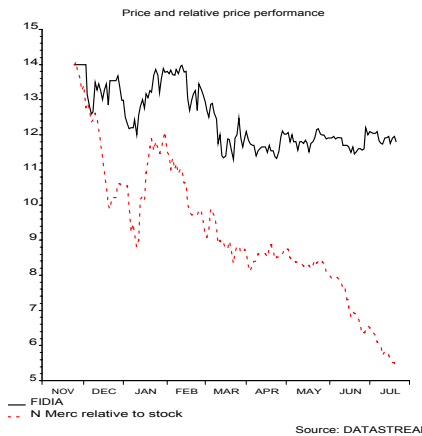


Risultati 2000

Fidia

Hold

Prezzo Ord: €11.901



31 dic	2000A	2001E	2002E	2003E
Sales (€ mil)	41.988	48.015	54.178	61.810
EBITDA (€ mil)	8.405	7.301	8.739	10.467
EBITDA/Sales	20.0%	15.2%	16.1%	16.9%
EBIT (€ mil)	6.528	5.345	6.545	8.080
EBIT/Sales	15.5%	11.1%	12.1%	13.1%
Net Profit (€ mil)	3.621	3.490	4.194	5.149
EPS (€)	0.797	0.743	0.892	1.096
CEPS (€)	0.425	1.042	1.038	1.033

Fonte: Dati societari, stime Caboto SIM

Prezzo Ord (19/07/01)	€11.901	
Settore	Industriale	
Reuters	FDA.MI	
Bloomberg	FDA IM	
Indice Numtel	2,392	
Capitalizz. (€ mil)	55.9	
N. azioni (m) ord	4.7	
Flottante	33.165%	
Principale azionista		
Morfino Giuseppe	66.835%	
9 m Max/Min (€)	14.000 / 11.300	
Volumi medi (30gg)	1,800	
Tasso di cambio	US\$/€	0.8723
	L/€	1.936,27
Performance relativa – Nuovo Mercato		
	1 wk	1 m
	6.1%	23.5%
		3 m
		41.3%

Commenti FY '00 Stante Il Ruolo Caboto di Specialist

Questa ricerca si basa su informazioni e dati ritenuti affidabili. Caboto non ne può garantire l'esattezza e può avere un specifico interesse collegato ai soggetti, ai valori mobiliari o alle operazioni oggetto di analisi. Lo studio ha lo scopo di fornire unicamente informazioni aggiornate ed accurate e non è quindi un'offerta o un invito a comprare o vendere i titoli in oggetto. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome CABOTO.

Aspettando le Giuste Acquisizioni. HOLD

- La crescita superiore alle nostre attese dei Sistemi di Fresatura (+20.7% vs +15%), ha permesso a Fidia di oltrepassare i ricavi da noi previsti per il FY00 ma non ha consentito di centrare gli obiettivi di redditività stimati. Il Valore della produzione, in crescita del 12% sul '99, è stato di 45.4 €mil (44.26 €mil ns stime), mentre l'EBITDA ha raggiunto 8.4 €mil (8.7 €mil ns stime) e l'EBIT si è attestato a 6.5 €mil (6.6 €mil ns stime). L'Utile Netto, particolarmente elevato grazie a contributi alla ricerca eccezionalmente elevati, è stato di 3.6 €mil (3.4 €mil ns stime). Al 31/12/00, la PFN era positiva per 12.1 €mil beneficiando dei 14.85 €mil di fondi netti raccolti in sede di IPO.
- Nel nostro nuovo piano, proiettiamo tassi di crescita superiori di qualche punto percentuale a quelli fissati in sede di collocamento ma con una marginalità inferiore a causa di un Sales mix più sfavorevole. Stimiamo il Valore della Produzione al '04 in 72.14 €mil (CAGR 01-04 del 14%), un EBITDA in forte espansione a 13 €mil (CAGR 01-04 dell'11.5%), un EBIT a 10.5 €mil (CAGR 01-04 12.6%) e un Utile Netto, che si avvantaggia fino al '03 della Super Dit, di 6 €mil (CAGR '01-'04 del 13.4%). L'ingente liquidità disponibile (17.6 €mil al 31/03/01), abbinata alla capacità di generare cash-flow positivi, merito di un piano d'investimenti contenuto (10 €mil nel periodo) e un CCN in definitiva sotto controllo, lasciano ampi spazi di manovra sul fronte delle acquisizioni.
- Utilizzando il DCF, otteniamo una valutazione pari a 12.7€, leggermente superiore a quella espressa dal mercato. Da un confronto con i multipli di società industriali italiane, emerge che Fidia oggi quota in linea con i valori medi dei peers (EV/EBIT '01 medio 7.5x vs 7.8x di Fidia.). Iniziamo quindi la copertura di Fidia con una raccomandazione di **HOLD** e un target price di 12.5€ in attesa di qualche importante acquisizione che rafforzi la divisione dei CNC (controlli numerici computerizzati e software CAM).

