.8
Totale costruzioni	0.3	0.4	1.0	1.6

I dati ANCE (Associazione Nazionale Costruttori Edili) forniscono invece uno spaccato del mercato delle **costruzioni in Italia dal 1993 al 2001: gli investimenti in abitazioni rappresentano oggi circa il 54% del totale** ed evidenziano un tasso di crescita reale inferiore agli investimenti complessivi, trainati soprattutto dagli investimenti in fabbricati industriali (nel 2001 e in tutto il periodo 1996 - 2000).

Il mercato delle costruzioni in Italia

Fonte: Dati ANCE

EUR mln	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	cagr (1993-2001)
Totale costruzioni	76.88	74.51	77.06	81.80	82.28	83.48	87.14	93.25	98.00	3.1%
% YoY		-3.1%	3.4%	6.2%	0.6%	1.5%	4.4%	7.0%	5.1%	
abitazioni	44.17	44.68	45.58	46.06	45.85	46.23	47.84	50.55	52.87	2.3%
% YoY		1.2%	2.0%	1.1%	-0.5%	0.8%	3.5%	5.7%	4.6%	
altre costruzioni	32.71	29.83	31.48	35.74	36.43	37.26	39.31	42.70	45.13	4.1%
% YoY		-8.8%	5.5%	13.5%	2.0%	2.3%	5.5%	8.6%	5.7%	
- fabbricati non residenziali	18.44	16.62	17.90	22.11	22.15	22.18	23.27	25.63	27.19	5.0%
% YoY		-9.9%	7.7%	23.6%	0.2%	0.1%	4.9%	10.1%	6.1%	
- opere pubbliche	14.27	13.21	13.58	13.62	14.28	15.08	16.04	17.08	17.94	2.9%
% YoY		-7.4%	2.8%	0.3%	4.8%	5.6%	6.4%	6.5%	5.1%	

Le ragioni dei **tassi di crescita più contenuti del segmento residenziale** sono essenzialmente:

...rallentamento del nuovo..

- ▶ i *trend* demografici, ormai da alcuni anni piuttosto deboli;
- ▶ i livelli dello *stock* abitativo, divenuti negli ultimi decenni piuttosto consistenti;
- ▶ le politiche di recupero del patrimonio edilizio degradato e gli incentivi fiscali alle ristrutturazioni degli immobili;
- ▶ le azioni di disinvestimento del patrimonio immobiliare in possesso dei grandi investitori tradizionali (banche, assicurazioni, ecc.);
- ▶ i lunghi tempi di realizzazione dell'edilizia residenziale.

Questi elementi hanno tuttavia rappresentato un sostegno **agli investimenti legati al recupero e al rinnovo delle opere esistenti**, soprattutto civili, sospinti da:

... e spinta alle ristrutturazioni

- ▶ aumento della vetustà dello stock esistente;
- ▶ innalzamento degli standard qualitativi e riqualificazione delle aree urbane;
- ▶ gli sgravi fiscali per le ristrutturazioni (le agevolazioni della Tremonti bis sono state prorogate sino a giugno 2003, anche se leggermente riviste) e le condizioni particolarmente vantaggiose dei mutui per l'acquisto di immobili (soprattutto, prima casa).

Per quanto concerne le **previsioni per il 2002 per il mercato italiano**, riportiamo di seguito le stime dei due più autorevoli enti nazionali (CRESME ed ANCE):

Le stime per l'Italia

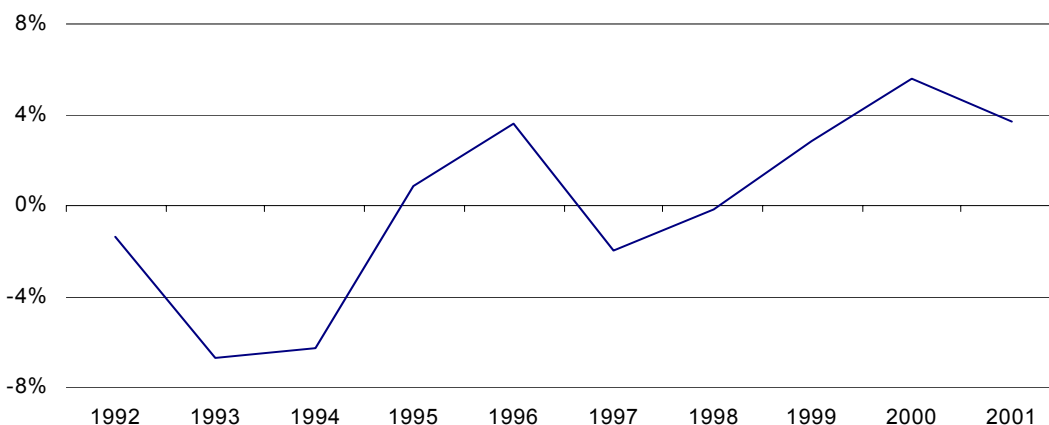
- ▶ in base alle previsioni dell'ANCE (ottobre 2002), la crescita reale degli investimenti in costruzioni nel 2002 dovrebbe essere pari al 2,3%, in rallentamento rispetto al 2,5% del 2001 sul 2000, ma superiore alla crescita complessiva dell'economia;
- ▶ il CRESME prevede, una crescita reale pari al 2,6%, nettamente inferiore rispetto al 4,1% stimato per il 2001: fra le ragioni del rallentamento, l'esaurirsi della spinta della cantieristica residenziale e non residenziale.

Da contatti con operatori del settore risulta che **l'attuale indebolimento del mercato ha colpito maggiormente l'area industriale** (con un effetto combinato della riduzione degli investimenti e della delocalizzazione produttiva); ciò fa ben sperare per Gewiss, che risulterebbe meno penalizzata dato il focus sull'area civile/terziario. Tali indicazioni, tuttavia, non trovano totale riscontro diretto nei conti della stessa Gewiss, che nel primo semestre ha visto le tre linee penalizzate in egual misura.

Riteniamo che le attese di ripresa del mercato per il 2003 possano trovare supporto anche nel **fisiologico ciclo degli investimenti in costruzioni ed in una ulteriore riduzione dei tassi di interesse**. Nel grafico abbiamo riportato i dati relativi alle variazioni percentuali annue degli investimenti in costruzioni che evidenziano un ciclo triennale su trend crescente: per quanto alterato dalla crisi del 2002, riteniamo che nel 2003 sia plausibile un recupero dell'andamento storico.

Fonte: Dati ANCE

Ciclo degli investimenti in costruzioni in Italia - andamento percentuale



Riteniamo inoltre interessante evidenziare che il trend "ordinario" dell'industria delle costruzioni potrebbe risentire di un upside, non quantificabile in questa sede, derivante dagli effetti del **peggioramento climatico in Europa** che ha causato negli ultimi due anni notevoli danni sia a livello residenziale che non residenziale e che spinge a spese non legate al puro andamento macroeconomico.

3.3 La concorrenza nel settore elettrico

Il contesto competitivo relativo all'offerta di **materiale elettrico in Europa Occidentale** è caratterizzato dai seguenti elementi:

I concorrenti diretti

- ▶ **due grandi classi di player: da un lato, un numero limitato di grandi fornitori globali non specializzati** (ABB, General Electric, Mitsubishi Electric, Siemens) con attività molto diversificate, **dall'altro i fornitori specializzati** (Alstom, Eaton, Hager, Legrand nella distribuzione elettrica, Omron, Rockwell nel controllo ed automazione industriale, nonché Schneider Electric);

- ▶ **un elevato tasso di concentrazione:** l'offerta è dominata da un numero limitato di grandi *player* con presenza internazionale; all'interno dello scenario di crescente tendenza alla concentrazione si inserisce l'operazione **Schneider–Legrand**, di cui parleremo in seguito;
- ▶ **una crescente competitività**, che si traduce in **pressione sui prezzi e sui margini**, anche in virtù dell'elevato potere contrattuale storicamente detenuto nei principali mercati occidentali dai consorzi d'acquisto.

Il Gruppo Schneider Electric è uno dei principali operatori mondiali del mercato dei prodotti elettrici per l'automazione ed il controllo industriale, commerciale e residenziale. **Opera in circa 130 paesi, con oltre 72 mila addetti, 150 centri di servizio, 190 siti industriali e 9.000 punti vendita.** In Italia, Schneider Electric è presente con oltre 2.500 dipendenti e 6 siti di produzione.

Schneider Electric

Il Gruppo presidia il mercato con i *brand* Merlin Gerin, Modicon, Square D e Telemecanique. I **settori di attività** di Schneider sono i seguenti:

- ▶ **distribuzione elettrica**, focalizzato sulla progettazione e realizzazione di soluzioni per la gestione dell'elettricità e delle reti di distribuzione e sull'offerta di prodotti e servizi per l'installazione elettrica in media e bassa tensione;
- ▶ **automazione industriale**, che consiste in sistemi di comando e di controllo dei processi nell'industria, nelle infrastrutture e negli edifici.

I **mercati di riferimento** del Gruppo Schneider sono soprattutto l'edilizia commerciale ed industriale (pari al 43% del fatturato del primo semestre 2002), l'industria (32% dei ricavi H1 '02), le infrastrutture (pari al 9%), l'edilizia residenziale (8%) e l'energia (8%).

Il Gruppo Legrand è specializzato nell'offerta di sistemi elettrici e di rete per l'industria e l'edilizia residenziale e commerciale. **Legrand impiega oltre 27 mila dipendenti, ha una presenza in circa 60 paesi e realizza il 74% dei ricavi fuori dal mercato francese** (dati 2001).

Legrand

I principali mercati a livello geografico sono la Francia (26% dei ricavi 2001), l'Italia (18%), USA e Canada (24%) ed il resto d'Europa (17%). Legrand opera attraverso i marchi Legrand, BTicino, Wiremold, Ortronics e The Watt Stopper.

L'offerta di Legrand comprende **oltre 130 mila prodotti ed è articolata in circa 80 famiglie**, divise in 5 linee:

- ▶ **Protezione da rischi elettrici:** interruttori, quadri elettrici, salvavita;
- ▶ **Illuminazione:** interruttori e prese, dimmers, rilevatori di presenza, timer;
- ▶ **Connessioni a rete elettrica e dati;**
- ▶ **Prodotti per videocomunicazione e sicurezza:** videocitofoni, prese dati, allarmi, sistemi anti-intrusione e antincendio, illuminazione d'emergenza;
- ▶ **Prodotti industriali:** trasformatori, centraline, alimentatori, prese industriali, componenti per cablature.

Con riferimento all'attività di M&A, **l'ultima operazione significativa riguarda proprio i due colossi appena citati** ma si è conclusa con un nulla di fatto. Nel gennaio 2001 Schneider ha lanciato un'OPA amichevole sul gruppo Legrand per un controvalore di EUR 4.5 mld ma l'operazione è stata bloccata dall'Antitrust europea nell'ottobre 2001 (quando Schneider deteneva ormai il 98% del capitale) che ha invalidato l'acquisto. Nonostante il ricorso alla Corte della Comunità Europea da parte di Schneider e Legrand, che ha avuto esito positivo contraddicendo la commissione Antitrust, l'operazione è andata in fumo in quanto lo stesso management di Legrand, in un primo momento favorevole alla fusione, si è opposto al proseguimento.

La mancata fusione
Schneider-
Legrand

In data 12/12/2002 Schneider ha quindi dovuto cedere Legrand ad un consorzio di private equity sulla base di una valutazione del capitale (**equity value**) detenuto da Schneider pari ad **EUR 3,7 mld** (pattuito in un accordo del luglio 2002), con un **enterprise value superiore ad EUR 5,1 mld**: i **multipli impliciti** sono pari a **1,7x EV/Sales '02E** e **8,1x EV/Ebitda '02E**

(calcolati sui valori di consensus '02 in data 31/07/2002). La Borsa francese ha successivamente approvato (il 19/12/2002) l'acquisto da parte del nuovo azionista delle azioni ancora sul mercato, pari all'1.9% del capitale, ad un prezzo pari a quello pagato a Schneider.

Hager è un Gruppo internazionale privato, appartenente all'omonima famiglia ed attivo nella produzione e commercializzazione di prodotti elettrici di distribuzione per uso domestico, commerciale ed industriale. **Il Gruppo impiega circa 6.500 dipendenti, con un fatturato consolidato pari a circa EUR 800 mln.** Hager ha stabilimenti in Francia, Germania, Italia, Spagna, U.K. e Cina, e distribuisce i propri prodotti attraverso 26 sedi commerciali e 40 distributori.

Hager

I marchi con cui opera sul mercato sono **Hager, Tehalit, Lume, Ashley e Klik**, tutti acquisiti nel corso degli anni '90 ad eccezione del marchio Hager:

- ▶ **Hager:** collettori, alloggiamenti, quadri e centraline di distribuzione, prodotti per la protezione ed il controllo in ambito domestico, commerciale e industria leggera;
- ▶ **Tehalit:** soprattutto canali e passerelle;
- ▶ **Lume:** centraline, quadri di distribuzione ed accessori;
- ▶ **Ashley:** interruttori, prese, scatole, terminali ed altri prodotti d'installazione;
- ▶ **Klik:** la gamma Klik comprende sistemi di connessione per la distribuzione elettrica e l'illuminazione per il mercato inglese.

Il **Gruppo ABB**, quotato alle Borse di NewYork, Londra, Zurigo, Stoccolma e Francoforte, è **leader nel settore delle tecnologie per l'energia e l'automazione**; il Gruppo impiega **circa 146mila persone e nel 2001 ha realizzato ricavi per circa USD 23,7 mld.**

ABB

Le 4 divisioni in cui è articolato ABB sono:

- ▶ trasmissione e distribuzione di energia;
- ▶ automazione industriale;
- ▶ settore petrolchimico;
- ▶ servizi finanziari.

Da un breve confronto dei principali dati di bilancio 2001 si evidenzia come, tra i *leading players* menzionati, **Gewiss risulti largamente superiore ai comparables in termini di redditività ed efficienza**, come evidenziato in tabella.

Gewiss leader per redditività

Fonte: Elaborazioni Cofiri su dati societari

Confronto player	Gewiss	Schneider	Legrand	Hager Electro (France)	Hager Group	ABB (PTP)	Media	Migliore	Peggior
Anno di riferimento	2001	2001	2001	2000	2001	2001	2001		
Valuta di riferimento	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	USD			
Ricavi	336	9,828	3,096	262.6	800	4,042			
% YoY									
Ebitda margin	22.4%	14.9%	20.2%	18.9%	n.d.	n.d.	19.1%	Gewiss	ABB
Ebit margin	14.8%	11.4%	14.1%	12.1%	n.d.	5.8%	13.1%	Gewiss	ABB
Dipendenti	2,055	71,900	27,146	2,405	6500	27,555			
Ricavi per dipendente (kEUR)	163.3	136.7	114.0	109.2	123.1	146.7	134.0	Gewiss	Hager
Ebitda per dipendente (kEUR)	36.5	20.4	23.0	20.6		n.d.	25.2	Gewiss	ABB
Ebit per dipendente (kEUR)	24.1	15.5	16.1	13.2		8.5	15.5	Gewiss	ABB

In **Italia**, oltre alle filiali locali di gruppi internazionali quali Hager, GE Lightning e Weidmüller, troviamo una serie di piccoli fornitori che coprono all'incirca tutti i settori di attività di Gewiss. Il fatturato medio è compreso tra EUR 10-60 mln, ad eccezione di Osram che realizza ricavi attorno ad EUR 300 mln. Nella tabella abbiamo riepilogato le società e le relative aree di attività: tra questi, l'unica quotata è Vemer-Siber (fatturato al 30/09/02 EUR 120 mln).

Fornitori nazionali

Fonte: Elaborazioni Cofiri su dati societari

Società / Gruppi	Prodotti ad uso civile			Prodotti ad uso industriale				Illuminotecnica Corpi illuminanti,
	Scatole e terminali	Centralini	Sicurezza, emergenza	Quadri, armadi, etc.	Interruttori	Automaz. / controllo	Appar.CEE (prese, etc.)	
AVE	•	•	•	•	•	•		
Arno Canali								•
B.P.T.	•		•					
Bocchiotti				•				•
Cabur						•		
Canalplast								•
Conchiglia				•	•	•		•
ERC			•			•		
Fantini & Cosmi	•		•		•	•		
Finder					•	•		
OVA Bargellini	•		•				•	•
Inset								•
Italweber				•	•	•		
LC Relco	•		•		•	•		•
Osram								•
Palazzoli				•	•		•	
Prisma Illuminazione			•					•
Scame Parre	•	•	•	•		•	•	•
Vemer	•		•	•	•	•	•	
Vimar	•	•	•	•			•	
Wimex				•	•		•	•
GEWISS	•	•	•	•	•	•	•	•

Fra i principali *player* extraeuropei citiamo **SMB United Ltd**, gruppo attivo nel disegno, progettazione, produzione e distribuzione di interruttori, pannelli di controllo ed altri prodotti elettrici, e quotato dal 1996 a Singapore; **quasi il 60% dei ricavi** (nel 2001 circa USD 66 mln) **deriva dalla vendita di interruttori a basso voltaggio**; il Gruppo è attivo soprattutto a Singapore e, marginalmente, in Australia ed altri paesi asiatici (Cina, Malesia, Filippine).

Players extra-europei

4 Le strategie del Gruppo

Analizziamo ora le principali scelte strategiche del Gruppo su cinque fronti:

- ▶ i prodotti
- ▶ l'innovazione tecnologica
- ▶ la distribuzione
- ▶ la logistica
- ▶ l'espansione geografica.

4.1 I prodotti

Il ripozionamento competitivo di Gewiss ha avuto inizio con le acquisizioni e mirava alla **costituzione di un portafoglio prodotti completo e all'avanguardia** sia tecnologica che funzionale, coniugando ricerca interna e crescita per vie esterne.

Tale prima fase si può dire ad oggi conclusa e, **grazie all'attuale struttura, Gewiss può proporsi quale interlocutore unico di installatori e progettisti offrendo un vero impianto integrato, sostituendosi ad un'offerta frammentata che vede quale unico competitor "verticalizzato" solo il Gruppo Legrand/Bticino.**

Fonte: Dati societari

La gamma di prodotti Gewiss e la copertura dei vari segmenti di mercato

EURODOMO	EURODIN	EUROBLOC	EUROBOX	EUROPASS	EUROLITE	
64%	5%	0%	18%	3%	5%	95% Impianto civile
26%	16%	9%	16%	9%	9%	85% Impianto terziario
1%	22%	9%	10%	9%	9%	60% Impianto industriale
BTicino Vimar Legrand Ave Siemens	Schneider ABB BTicino Siemens Hager	Scame Palazzoli Schneider Ilme BTicino	ABB Schneider BTicino Bocchiotti Legrand	Bocchiotti Inset P.M. Recordvinil Legrand	Philips Zumtobel Siteco Thorn Disano	
<i>Altri</i>	<i>Altri</i>	<i>Altri</i>	<i>Altri</i>	<i>Altri</i>	<i>Altri</i>	

Come si può vedere dalla tabella precedente, l'area attualmente meno presidiata è quella industriale, dove alla bassa tensione si affianca la media tensione. E' questo un segmento su cui il gruppo potrebbe in futuro agire per potenziare ulteriormente il proprio portafoglio prodotti.

In termini di innovazione di prodotto, riteniamo particolarmente interessante lo sforzo di Gewiss nello sviluppo di **soluzioni compatte** (come i nuovi interruttori magnetotermici) che consentono di dimezzare gli ingombri rispetto agli interruttori tradizionali.

Questi articoli offrono a nostro avviso un notevole **vantaggio competitivo** proprio alla luce del ruolo trainante delle ristrutturazioni: la ristrutturazione, contrariamente alla costruzione ex-

novo, si confronta con i vincoli degli impianti esistenti e può comportare spese aggiuntive per il ridimensionamento dei quadri elettrici e dei tracciati a fronte di una maggiore complessità del nuovo impianto. In questo contesto, **riteniamo che Gewiss potrà beneficiare maggiormente degli investimenti in ristrutturazioni rispetto ad altri player.**

4.2 Il contenuto tecnologico

Gewiss rappresenta un esempio di industria classificabile come “old economy”, ma che in realtà ha basato il rinnovamento complessivo, di prodotto e di processo, su forti investimenti in tecnologia, con un budget per R&D pari storicamente al 3.5 -4% del fatturato annuo.

R&D: 4% del
fatturato

Gli elementi più significativi di tale attenzione sono stati, sul fronte interno:

- ▶ l'**innovazione di prodotto**: dalle scelte per migliorare l'utilizzabilità e la facilità di installazione degli apparecchi sino alle vere “creazioni”, quali gli interruttori magnetotermici compatti, brevetto unico sul mercato;
- ▶ la crescente **automazione degli impianti produttivi** (EUR 20 mln per il nuovo sistema per la realizzazione degli interruttori MTS);
- ▶ il **progetto SAP**, che ha visto il software gestionale installato estensivamente in tutte le società del gruppo, con successo ed in tempi ragionevoli;

e sul fronte esterno:

- ▶ il **portale Gewiss**, strumento di comunicazione con la clientela nonché punto di forza della nuova strategia commerciale, che si oppone al portale “europeo” Voltrium sponsorizzato da Schneider ed ABB, quale ulteriore elemento distintivo dell'indipendenza del gruppo; Gewiss si garantisce in tal modo un contatto costante con la base clienti, la possibilità di gestire in modo più flessibile i rapporti commerciali e la possibilità di mettere a disposizione con rapidità tutto il materiale tecnico necessario, rafforzando ulteriormente il rapporto con installatori e progettisti;
- ▶ i **software sviluppati ad hoc** per dare supporto a progettisti ed installatori in fase di predisposizione del progetto d'impianto e di stesura di un capitolato, funzionali a mettere a confronto l'offerta Gewiss esaltandone le peculiarità ed i vantaggi economici.

In tema di innovazione, Gewiss ha sviluppato una gamma completa di prodotti per il più interessante segmento del mondo del materiale da installazione: la **domotica**. Il mercato della domotica, per quanto ancora di nicchia, è ormai un riconosciuto quale nuova area di sviluppo ed in occasione di Expo Energy 2002, manifestazione settoriale, è stato stimato che **nei prossimi 10 anni** tale mercato potrà generare un **fatturato complessivo di EUR 8.5 mld**, contando sull'installazione di circa 3.5 mln di impianti domotoci su un totale stimato di 1.5 milioni di nuove abitazioni, 2.5 milioni di case da ristrutturare e altri 8 milioni circa di ambienti domestici da riqualificare.

La domotica

Lo **sviluppo concreto della domotica si baserà sui benefici che un impianto integrato porta in termini di controllo dei costi energetici** (con riduzioni reali del 10-15%) e di **gestione del crescente numero di dispositivi elettrici/elettronici presenti nelle nostre case** (televisione, videoregistratore, set-top-box satellitare, segreteria telefonica/fax, PC/stampante/internet, videogiochi, aria condizionata/riscaldamento, sistema di allarme,).

Nel dettaglio, driver dello sviluppo della domotica sono (e saranno):

- ▶ il miglioramento qualitativo degli elettrodomestici e degli impianti e lo sviluppo da parte dei produttori di servizi a valore aggiunto che si basano sulla “comunicazione” con l'apparecchio (es. manutenzione preventiva);
- ▶ le esigenze di gestione remota e di controllo mirato delle utenze da parte delle utilities;
- ▶ l'integrazione tra telecomunicazioni e servizi di entertainment (tv/pc e musica/video in formato digitale);

- ▶ il miglioramento della qualità della vita, soprattutto per gli anziani, che potranno beneficiare dello sviluppo tecnologico e dell'offerta di servizi di monitoraggio, protezione e allarme integrati;
- ▶ in ultimo, le esigenze di impiantisti (e committenti), che troveranno maggiore comodità nelle predisposizioni a priori di un impianto integrato, sviluppabile poi modularmente.

Ad oggi, dal punto di vista tecnologico, il mercato offre tre soluzioni:

- ▶ le **onde convogliate**, trasmesse attraverso l'impianto elettrico standard, che non richiedono modifiche aggiuntive ma sostengono una comunicazione di tipo monodirezionale (è il sistema su cui si basa [Wr@p](#), introdotto da Merloni Elettrodomestici);
- ▶ le **onde radio**, soluzione ibrida che si basa su dispositivi alimentati dalle normali prese di corrente cui vengono collegati gli apparecchi da controllare, che dialogano con una "centralina" (supportato anche da Bticino); tale soluzione è interessante in quanto applicabile senza alcun intervento sull'impianto esistente;
- ▶ il **sistema BUS**: un impianto indipendente e parallelo a quello elettrico che collega una centralina di controllo con le singole periferiche e consente una trasmissione bidirezionale con maggiori livelli di affidabilità; tale sistema è il più complesso e articolato e presenta come principale criticità e freno allo sviluppo il forte impatto che ha sull'impianto domestico, rendendolo sostanzialmente idoneo solo a nuove costruzioni; inoltre, sul mercato esistono numerosi protocolli di comunicazione per ogni area geografica (4 i principali in USA: X-10, Cebus, LonTalk, Smart House; 3 in Europa: Batibus, EIB, EHS European Home Systems; 1 in Giappone: HBS; 1 globale HES Home Electronic System); **Gewiss** ha aderito allo standard EIB.

Mentre le prime due soluzioni lasciano spazio ad operatori non "specializzati" quali sono i produttori delle singole periferiche (come nel caso di Merloni o di Artemide, che ha sviluppato con il supporto di Bticino un prodotto che utilizza onde radio), il terzo modello può essere gestito esclusivamente da *player* dell'impiantistica. Riteniamo che le soluzioni basate su onde (che siano radio o convogliate) possano dare un primo significativo impulso al mercato ma che alla lunga il **modello BUS** possa affermarsi come **vincente** anche alla luce della necessità degli operatori di settore di tutelare un mercato prospetticamente interessante.

Quale prova di un inizio di sensibilizzazione verso tali applicazioni, a Milano sono attualmente **in consegna circa 1500 appartamenti dotati di un impianto domotico**, costruiti all'interno del nuovo progetto residenziale EuroMilano-Certosa che ha visto collaborare Aem, Fastweb e Bticino. Le dotazioni sviluppate per questo "test" offrono soluzioni per il comfort (automazione di luci e tapparelle, telefonia integrata con videocitofonia), la sicurezza (sistema antintrusione, allarmi tecnici, videocontrollo), il risparmio energetico (termoregolazione, gestione carichi elettrodomestici), la comunicazione (telefonia e videocitofonia integrate, reti dati), il controllo (attivazioni e gestione impianto da remoto) e l'intrattenimento (impianto di filodiffusione, home theatre); il tutto gestibile via web in remoto.

Per quanto il Gruppo Gewiss dichiara di non essersi "applicato" nello sviluppo di tale segmento in quanto ritenuto ancora embrionale, **la gamma di prodotti sin qui sviluppata da Gewiss** (principalmente di tipo per applicazione esterna) copre quasi tutte le possibili applicazioni (periferiche per sicurezza e protezione, soluzioni per il comfort e regolazione, connessioni e prese) e, se confrontata con quella del leader di mercato (Bticino, focalizzato su soluzioni per incasso), risulta carente solo per quanto riguarda gli apparecchi per telecomunicazione quali videocitofoni e telefoni (terreno peraltro di player specializzati).

La domotica di
Gewiss

Gewiss è quindi in grado di competere quasi ad armi pari con il concorrente; **tuttavia, riteniamo che per questo specifico tipo di prodotti, Gewiss potrebbe beneficiare di uno sforzo commerciale che non si limiti ai soli tecnici ma agisca anche sull'utente finale per "scalzare" l'indiscusso vantaggio (se non altro temporale) di Bticino**: queste soluzioni sono, infatti, più vicine alle "finiture" che alle dotazioni tecniche e quindi richiamano maggiore attenzione da parte del privato, che, se a conoscenza di un'offerta alternativa e

magari più economica dell'unico "brand" noto sul mercato, potrebbe a sua volta far pressione sull'installatore.

4.3 La logistica

Passo importante del piano di ristrutturazione, in un'ottica di miglioramento della redditività e del servizio, è stato la definizione di una struttura logistica in grado di servire i mercati europei in cui il Gruppo è presente. Gewiss ha quindi investito in modo significativo nella costruzione del **polo logistico di Calcinate**, completato nel 1999 su un'area di 310mila mq predisposta per gestire le esigenze di stockaggio e consegna della merce direttamente al cliente finale entro 48 ore in un raggio di 1000 km, dove sono state gradualmente spostate le attività estere.

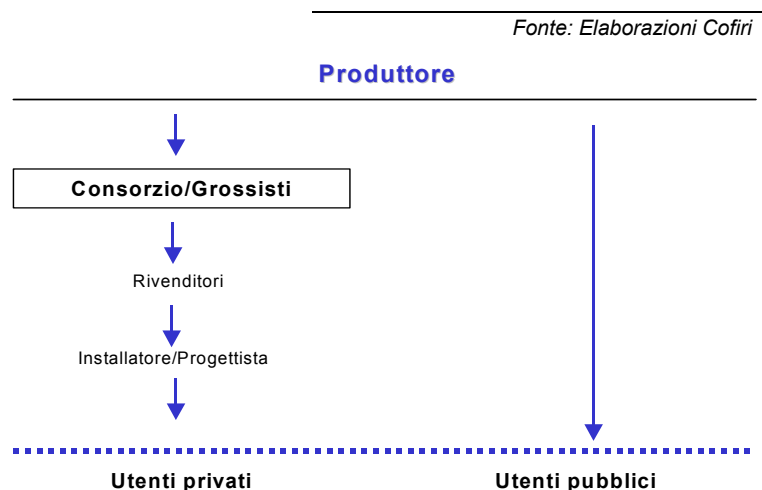
Da Calcinate vengono oggi gestite le esigenze per il mercato italiano, francese ed inglese a seguito del trasferimento del magazzino delle controllate d'oltralpe presso il centro logistico, **preludio alla razionalizzazione delle strutture all'estero e al futuro accentramento di tutte le attività in Italia.**

4.4 La distribuzione

La fase più delicata del piano riguarda il consolidamento della quota di mercato, in Italia ed all'estero, attuato attraverso una politica commerciale per sostenere il brand di fornitore "integrato". Gewiss sta quindi introducendo una nuova filosofia di **distribuzione**.

La vendita dei materiali da installazione avviene attraverso la struttura rappresentata in tabella e grosso modo comune a tutti i paesi europei:

I problemi della distribuzione tradizionale



Risulta **evidente il potere di mercato che i grossisti hanno nei confronti del produttore**: l'attività industriale del produttore viene modulata sulla base dei budget forniti dai grossisti, ai quali vengono riconosciuti **sconti commerciali e di cassa e premi annuali sui volumi**; tali "benefici" diventano di fatto un elemento discriminante tra i vari produttori in quanto i distributori non hanno interesse a sostenere un prodotto a scapito di un altro se non in base alle condizioni commerciali loro riservate, creando una **forte concorrenza sui prezzi**.

In Italia, **i grossisti sono circa 274, raggruppati in 9 consorzi**, due dei quali, Rexel (Gruppo PPR) e Sonepar, sono le filiali dei due leader internazionali della distribuzione di materiale elettrico entrambi di origine francese (Rexel, quotata, ha un fatturato di EUR 7.9 mld realizzato

per il 52% in Europa, Sonepar ha un giro d'affari pari a EUR 6.6 mld, il 78.6% del quale è concentrato in Europa).

Il giro d'affari della Federazione Nazionale Grossisti e Distributori Materiale Elettrico ha raggiunto nel 2001 EUR 3.9 mld.

Fonte: FNGDME

Consorzi di acquisto e grossisti aderenti - dati 2001

ANSE2000	13	SONEPAR	42
CODIME	59	TOTALE	216
CONSEL	34		
REXEL	29		
FINDEA	33	EURAGE	n/a
REXEL	6	STARTRE	n/a

Tale impostazione del mercato pone un notevole vincolo ai produttori in quanto, come già accennato, non consente di agire direttamente sulla base clienti per spingere i prodotti e quindi, all'interno di un mercato comunque maturo e circoscritto, non permette di modificare lo *status quo* in termini di quote di mercato.

Una situazione così ingessata è quindi interessante solo per produttori che presentano un'offerta obsoleta e che mirano alla pura riconferma dei fatturati storici e non per chi investe in innovazione

Gewiss si è mossa per scardinare tale organizzazione **saltando i grossisti e andando a rivolgersi direttamente ai rivenditori da un lato e a installatori e progettisti dall'altro**, esercitando un'azione congiunta sui due poli della domanda.

In termini commerciali, Gewiss è in grado di fornire i rivenditori offrendo condizioni commerciali analoghe se non migliori di quanto concesso ai consorzi e allungare i termini di pagamento, autofinanziandosi con i risparmi derivanti dall'eliminazione dell'intermediazione dei grossisti (su base semestrale, l'impatto degli sconti ai distributori, inclusi negli oneri finanziari, è sceso al 1.4% del fatturato dal 2.9% di H1 2001).

Tale strategia, per quanto "anomala", è stata testata sul mercato spagnolo e trova comunemente un precedente di mercato in quanto già sostenuta da Bticino. Inoltre, secondo la società vi sono segnali evidenti, a livello europeo, dell'instabilità del vecchio modello, che accusa i colpi di un rinnovamento tecnologico del comparto, a partire dalle soluzioni per domotica.

Sottolineiamo, tuttavia, che il **mercato della distribuzione di materiale elettrico è interessato da una politica di concentrazione** che vede i distributori più piccoli e/o locali essere acquisiti da catene nazionali o estere. Un consolidamento ulteriore potrebbe avere come esito **due scenari**:

- ▶ un **rafforzamento dei gruppi di acquisto e dei grossisti principali** nei confronti dei produttori, con conseguente ulteriore ingessatura del mercato e maggiori difficoltà per i produttori di alterare, in futuro, gli assetti esistenti;
- ▶ una strategia di **specializzazione dei distributori per prodotti o marchi.**

In **entrambi gli scenari vediamo Gewiss ben posizionata** in quanto:

- ▶ il nuovo programma commerciale è stato lanciato in un momento in cui il mercato è ancora frammentato e dai dati forniti le defezioni interesserebbero meno del 10% della clientela, con un impatto ancora inferiore in termini di fatturato "mancante"; riteniamo pertanto che un consolidamento, in presenza di una domanda supportata direttamente dalla base di installatori e progettisti, non dovrebbe avere effetti negativi;
- ▶ contestualmente alla nuova politica commerciale Gewiss ha iniziato un progetto di riqualificazione dei punti vendita che ha portato alla creazione di una rete di specialisti Gewiss in Europa; il Gruppo sarebbe pertanto perfettamente in grado di

Accorciare la
catena:
direttamente dai
rivenditori

supportare un orientamento del mercato in tal senso e beneficerebbe dell'esperienza derivante da queste prime aperture.

4.5 L'espansione geografica

Oltre a consolidare la propria quota di mercato in Italia grazie al miglior contatto con il mercato, Gewiss intende incrementare la penetrazione all'estero.

Focus su Est
Europa e Medio
Oriente

Le direttrici di sviluppo sono verso est, nei paesi dell'ex blocco sovietico, nel **bacino del Mediterraneo**, che offre maggiori potenzialità rispetto al Nord e Centro Europa (dove la concorrenza è maggiore e si rileva un certo ostruzionismo verso i prodotti italiani) ed in **Medio Oriente** (al 30/06/2002 rappresentava circa il 2.5% del fatturato consolidato), che può dare maggior risultati rispetto ai paesi francofoni, dove è sicuramente maggiore la presenza di Schneider e Legrand/Bticino.

Tuttavia, evidenziamo che il perdurare di un'emergenza militare nella regione non prelude ad un rapido miglioramento della situazione economica, che si è riflessa nei conti semestrali Gewiss in un decremento del 60% delle vendite in Medio Oriente.

La società ha dichiarato di non essere interessata ad entrare nei mercati americani, viste le significative differenze nelle caratteristiche della domanda.

5 I risultati del Gruppo

5.1 L'andamento storico

La tabella sottostante riporta i dati di fatturato del gruppo Gewiss. La crescita esterna ha contribuito a sostenere l'andamento delle vendite nel 1999-2000, mentre il 2001 ha segnato l'inizio della crisi economica.

I ricavi

Fonte: Dati societari

(EUR mln)	1996	1997	1998	1999	2000	2001
VENDITE DA RICAVI	185.41	212.78	225.69	292.15	334.37	349.34
Var YoY		14.8%	6.1%	29.4%	14.5%	4.5%
Premi sulle vendite	-10.70	-10.00	-9.00	-10.88	-10.23	-13.82
% su vendite totali	-5.8%	-4.7%	-4.0%	-3.7%	-3.1%	-4.0%
VENDITE NETTE	174.71	202.78	216.69	281.27	324.14	335.52
breakdown %						
Civile				23.0%	21.4%	22.6%
Distribuzione				67.0%	71.6%	70.4%
Illuminotecnica				10.0%	7.0%	7.0%

I dati trimestrali 2001-2002 evidenziano chiaramente la contrazione del giro d'affari dell'ultimo anno, sul quale hanno impattato contemporaneamente le condizioni macroeconomiche e le ripercussioni della nuova politica commerciale perseguita dal Gruppo, con una temporanea "perdita" di circa 20 clienti (su 390), pari approssimativamente al 20% di fatturato. Il management ha tuttavia sottolineato che le defezioni citate sono da considerarsi assolutamente reversibili e dipendenti solamente dalla "necessità" dei clienti di soddisfare le richieste di prodotti Gewiss provenienti dagli installatori.

I dati del terzo trimestre hanno segnalato un miglioramento complessivo rispetto alla situazione a giugno (contrazione dell'11% rispetto al primo semestre 2001), registrando un calo del 9.7% YoY a livello consolidato, con un recupero pari all'1.7% per l'Italia e dell'1.1% per l'estero) nonostante sul fronte congiunturale non vi siano stati mutamenti significativi. Tale recupero supporta la "rivalutazione" della politica commerciale: infatti, analizzando i dati della capogruppo, possiamo evidenziare un ritracciamento da -14% su base semestrale a -10.7% sui 9 mesi.

In termini di prodotti, la contrazione si è trasferita in egual modo su tutte le linee.

Fonte: Dati societari

CONTO ECONOMICO (EUR mln)	9M 2000	2000	9M 2001	2001	Q1 2002	Q2 2002	H1 2002	9M 2002	var %YoY
- Italia	137.35	186.63	139.07	195.12	38.60	46.07	84.67	124.84	-10.2%
- estero	111.83	147.74	118.77	154.22	36.54	37.63	74.17	107.90	-9.2%
Ricavi delle vendite	249.18	334.37	257.84	349.34	75.14	83.70	158.83	232.74	-9.7%
Premi sulle vendite	-8.011	-10.23	-9.15	-13.82	-1.81	-3.23	-5.04	-7.83	
% sconto	-3.21%	-3.06%	-3.55%	-3.96%	-2.40%	-3.86%	-3.17%	-3.36%	
RICAVI NETTI	241.17	324.14	248.69	335.52	73.33	80.46	153.79	224.91	-9.6%
Variazione annua			43.7%	286.4%	-78.1%	9.7%	91.1%	46.2%	

La ristrutturazione seguita alle acquisizioni e l'adozione di una più oculata politica degli acquisti hanno portato il gruppo a registrare un decremento di quasi tutte le voci di costo.

I costi

I dati 2001 evidenziano quanto segue:

- ▶ la voce costi per materie prime è scesa in valore assoluto del 10% rispetto al 2000; il principale contributo viene dalle spese per materie prime, in calo del 12% in valore assoluto, che sono passate al 25.4% dal 30.3% del fatturato;

- ▶ i costi per servizi si sono ridotti del 2.6% in valore assoluto (ora al 26% del fatturato dal precedente 27.8%) grazie principalmente ad una sensibile contrazione delle spese pubblicitarie (-30%) a fronte degli investimenti effettuati gli anni scorsi;
- ▶ il costo del personale ha beneficiato della razionalizzazione della struttura a livello europeo e della crescente meccanizzazione.

Il margine operativo lordo è di conseguenza risalito verso i valori del 1999, passando al 21.5% dal 19.6% del 2000.

[La redditività](#)

Anche il margine netto ha recuperato terreno, attestandosi al 14.2% dal precedente 11.8%.

CONTRO ECONOMICO (EUR mIn)	Fonte: Dati societari		
	1999	2000	2001
RICAVI NETTI	281.27	324.14	335.52
<i>Variazione annua</i>	29.8%	15.2%	3.5%
Valore della produzione	291.13	332.85	343.06
<i>% su Ricavi delle vendite e prestazioni</i>	99.7%	99.5%	98.2%
<i>Variazione annua</i>		14.3%	3.1%
Materie prime e sussidiarie	87.67	108.12	97.42
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	30.0%	32.3%	27.9%
Prestazioni di servizi	80.08	93.12	90.70
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	27.4%	27.8%	26.0%
Godimento di beni di terzi	4.73	6.39	7.2
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	1.6%	1.9%	2.1%
Variazione delle rimanenze di materie prime, merci	-3.13	-9.09	4.95
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	-1.1%	-2.7%	1.4%
Oneri diversi di gestione	2.03	2.48	2.95
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	0.7%	0.7%	0.8%
Totale costi	171.37	201.02	203.2
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	58.7%	60.1%	58.2%
Valore Aggiunto	119.76	131.83	139.9
<i>% su Ricavi netti</i>	41.0%	39.4%	40.0%
<i>crescita YoY</i>		10.1%	6.1%
Costo del personale	51.38	65.84	63.70
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	17.6%	19.7%	18.2%
Altri acc.ti	0.43	0.29	1.07
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	0.1%	0.1%	0.3%
Acc.to fondo rischi			
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	0.0%	0.0%	0.0%
Margine operativo lordo	67.95	65.70	75.09
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	23.3%	19.6%	21.5%
Amm.ti imm.ni materiali	18.98	22.06	21.84
Amm.ti imm.ni immateriali	2.53	2.87	3.1
Svalutazioni dei crediti compresi nell'AC e delle dis. Liq.	1.19	1.28	0.5
Utile operativo netto	45.3	39.49	49.61
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	15.5%	11.8%	14.2%
Gestione finanziaria netta	-7.11	-10.61	-12.74
Poste straordinarie	1.54	-0.57	-2.08
Rettifiche di valore di attività finanziarie	-0.11	0.02	0.02
Utile ante imposte	39.58	28.33	34.81
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	13.5%	8.5%	10.0%
Imposte	-14.92	-5.92	-12.11
<i>% su Utile ante imposte</i>	37.69%	20.9%	34.8%
Utile netto	24.66	22.41	22.70
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	8.4%	6.7%	6.5%

Analizzando i **dati dei 9 mesi 2002** possiamo notare che il peggioramento delle condizioni di acquisto delle materie prime (fortemente legate all'andamento del petrolio) e il più alto profilo professionale medio dell'azienda (che eleva il costo del personale) **hanno impattato sulla redditività, scesa al 19.1% dal 21.5% a livello lordo e all'11.3% dal precedente 14.2% in termini netti.**

Sottolineiamo tuttavia che la capogruppo si distingue anche in questo frangente, evidenziando un miglioramento dell'Ebitda margin (+27.8% dal 27.3% dei 9 mesi 2001) ed una sostanziale tenuta del margine netto (Ebit margin a 19.8% dal 20% del 2001).

L'utile netto, sostanzialmente dimezzato, ha invece risentito del doppio impatto delle ridotta marginalità e del nuovo regime fiscale introdotto con il D.L. 209/2002, che ha elevato il prelievo al 54.4% dell'utile pretasse dal precedente 36.1%.

Fonte: Dati societari

CONTO ECONOMICO (EUR mln)	9M 2000	2000	9M 2001	2001	Q1 2002	Q2 2002	H1 2002	9M 2002	var %YoY
Margine operativo lordo	49.35	65.70	54.43	75.1	16.1	17.4	33.5	44.56	-18.1%
% su Ricavi delle vendite	19.8%	19.6%	21.1%	21.5%	21.4%	20.8%	21.1%	19.1%	
Ammortamenti totali		26.21	18.80	25.48	6.14	7.0	13.2	18.31	
Utile operativo netto	31.2	39.5	35.63	49.61	9.97	10.42	20.39	26.25	-26.3%
% su Ricavi delle vendite	12.5%	11.8%	13.8%	14.2%	13.3%	12.5%	12.8%	11.3%	
Utile ante imposte	24.21	28.33	24.57	34.8	7.55	7.2	14.7	17.90	-27.2%
% su Ricavi delle vendite	9.7%	8.5%	9.5%	10.0%	10.0%	8.6%	9.3%	7.7%	
Imposte	-9.22	-5.92	-8.88	-12.11	0.00	0.00	-7.00	-9.74	
% su Utile ante imposte	38.1%	20.9%	36.1%	34.8%	0.0%	0.0%	47.6%	54.4%	
Utile netto	14.99	22.41	15.69	22.7	7.6	7.2	7.7	8.16	-48.0%

Segnaliamo a livello patrimoniale il ridimensionamento della posizione finanziaria netta, scesa nel 2001 a EUR 82 mln da EUR 119 mln grazie alla riduzione del circolante e ai minori investimenti.

**La posizione
finanziaria netta**

Fonte: Dati societari

Stato Patrimoniale (EUR mln)	1999	2000	2001
PATRIMONIO NETTO TOTALE	134.58	148.70	165.447
Debiti finanziari a medio lungo termine			
Debiti vs. banche a lungo (mutui)	37.23	59.69	37.65
Debiti finanziari a breve termine			
Debiti vs. banche a breve	53.80	73.80	64.54
Altri debiti finanziari a breve		0.06	0.04
Disponibilità e crediti finanziari a breve termine			
Disponibilità liquide	-17.60	-14.15	-20.30
Attività finanziarie a breve termine	-2.02	-0.03	-0.06
Posizione finanziaria netta/(disponibilità)	71.41	119.36	81.86
<i>Variazione annua</i>	<i>71.4</i>	<i>48.0</i>	<i>-37.5</i>
Totale fonti	205.99	268.06	247.31
<i>Variazione annua</i>	<i>206.0</i>	<i>62.1</i>	<i>-20.8</i>

L'esposizione nei confronti del sistema bancario si è ridotta ulteriormente durante l'anno 2002, scendendo a settembre al di sotto dell'analogo periodo del 2001; segnaliamo contestualmente, però, il peggioramento del circolante, che risente notevolmente dell'allungamento dei termini di pagamento, complici anche le difficoltà congiunturali.

Fonte: Dati societari

Indicatori patrimoniali	2000	H1 2001	9M 2001	2001	H1 2002	9M 2002
CIRCOLANTE						
DOH magazzino	68	130	90	63	158	101
DOH crediti	76	148	91	64	213	129
DOH debiti	74	114	57	68	115	59
giorni totali	70	164	124	59	256	171
PFN	119.4	121.0	118.9	81.9	124.4	113.7
PFN/E	0.80	0.79	0.75	0.49	0.74	0.68

5.2 Le attese per il 2002

I risultati del terzo trimestre ci hanno confortato sulla tenuta del Gruppo e vediamo quali spunti positivi per la parte finale dell'anno:

- ▶ **l'entrata a regime dei nuovi prodotti** (interruttori civili serie System, interruttori magnetotermici compatti, sistemi per la domotica);
- ▶ **la risposta del piano di formazione** degli operatori del settore sui nuovi prodotti e del maggiore supporto commerciale;
- ▶ il sostegno delle **ristrutturazioni** nel comparto residenziale.

Tuttavia, dopo confronto con il management, riteniamo che il continuo deterioramento dello scenario economico nella parte finale dell'anno non possa essere controbilanciato con sufficiente forza dalle strategie aziendali; il 2002 dovrebbe pertanto chiudersi in linea con i dati del terzo trimestre, con una flessione dei ricavi delle vendite dell'11% circa, che si riflette nel seguente andamento geografico:

<i>Fonte: Stime Cofiri</i>					
Fatturato - variazioni %	2000	2001	H1 2002	9M 2002	2002
Gewiss Spa	20.3%	7.6%	-14.1%	-11.5%	-11.5%
Schupa GMBH	23.0%	0.7%	-16.5%	-17.0%	-20.0%
Merz GmbH	120.9%	-5.7%	0.7%	4.6%	2.0%
GERMANIA	34.4%	-0.5%	-13.5%	-13.3%	-16.0%
Gewiss France	102.6%	-11.2%	-15.8%	-17.3%	-19.0%
Gewiss Iberica & Portugal	21.1%	12.9%	19.5%	16.9%	11.5%
Gewiss UK	1.2%	-5.5%	6.7%	4.7%	4.8%

Nelle proiezioni abbiamo abbassato al 3.5% la quota di premi sul fatturato totale, incorporando solo parzialmente gli effetti della politica commerciale.

<i>Fonte: Dati societari</i>									
Breakdown fatturato (EUR mln)	9M 2000	2000	H1 2001	9M 2001	2001	H1 2002	9M 2002	2002	var %YoY
- Italia	137.35	186.63	96.10	139.07	195.12	84.67	124.84	174.58	-10.5%
- estero	111.83	147.74	82.65	118.77	154.22	74.17	107.90	137.21	-11.0%
Ricavi delle vendite	249.18	334.37	178.74	257.84	349.34	158.83	232.74	311.79	-10.7%
Premi sulle vendite	-8.011	-10.23	-5.73	-9.15	-13.82	-5.04	-7.83	-10.91	
% sconto	-3.21%	-3.06%	-3.21%	-3.55%	-3.96%	-3.17%	-3.36%	-3.50%	
RICAVI NETTI	241.17	324.14	173.01	248.69	335.52	153.79	224.91	300.88	-10.3%

Sul fronte costi, invece, riteniamo che le principali dinamiche siano le seguenti:

- ▶ **costi per materie prime** (principalmente plastiche) **in calo rispetto all'anno precedente** (in percentuale del fatturato) nonostante un leggero incremento nel secondo semestre;
- ▶ **costi per servizi in leggera crescita**, ipotizzando un incremento delle provvigioni sul venduto (al 3.5% dal 3.2% nel 2001);
- ▶ **costo del personale** in crescita percentuale, con un mix che vede **in riduzione il numero di dipendenti a fronte di un innalzamento del profilo medio e del costo del lavoro**.

Il margine operativo lordo è quindi atteso attorno a EUR 61 mln, pari a un -19% YoY, percentualmente in discesa a 19.5% dal 21.5% dell'anno precedente.

Margini

A fronte di ammortamenti in leggera crescita per gli investimenti sull'impianti per la gamma MTS, **l'Ebit dovrebbe attestarsi a quota EUR 33.4 mln, pari al 10.7% del fatturato, in calo dal 14.3% del 2001.**

A livello finanziario, i maggiori tempi di pagamento porteranno ad un incremento del circolante, le cui necessità di finanziamento dovrebbero portare ad un **incremento della posizione finanziaria netta a EUR 99.7 mln rispetto a EUR 81 mln del 2001.**

6 Le previsioni

6.1 Il mercato

Lo scenario di riferimento per i prossimi esercizi è stato delineato utilizzando la ripartizione societaria/geografica riportata nei conti Gewiss. Le assunzioni di fondo sono le seguenti:

- ▶ in **Italia**, per il 2003 prevediamo una **sostanziale tenuta del mercato**, che potrà beneficiare del prolungamento degli incentivi alle ristrutturazioni e di un mercato immobiliare ancora in crescita; a questo aggiungiamo che Gewiss SpA potrà trarre vantaggio anche dallo sviluppo dei paesi dell'Est Europa, supportati dalla crescente delocalizzazione produttiva e dai considerevoli investimenti infrastrutturali; a partire dal 2004 riteniamo che la ripresa economica sostenga anche la ripresa degli investimenti in infrastrutture in Italia (ricordiamo in tal senso il piano governativo da EUR 127 mld in 10, anni che potrebbe fornire degli upside sul fronte illuminazione stradale, area in cui Gewiss è presente principalmente all'estero);
- ▶ in **Germania**, primo mercato estero di Gewiss (circa 15% dei ricavi) connotato da un'estrema frammentazione sia sul fronte degli operatori che della regolamentazione (in Germania la normativa prevede che le disposizioni in materia vengano decise a livello di governo locale e non federale), ci attendiamo che il **mercato di riferimento rimanga depresso per tutto l'anno in corso**; a partire dal 2004 prevediamo una ripresa che sarà comunque, in termini percentuali, inferiore alla media;
- ▶ in **Francia**, condizioni economiche migliori rispetto alla Germania ed una capacità di reazione storicamente più marcata della Germania lasciano spazio per un recupero più rapido nel 2003; tuttavia, riteniamo che la Francia continuerà ad essere un mercato particolarmente difficile per Gewiss in conseguenza del duopolio nazionale sia a livello di produzione (Schneider e Legrand) che di distribuzione (Sonepar e Rexel), e che la penetrazione dei prodotti italiani sarà osteggiata ancora più che in passato;
- ▶ in **Spagna**, gli elevati tassi di crescita e di investimento ci consentono di attribuire al mercato iberico i maggiori tassi di sviluppo, sebbene ci attendiamo che questi tendano a ridursi a fronte di un trend sostenuto che dura ormai da qualche anno.

6.2 La politica aziendale

A livello *corporate*, invece, i principali fattori che determineranno l'andamento industriale di Gewiss sono i seguenti:

- ▶ **allargamento del nuovo modello commerciale a tutte le aree geografiche coperte**;
- ▶ completamento del **piano di concentrazione della gestione logistica internazionale**,
- ▶ **incremento dell'automazione produttiva** negli impianti non ancora modernizzati ed in particolare in Germania;
- ▶ consolidamento sui mercati esteri emergenti.

Riteniamo inoltre plausibile che, dopo la politica di accentramento logistico, il gruppo proceda entro l'arco di tempo analizzato (2003-2006) a dare inizio ad una **concentrazione produttiva in Italia** lasciando all'estero solo delle filiali commerciali. Tale operazione avrebbe un impatto significativo in termini di riduzione dei costi e di maggiore controllo dell'attività ed è suffragata dal fatto che le acquisizioni effettuate in passato avevano come principale *focus* la competenza tecnica e di prodotto del target e non la copertura geografica del mercato.

Abbiamo quindi delineato un profilo di crescita per area geografica (o società di riferimento) includendo nei conti della capogruppo gli *upside* derivanti dai mercati emergenti (Est Europa e Medio Oriente), riassunto nella tabella sottostante:

Fonte: Stime Cofiri

Fatturato - variazioni %	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Gewiss Spa	20.3%	7.6%	-11.5%	5.0%	7.5%	10.0%	12.0%
Schupa GMBH	23.0%	0.7%	-20.0%	0.0%	3.0%	4.1%	6.0%
Merz GmbH	120.9%	-5.7%	2.0%	1.0%	4.0%	6.0%	6.0%
GERMANIA	34.4%	-0.5%	-16.0%	0.2%	3.2%	4.5%	6.0%
Gewiss France	102.6%	-11.2%	-19.0%	2.0%	4.0%	5.0%	5.3%
Gewiss Iberica & Portugal	21.1%	12.9%	11.5%	10.0%	10.0%	9.0%	8.0%
Gewiss UK	1.2%	-5.5%	4.8%	6.0%	5.0%	5.0%	4.0%

Tali previsioni non incorporano *upside* specifici legati a settori di nicchia quale quello delle torrette multiuso per porti, area in cui Gewiss sta raccogliendo soddisfazioni: Gewiss è stata infatti invitata a fornire i propri prodotti per l'allestimento delle strutture portuali di Atene in occasione delle prossime Olimpiadi e, in caso di effettiva fornitura, l'evento offre un'ottima opportunità di promozione all'estero.

6.3 Le assunzioni di conto economico

Le previsioni sugli esercizi futuri di Gewiss incorporano un **cagr 2002-2006 dei ricavi pari al 7.7%** ed i premi sulle vendite sono calcolati in misura del 3% dei ricavi da vendite a partire dal 2003 e per tutto il restante orizzonte previsivo.

Vista la crescente adozione dell'euro quale moneta ufficiale per gli scambi verso l'Europa e l'incidenza limitata del fatturato in valute diverse dall'euro (2.5-5% dei ricavi totali), non abbiamo ritenuto necessario procedere a stime dell'effetto cambi.

Fonte: Stime Cofiri

CONTO ECONOMICO (EUR mln)	2001	2002	2003	2004	2005	2006
- Italia	195.123	174.58	183.31	197.06	216.77	242.78
- estero	154.22	137.21	142.72	151.23	161.74	174.15
Ricavi delle vendite	349.34	311.79	326.03	348.29	378.50	416.93
Premi sulle vendite	-13.82	-10.91	-9.78	-10.45	-11.36	-12.51
RICAVI NETTI	335.52	300.88	316.25	337.84	367.15	404.42
Variazione annua	3.5%	-10.3%	5.1%	6.8%	8.7%	10.2%

L'incidenza percentuale dei **costi delle materie prime**, che hanno subito nel corso degli ultimi 4 anni un notevole ridimensionamento, dovrebbe scendere nel 2003 a **circa il 26% dei ricavi da vendite** per effetto del **piano di accentrimento degli acquisti**; oltre tale data sono previsti su livelli costanti.

All'interno della voce "Prestazioni per servizi" (cagr 2002-2006 +7.7%) evidenziamo le seguenti dinamiche:

- ▶ i **compensi per terzisti** dovrebbero incrementarsi leggermente nel 2002 (9.3%) rispetto al 2001 per poi attestarsi a circa il **9% dei ricavi** per tutto il periodo di analisi;
- ▶ le spese per pubblicità e marketing, che nel 1999 e 2000 hanno risentito della realizzazione dei nuovi cataloghi, **manterranno l'andamento storico alternato**, dovuto alla partecipazione ad eventi fieristici settoriali biennali, ma impostato su un **trend leggermente crescente** per effetto della maggiore necessità di promozione dei singoli prodotti e del brand in generale;
- ▶ le **spese per trasporti**, dopo un 2002 stabile rispetto al 2001 (3.5% dei ricavi), sono attese incrementarsi a seguito della progressiva concentrazione del magazzino in

Italia e della parcellizzazione delle spedizioni derivante dal nuovo modello commerciale (non si consegnano più grandi lotti ai centri di acquisto ma ordini più ridimensionati direttamente ai rivenditori); riteniamo che tale voce **cresca sino a raggiungere nel 2004 circa il 3.8% dei ricavi**, stabilizzandosi successivamente su tali livelli;

- ▶ la maggiore automazione dovrebbe portare, in ultimo ad un **leggero incremento dei costi delle utenze**.

I **costi per godimento di beni di terzi** dovrebbero inizialmente ridursi per effetto dei risparmi sugli affitti dei magazzini esteri a seguito della concentrazione logistica in Italia, risentendo in misura marginale dei maggiori costi per le licenze SAP necessarie al completamento del network aziendale.

La dinamica ipotizzata per il **personale** prevede una stabilità in termini di numero di addetti nel 2003; dal 2004 riteniamo che la società, esportando il modello di vendita diretta anche in altri mercati, necessiti di un **potenziamento della forza vendita** che farà crescere, in misura marginale, il numero di addetti. In termini di costo, abbiamo ipotizzato una **crescita media annuale del costo medio attorno al 3%** che incorpora, oltre all'incremento dovuto all'inflazione, il più alto valore professionale dei dipendenti.

Tali assunzioni ci portano ad un **cagr 2002-2006 del margine operativo lordo del 14%**, che nel 2004 riporta Gewiss ai livelli di redditività del 1999 (Ebitda margin 22.8% contro il 23.3%) lasciando spazio ad una ulteriore crescita (24.6% nel 2005).

Ebitda

Fonte: Stime Cofiri

CONTO ECONOMICO (EUR mln)	2001	2002	2003	2004	2005	2006
RICAVI NETTI	335.52	300.88	316.25	337.84	367.15	404.42
<i>Variazione annua</i>	3.5%	-10.3%	5.1%	6.8%	8.7%	10.2%
Valore della produzione	343.06	307.27	322.89	344.88	374.75	412.73
<i>% su Ricavi delle vendite e prestazioni</i>	98.2%	98.6%	99.0%	99.0%	99.0%	99.0%
<i>Variazione annua</i>	3.1%	-10.4%	5.1%	6.8%	8.7%	10.1%
Materie prime e sussidiarie	97.42	86.37	85.42	91.25	99.17	109.23
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	27.9%	27.7%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%
Prestazioni di servizi	90.70	83.4	88.5	93.0	101.7	110.6
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	26.0%	26.7%	27.2%	26.7%	26.9%	26.5%
Godimento di beni di terzi	7.2	6.4	6.4	5.8	5.7	6.2
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	2.1%	2.1%	2.0%	1.7%	1.5%	1.5%
Variazione delle rimanenze di materie prime, merci	4.95	0.8	1.1	-0.4	2.2	2.8
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	1.4%	0.2%	0.3%	-0.1%	0.6%	0.7%
Oneri diversi di gestione	2.95	2.63	2.75	2.94	3.20	3.52
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
Totale costi	203.2	179.6	184.2	192.6	211.9	232.3
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	58.2%	57.6%	56.5%	55.3%	56.0%	55.7%
Valore Aggiunto	139.9	127.7	138.7	152.3	162.8	180.4
<i>% su Ricavi netti</i>	40.0%	41.0%	42.5%	43.7%	43.0%	43.3%
<i>crescita YoY</i>	6.1%	-8.7%	8.6%	9.8%	6.9%	10.8%
Costo del personale	63.70	65.91	67.94	70.15	72.96	76.60
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	18.2%	21.1%	20.8%	20.1%	19.3%	18.4%
Altri acc.ti	1.07	1.00	1.05	1.12	1.22	1.34
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
Acc.to fondo rischi		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Margine operativo lordo	75.09	60.8	69.7	81.0	88.7	102.5
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	21.5%	19.5%	21.4%	23.3%	23.4%	24.6%

Il miglioramento del profilo consolidato si confronta con livelli di redditività molto più elevati a livello di capogruppo: a fronte di un Ebitda margin consolidato del 21.5% nel 2001 e del 19.6% nel 2000, **Gewiss spa mostrava un margine lordo rispettivamente del 27.8% e del 24.7%**.

Gli **ammortamenti** incorporano un piano di investimenti che, oltre alla quota di mantenimento, ipotizza un esborso per un incremento del livello di automazione degli impianti pari a circa EUR 15 mln (indicativamente in linea con il valore della nuova linea di produzione installata a Cenate) diluiti nei tre anni; i dati al 2006 dovrebbero incorporare la cessazione degli ammortamenti (EUR 17 mln l'anno circa) delle immobilizzazioni in impianti storiche, che ammontano a circa il 30% delle immobilizzazioni materiali al 31/12/2002. **L'Ebit margin, con un cagr 2002-2006 del 21.5%, passa dal 10.7% del 2002 al 17.4% del 2006.**

Ebit

Come illustrato dalla società, la nuova politica commerciale avrà effetti benefici sulla **gestione finanziaria** a seguito della **riduzione degli sconti ai clienti**: abbiamo ipotizzato che già nel 2002 l'incidenza percentuale di tale voce scenda **all'1.3% dei ricavi dal precedente 1.9%** e che rimanga, in un'ottica prudenziale, su tale livello per tutto il periodo di osservazione.

La crescita dell'utile netto di periodo risente di un innalzamento del prelievo fiscale, che nel 2002 recepisce anche le maggiori imposte correnti pagate per il riconoscimento di perdite su partecipazioni, comunicate con i dati di Q3 2002.

Fonte: Stime Cofiri

CONTO ECONOMICO (EUR mln)	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Margine operativo lordo	75.09	60.8	69.7	81.0	88.7	102.5
% su Ricavi delle vendite	21.5%	19.5%	21.4%	23.3%	23.4%	24.6%
Amm.ti imm.ni materiali	21.84	23.96	25.23	28.38	30.13	23.76
Amm.ti imm.ni immateriali	3.1	3.1	3.8	4.6	5.1	5.5
Svalutazioni dei crediti compresi nell'AC e delle dis. Liq.	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
Utile operativo netto	49.61	33.36	40.29	47.52	52.98	72.64
% su Ricavi delle vendite	14.2%	10.7%	12.4%	13.6%	14.0%	17.4%
Gestione finanziaria netta	-12.74	-8.9	-8.3	-8.0	-7.7	-7.1
Poste straordinarie	-2.08	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Rettifiche di valore di attività finanziarie	0.02	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Utile ante imposte	34.81	24.5	32.0	39.5	45.2	65.6
% su Ricavi delle vendite	10.0%	8.1%	10.1%	11.7%	12.3%	16.2%
Imposte	-12.11	-12.0	-13.6	-16.5	-18.8	-26.7
% su Utile ante imposte	34.8%	49.1%	42.4%	41.8%	41.6%	40.7%
Utile netto	22.70	12.5	18.4	23.0	26.4	38.9
% su Ricavi delle vendite	6.5%	4.1%	5.8%	6.8%	7.2%	9.6%

6.4 Le assunzioni di stato patrimoniale

Le principali assunzioni di stato patrimoniale riguardano il nuovo profilo del circolante per effetto della politica commerciale e della concentrazione del magazzino.

Come illustrato in tabella, riteniamo che i giorni di rotazione di magazzino e crediti si alzino significativamente ad incorporare le più elevate necessità di stock complessive funzionali a fronteggiare in modo flessibile una parcellizzazione della domanda e le maggiori dilazioni di pagamento concesse ai rivenditori.

Per quanto riguarda i debiti commerciali, invece, non vediamo modificazioni significative.

Il circolante

Fonte: Stime Cofiri

Circolante	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Magazzino - DOH	64	68	63	73	73	69	69	69
Crediti Commerciali - DOH	87	76	64	95	90	90	90	90
Debiti commerciali - DOH	137	77	68	69	69	69	69	69

L'esposizione debitoria del Gruppo Gewiss è rappresentata principalmente da un prestito bancario a lungo termine (scadenza gennaio 2004, indicizzato al tasso Euribor 3 mesi) per

Il debito

EUR 75 mln, erogato nel 2001, e da debito a breve su conto corrente. **Il tasso di interesse medio, utilizzato anche nel calcolo del Wacc, è stato calcolato in misura del 4%.**

Per quanto riguarda il patrimonio netto, i fondi presentano una notevole disponibilità inutilizzata (riserva straordinaria pari a EUR 54 mln a fine 2002) e, visti i flussi operativi attesi (media 2002-2006 pari a circa EUR 50 mln l'anno), **riteniamo che il gruppo sia sovracapitalizzato.**

Abbiamo quindi **ipotizzato che la società innalzi gradualmente il payout ratio** rispetto ai livelli storici, raggiungendo nel 2006 un monte dividendi pari al 40% dell'utile d'esercizio, corrispondente ad una crescita composta 2002-2006 del dividendo per azione del 40% circa.

[Payout](#)

Fonte: Stime Cofiri

Remunerazione azionisti	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Payout ratio	24%	27%	27%	27%	30%	33%	36%	40%
dividendo per azione (EUR)	0.05	0.05	0.05	0.02	0.04	0.05	0.07	0.12

7 La valutazione

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

7.1 Valutazione *Discounted Cash Flow*

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

Il **tasso risk-free lordo è pari al 4.5%**, il **premio di mercato è stato assunto pari al 4%** ed il **beta rispetto all'indice Mibtel (0.74)** è stato calcolato sulla base delle rilevazioni settimanali Bloomberg a partire da gennaio 2001.

Come già accennato il costo lordo del debito rispecchia il bilanciamento del debito a lungo a tassi molto contenuti con invece un'incidenza superiore per quanto riguarda i finanziamenti di conto corrente bancario. Il **rapporto D/E per il terminal value**, che riflette una **struttura finanziata all'80% da equity**, è stato ipotizzato in linea con i valori degli ultimi due esercizi, calcolati a prezzi di mercato (16% nel 2000 e 19.5% nel 2001).

Il **tasso di crescita perpetua** è in linea con il tasso di lungo periodo di crescita dell'economia (**1.5%**).

<i>Fonte: Stime Cofiri</i>					
WACC	2003	2004	2005	2006	Term. Value
Risk-free rate (Btp 10y gross yield)	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.5%
Risk Premium	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.0%
β vs MIBTEL	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74
Cost of Equity	7.46%	7.46%	7.46%	7.46%	7.46%
Equity/(Deb+Equity)	82.9%	85.5%	87.6%	92.0%	80.0%
Gross Cost of Debt	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
Tax rate	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
Net Cost of Debt	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
Deb/(Deb+Equity)	17.1%	14.5%	12.4%	8.0%	20.0%
WACC	6.39%	6.76%	6.86%	7.07%	6.50%
Long-Term growth rate					1.50%

Le assunzioni sinora descritte portano ad una **valutazione secondo il metodo DCF pari a EUR 4.27 per azione**.

<i>Fonte: Stime Cofiri</i>		
Valutazione a DCF 2003-2006		
F. EV= NPV (OP. FCF)		588.37
<i>Terminal Value</i>		496.63
<i>Flussi</i>		91.75
Multiplo EV/Ebitda implicito nel terminal value		5.22x
-Net Debt		-79.21
-Minority Interest		0.00
Equity Value (EUR mln)		509.2
Equity Value per Share (EUR)		4.24
Days from the beginning of the year	01/01/03	02/07/03
Mid year effect (multiplier)		1.006
Target price		4.27

Sensitivity						
	g	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%
tasso risk-free	3.5%	4.58	4.83	5.11	5.43	5.79
	4.0%	4.21	4.42	4.65	4.92	5.21
	4.5%	3.89	4.07	4.27	4.49	4.73
	5.0%	3.62	3.77	3.94	4.13	4.33
	5.5%	3.38	3.51	3.66	3.82	4.00

7.2 Valutazione a multipli di mercato

Nella tabella seguente riportiamo i multipli dei primari comparables di Gewiss: Schneider, uno dei due leader della distribuzione di materiale elettrico (Rexel) e i 3 principali gruppi attivi nel settore elettrico, che presentano tuttavia un portafoglio attività diversificato (Siemens e Abb) o non coerente con Gewiss (Chloride).

Paniere	EV/Sales		EV/Ebitda		EV/Ebit	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003
Schneider Electric	1.02x	0.98x	6.72x	6.07x	9.57x	8.49x
Rexel	0.39x	0.38x	7.74x	7.06x	10.11x	8.84x
Siemens	0.39x	0.41x	4.82x	4.87x	12.21x	11.17x
Abb	0.29x	0.29x	6.45x	4.80x	18.30x	9.05x
Chloride	0.56x	0.53x	7.67x	6.21x	13.80x	10.96x

Fonte: Consensus JCF al 24/01/2003

La scelta di tale paniere sarebbe penalizzante per Gewiss ed anche poco corretta. Data la focalizzazione del business e gli alti livelli di redditività riteniamo che sia più opportuno valorizzare Gewiss sulla base dei multipli dell'operatore più direttamente confrontabile in termini di aree di attività, dimensioni e di redditività, ossia Legrand, piuttosto che multipli espressione di un paniere di titoli molto diversificati. **Applichiamo pertanto l'ultima valorizzazione "di mercato" di Legrand, ossia il multiplo EV/Ebitda implicito nella cessione del dicembre scorso (cfr pag.13).**

Fonte: Elaborazioni Cofiri

Multipli di valutazione 2003	
Ebitda	69.74
Multiplo EV/Ebitda cessione Legrand	8.10x
EV	564.85
Net Debt	-79.21
Equity Value	485.64
Equity Value per share (EUR)	4.05

7.3 Conclusioni

Ponderando al 50% le valutazioni a DCF e a multipli otteniamo un target price pari a EUR 4.16, corrispondente ad un upside del 26% circa rispetto agli attuali corsi del titolo.

Target price
ponderato: EUR
4.16

Fonte: stime Cofiri

Ponderazione metodi di valutazione		
DCF		4.27
Multipli		4.05
ponderazione	50.0%	4.16

8 Appendice

8.1 Flussi per la valutazione

Flussi operativi (EUR mln)	2003	2004	2005	2006
Utile operativo netto	40.3	47.5	53.0	72.6
Amm.to imm.ni materiali	25.2	28.4	30.1	23.8
Amm.to imm.ni immateriali	3.8	4.6	5.1	5.5
Flusso di circolante della gestione corrente	69.3	80.6	88.2	102.0
Variazione CCN	6.3	-1.3	-6.3	-8.0
Flusso di cassa della gestione corrente	75.7	79.3	81.9	93.9
Inv./disinv. Imm.ni materiali	-27.5	-28.0	-31.0	-25.5
Inv./disinv. Imm.ni immateriali	-3.0	-5.0	-4.0	-4.5
Variazioni di fondi	0.5	0.5	0.6	2.3
INVESTIMENTI FISSI NETTI	-30.0	-32.5	-34.4	-27.7
Flusso di cassa della gestione operativa	45.7	46.9	47.5	66.2
Oneri finanziari netti	-8.3	-8.0	-7.7	-7.1
Dividendi	-3.4	-5.5	-7.6	-9.5
Variazione altre poste a medio lungo termine	0.0	0.0	0.0	0.0
Imposte	-13.6	-16.5	-18.8	-26.7
Saldo gestione finanziaria/fiscale	-25.3	-30.1	-34.2	-43.3
Flusso di cassa disponibile per l'impresa	20.43	16.79	13.28	22.90
Variazioni deb fin a breve al netto var cred fin a breve	-18.5	-9.4	-3.0	-10.0
Variazioni deb fin a m/l al netto var cred fin a m/l	-2.0	-7.4	-10.3	-12.9
Flusso di cassa disponibile per l'azionista	0.0	0.0	0.0	0.0
Posizione finanziaria netta iniziale	99.6	79.2	62.4	49.1
Posizione finanziaria netta finale	79.2	62.4	49.1	26.2
Variazione della posizione finanziaria netta	-20.43	-16.79	-13.28	-22.90

Flussi per la valutazione	2003	2004	2005	2006	Terminal Value
Utile operativo netto	40.3	47.5	53.0	72.6	62.8
Imposte - Irpeg (sull'Utile operativo netto)	-13.70	-16.16	-18.01	-24.70	-21.4
Imposte - IRAP	-4.64	-5.05	-5.40	-6.40	-5.9
Amm.to Imm.ni materiali	25.2	28.4	30.1	23.8	26.9
Amm.to Imm.ni immateriali	3.8	4.6	5.1	5.5	5.3
Flussi di cassa della gestione (flusso di circolante)	51.0	59.3	64.8	70.8	67.8
Variazione CCN	6.3	-1.3	-6.3	-8.0	-7.2
Inv./disinv. Imm.ni materiali	-27.5	-28.0	-31.0	-25.5	-28.3
Inv./disinv. Imm.ni immateriali	-3.0	-5.0	-4.0	-4.5	-4.3
Inv./disinv. Imm.ni finanziarie	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flusso di cassa disponibile per l'impresa	26.8	25.1	23.4	32.8	28.1

8.2 Conto Economico

CONTO ECONOMICO (EUR mln)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
- Italia		186.63	195.123	174.58	183.31	197.06	216.77	242.78
- estero		147.74	154.22	137.21	142.72	151.23	161.74	174.15
Ricavi delle vendite	292.15	334.37	349.34	311.79	326.03	348.29	378.50	416.93
Premi sulle vendite	-10.88	-10.23	-13.82	-10.91	-9.78	-10.45	-11.36	-12.51
RICAVI NETTI	281.27	324.14	335.52	300.88	316.25	337.84	367.15	404.42
<i>Variazione annua</i>	29.8%	15.2%	3.5%	-10.3%	5.1%	6.8%	8.7%	10.2%
Valore della produzione	291.13	332.85	343.06	307.27	322.89	344.88	374.75	412.73
<i>% su Ricavi delle vendite e prestazioni</i>	99.7%	99.5%	98.2%	98.6%	99.0%	99.0%	99.0%	99.0%
<i>Variazione annua</i>		14.3%	3.1%	-10.4%	5.1%	6.8%	8.7%	10.1%
Materie prime e sussidiarie	87.67	108.12	97.42	86.37	85.42	91.25	99.17	109.23
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	30.0%	32.3%	27.9%	27.7%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%
Prestazioni di servizi	80.08	93.12	90.70	83.4	88.5	93.0	101.7	110.6
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	27.4%	27.8%	26.0%	26.7%	27.2%	26.7%	26.9%	26.5%
Godimento di beni di terzi	4.73	6.39	7.2	6.4	6.4	5.8	5.7	6.2
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	1.6%	1.9%	2.1%	2.1%	2.0%	1.7%	1.5%	1.5%
Variazione delle rimanenze di materie prime, merci	-3.13	-9.09	4.95	0.8	1.1	-0.4	2.2	2.8
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	-1.1%	-2.7%	1.4%	0.2%	0.3%	-0.1%	0.6%	0.7%
Oneri diversi di gestione	2.03	2.48	2.95	2.63	2.75	2.94	3.20	3.52
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
Totale costi	171.37	201.02	203.2	179.6	184.2	192.6	211.9	232.3
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	58.7%	60.1%	58.2%	57.6%	56.5%	55.3%	56.0%	55.7%
Valore Aggiunto	119.76	131.83	139.9	127.7	138.7	152.3	162.8	180.4
<i>% su Ricavi netti</i>	41.0%	39.4%	40.0%	41.0%	42.5%	43.7%	43.0%	43.3%
<i>crescita YoY</i>		10.1%	6.1%	-8.7%	8.6%	9.8%	6.9%	10.8%
Costo del personale	51.38	65.84	63.70	65.91	67.94	70.15	72.96	76.60
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	17.6%	19.7%	18.2%	21.1%	20.8%	20.1%	19.3%	18.4%
Altri acc.ti	0.43	0.29	1.07	1.00	1.05	1.12	1.22	1.34
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
Acc.to fondo rischi				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Margine operativo lordo	67.95	65.70	75.09	60.8	69.7	81.0	88.7	102.5
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	23.3%	19.6%	21.5%	19.5%	21.4%	23.3%	23.4%	24.6%
Amm.ti imm.ni materiali	18.98	22.06	21.84	23.96	25.23	28.38	30.13	23.76
Amm.ti imm.ni immateriali	2.53	2.87	3.1	3.1	3.8	4.6	5.1	5.5
Svalutazioni dei crediti compresi nell'AC e delle dis. Li	1.19	1.28	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
Utile operativo netto	45.3	39.49	49.61	33.36	40.29	47.52	52.98	72.64
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	15.5%	11.8%	14.2%	10.7%	12.4%	13.6%	14.0%	17.4%
Gestione finanziaria netta	-7.11	-10.61	-12.74	-8.9	-8.3	-8.0	-7.7	-7.1
Poste straordinarie	1.54	-0.57	-2.08	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Rettifiche di valore di attività finanziarie	-0.11	0.02	0.02	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Utile ante imposte	39.58	28.33	34.81	24.5	32.0	39.5	45.2	65.6
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	13.5%	8.5%	10.0%	8.1%	10.1%	11.7%	12.3%	16.2%
Imposte	-14.92	-5.92	-12.11	-12.0	-13.6	-16.5	-18.8	-26.7
<i>% su Utile ante imposte</i>	37.69%	20.9%	34.8%	49.1%	42.4%	41.8%	41.6%	40.7%
Utile netto	24.66	22.41	22.70	12.5	18.4	23.0	26.4	38.9
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	8.4%	6.7%	6.5%	4.1%	5.8%	6.8%	7.2%	9.6%

8.3 Fonti

FONTI (EUR mln)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Capitale sociale	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00
Riserve da sovrapprezzo azioni	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10
Riserva legale	4.13	5.39	6.51	7.64	8.26	9.18	10.33	11.65
Altre riserve	38.83	55.78	70.11	86.71	86.71	86.71	86.71	86.71
Riserve e utili portati a nuovo	1.18	2.029	3.033	1.87	10.34	22.30	36.56	52.16
Utile netto di esercizio	25.07	22.41	22.70	12.46	18.40	23.00	26.43	38.86
PATRIMONIO NETTO TOTALE	134.58	148.70	165.447	171.78	186.82	204.29	223.13	252.48
Debiti finanziari a medio lungo termine								
Debiti vs. banche a lungo (mutui)	37.23	59.69	37.65	41.53	39.55	32.16	21.87	9.01
Debiti finanziari a breve termine								
Debiti vs. banche a breve	53.80	73.80	64.54	69.78	51.32	41.92	38.93	28.90
Altri debiti finanziari a breve		0.06	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Disponibilità e crediti finanziari a breve termine								
Disponibilità liquide	-17.60	-14.15	-20.30	-11.60	-11.60	-11.60	-11.60	-11.60
Attività finanziarie a breve termine	-2.02	-0.03	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06
Posizione finanziaria netta/(disponibilità)	71.41	119.36	81.86	99.65	79.21	62.42	49.14	26.25
<i>Variazione annua</i>	<i>71.4</i>	<i>48.0</i>	<i>-37.5</i>	<i>17.8</i>	<i>-20.4</i>	<i>-16.8</i>	<i>-13.3</i>	<i>-22.9</i>
Totale fonti	205.99	268.06	247.31	271.43	266.03	266.72	272.28	278.73
<i>Variazione annua</i>	<i>206.0</i>	<i>62.1</i>	<i>-20.8</i>	<i>24.1</i>	<i>-5.4</i>	<i>0.7</i>	<i>5.6</i>	<i>6.5</i>

8.4 Impieghi

IMPIEGHI (EUR mln)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Rimanenze								
Magazzino	51.03	62.72	59.86	62.27	65.12	65.94	71.66	78.94
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	<i>17.47%</i>	<i>18.76%</i>	<i>17.14%</i>	<i>19.97%</i>	<i>19.97%</i>	<i>18.93%</i>	<i>18.93%</i>	<i>18.93%</i>
Crediti commerciali								
Crediti vs. clienti	69.53	69.57	61.27	81.15	80.39	85.88	93.33	102.80
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	<i>23.8%</i>	<i>20.8%</i>	<i>17.5%</i>	<i>26.0%</i>	<i>24.7%</i>	<i>24.7%</i>	<i>24.7%</i>	<i>24.7%</i>
Altre attività								
Crediti verso altri	11.29	16.34	6.38	6.26	6.55	6.99	7.60	8.37
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	<i>3.9%</i>	<i>4.9%</i>	<i>1.8%</i>	<i>2.0%</i>	<i>2.0%</i>	<i>2.0%</i>	<i>2.0%</i>	<i>2.0%</i>
Crediti verso controllate e collegate	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>
Ratei e risconti attivi	0.74	0.45	0.59	0.53	0.55	0.59	0.64	0.71
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	<i>0.3%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.2%</i>
Debiti commerciali								
Debiti vs. fornitori	-105.95	-68.01	-62.16	-58.94	-61.63	-65.84	-71.55	-78.82
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	<i>-36.3%</i>	<i>-20.3%</i>	<i>-17.8%</i>	<i>-18.9%</i>	<i>-18.9%</i>	<i>-18.9%</i>	<i>-18.9%</i>	<i>-18.9%</i>
Altre passività								
Acconti	-0.74	-0.70	-1.41	-1.87	-1.85	-1.98	-2.15	-2.37
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	<i>-0.3%</i>	<i>-0.2%</i>	<i>-0.4%</i>	<i>-0.6%</i>	<i>-0.6%</i>	<i>-0.6%</i>	<i>-0.6%</i>	<i>-0.6%</i>
Ratei e risconti passivi	-0.96	-1.16	-1.03	-0.92	-0.96	-1.03	-1.12	-1.23
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	<i>-0.3%</i>	<i>-0.3%</i>	<i>-0.3%</i>	<i>-0.3%</i>	<i>-0.3%</i>	<i>-0.3%</i>	<i>-0.3%</i>	<i>-0.3%</i>
Debiti tributari	-2.74	-6.53	-4.72	-8.00	-5.44	-5.81	-6.31	-6.95
- stanziamento x maggiori imposte correnti				-3.79				
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	<i>-0.9%</i>	<i>-2.0%</i>	<i>-1.4%</i>	<i>-2.6%</i>	<i>-1.7%</i>	<i>-1.7%</i>	<i>-1.7%</i>	<i>-1.7%</i>
Debiti vs. altri finanziatori commerciali (a breve)	-1.35	0.00	0.0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	<i>-0.5%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>
Altri debiti	-12.71	-9.86	-8.84	-8.38	-8.77	-9.37	-10.18	-11.21
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	<i>-4.4%</i>	<i>-2.9%</i>	<i>-2.5%</i>	<i>-2.7%</i>	<i>-2.7%</i>	<i>-2.7%</i>	<i>-2.7%</i>	<i>-2.7%</i>
Debiti verso istituti previdenziali	-3.12	-2.60	-2.42	-2.16	-2.26	-2.41	-2.62	-2.89
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	<i>-1.1%</i>	<i>-0.8%</i>	<i>-0.7%</i>	<i>-0.7%</i>	<i>-0.7%</i>	<i>-0.7%</i>	<i>-0.7%</i>	<i>-0.7%</i>
Fondi per rischi ed oneri								
Fondi per rischi ed oneri	-10.83	-3.87	-6.44	-2.66	-2.66	-2.66	-2.66	-2.66
<i>% su Ricavi delle vendite</i>	<i>-3.7%</i>	<i>-1.2%</i>	<i>-1.8%</i>	<i>-0.9%</i>	<i>-0.8%</i>	<i>-0.8%</i>	<i>-0.7%</i>	<i>-0.6%</i>
Capitale circolante netto	-5.31	56.36	48.61	75.39	69.04	70.32	76.65	84.70
<i>Variazione annua</i>	<i>-5.3</i>	<i>61.7</i>	<i>-7.7</i>	<i>26.8</i>	<i>-6.3</i>	<i>1.3</i>	<i>6.3</i>	<i>8.0</i>
Fondo TFR	-9.66	-10.06	-10.47	-10.99	-11.52	-12.07	-12.64	-14.94
Imm.ni immateriali nette	13.56	13.24	11.20	14.48	13.69	14.04	12.97	11.94
Imm.ni finanziarie	1.39	2.00	1.72	1.171	1.171	1.171	1.171	1.171
Imm.ni materiali nette	206.00	206.53	196.26	191.37	193.64	193.26	194.13	195.87
Attivo fisso netto	211.29	211.71	198.70	196.04	196.98	196.40	195.63	194.03
<i>Variazione annua</i>	<i>211.3</i>	<i>0.4</i>	<i>-13.0</i>	<i>-2.7</i>	<i>0.9</i>	<i>-0.6</i>	<i>-0.8</i>	<i>-1.6</i>
Capitale investito netto	205.99	268.06	247.31	271.43	266.03	266.72	272.28	278.73

Questa pagina è stata lasciata intenzionalmente vuota.

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 06/02/2003 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 07/02/2003, 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 07/02/2003 il Gruppo Cofiri non ha specifici interessi nell'emittente.