20 Luglio 2001

Luca Bacocoli +3902 8633 5026

luca.bacocoli@caboto.it

Indice

INVESTMENT OPINION	2
LA VALUTAZIONE	3
CONCLUSIONI.....	5
STIME.....	6

Investment Opinion

FIDIA: uno dei principali produttori di sistemi di fresatura ad alta velocità

Fidia è uno dei principali produttori di sistemi di fresatura ad alta velocità (HSC), una nicchia di mercato dei sistemi di fresatura che si contraddistingue per l'impiego di tecnologie avanzate, per l'elevato livello di personalizzazione dei prodotti e per gli alti margini. Fidia è stata una delle prime aziende ad introdurre i sistemi di fresatura ad alta velocità nel mercato, ed oggi è l'unica azienda al mondo capace di produrre tutta la gamma integrata di prodotti: CAM, controlli numerici computerizzati (CNC), sistemi di fresatura e servizi post-vendita.

R&S: la chiave del successo

Le ingenti risorse dedicate all'attività di R&S (in media il 7-8% dei ricavi) a cui sono preposti stabilmente 40 ricercatori, ha permesso a Fidia di diventare leader nelle tecnologie di lavorazione di forme complesse e di guadagnare il primato nell'innovazione: nel 1974 primi nell'utilizzo del minicalcolatore nell'ambito del CNC, nel 1976 primi nella digitalizzazione del modello di stampo, nel 1990 primi nell'introduzione della tecnologia dell'alta velocità, nel 1995 primi nell'introduzione di Windows NT nell'ambito del CNC e nel 1996 primi nello sviluppo di soluzioni CAM integrate nel CNC. Inoltre, Fidia partecipa in collaborazione con Enti di ricerca europei a 13 progetti finanziati dall'UE e a 4 progetti finanziati dal MURST (Ministero dell'Università e della Ricerca Scientifica e Tecnologica) vantando 10 brevetti di cui 3 in fase di approvazione.

Un settore in forte espansione

Il mercato mondiale dei sistemi di fresatura è stato stimato alla fine del '00 tra i 7,750 e 10,350 €mil. In questo mercato, la nicchia in cui opera Fidia (i sistemi di fresatura ad alta velocità), rappresenta circa il 10%, percentuale destinata a raddoppiare entro la fine del '03 grazie ai vantaggi offerti dalla tecnologia ad alta velocità rispetto a quella tradizionale: i) migliore e più precisa finitura di stampi, ii) ciclo produttivo dello stampo più breve, e iii) riduzione delle operazioni di rifinitura manuale.

Crescita a double digits in tutte le aree

Per i prossimi anni ci aspettiamo tassi di crescita a doppie cifre (più elevati di quelli stimati in sede di collocamento), grazie agli ottimi risultati commerciali, che si stanno registrando in Cina e in Usa (dove sono state investite ingenti risorse per lo sviluppo di una rete commerciale più capillare), e al lancio di nuovi prodotti sia nei sistemi di fresatura ad alta velocità che in quello dei software CAM. Per il '01 stimiamo un Valore della Produzione in crescita del 9.1%, a 49.6 €mil, merito principalmente della forte espansione della divisione

HSC (+22.8% y/y a 30 €mil). Nel '04 il Valore della Produzione dovrebbe raggiungere i 72 €mil, trainato da un più brillante andamento della divisione CNC/CAD a partire dal '02 (in crescita tra il 12 e il 15%) e uno sviluppo sempre a doppie cifre della divisione HSC (tra il 13% e il 15%) anche se inferiore a quella dell'ultimo biennio.

***Dal prossimo anno il
miglioramento dei
margini***

Il notevole sviluppo del mercato dei sistemi di fresatura ad alta velocità, che si caratterizza per una marginalità inferiore a quella delle altre aree (13.5% vs 16.5% a livello di EBITDA margin), avrà un impatto negativo sulla redditività, che continuerà a migliorare ma meno di quanto previsto nel precedente piano. Stimiamo un EBITDA di gruppo per il '01 di 7.3 €mil, in diminuzione rispetto al dato del '00 (8.4 €mil) a causa i) dei maggiori costi sopportati per espandersi nei mercati esteri prima non coperti adeguatamente (Usa e Cina), ii) della forte espansione dell'organico (326 dipendenti circa al '01 vs 296 al '00) e iii) come conseguenza di contributi alla ricerca più contenuti (2.3 €mil nel '00, 1.5 €mil '01). La marginalità riprenderà a crescere dal prossimo anno grazie a minori spese, alle economie di scala e al lancio di nuovi prodotti a più alta redditività. Al '04 l'EBITDA stimiamo raggiunga i 13 €mil (EBITDA margin del 18%) e l'EBIT i 10.5 €mil (ROS del 14.5% al '04, 10.8% previsto per quest'anno).

***In attesa delle acquisizioni
giuste***

La liquidità a disposizione di Fidia, che a fine Marzo ammontava a 17.6 €mil, deriva in larga parte dai proceeds del collocamento in borsa. Le acquisizioni pianificate dalla società nella divisione CNC/CAD non sono state ancora finalizzate a causa dei prezzi troppo elevati richiesti dalle controparti. Ci sembra tuttora difficile che possano arrivare novità a breve su questo fronte. Ci auspichiamo tuttavia che vengano concluse acquisizioni nella divisione CNC/CAD così da aumentarne le potenzialità attraverso una crescita esterna. Ciò avrebbe inoltre degli importanti vantaggi sul fronte della redditività dato l'effetto controdiluitivo di questa linea di business sui conti del gruppo. In caso di un'eventuale acquisizione nell'ambito della divisione HSC il nostro giudizio sarebbe positivo solo se il prezzo pagato sia tale da giustificare l'effetto diluitivo sui margini della società. Infatti essendo Fidia un operatore di nicchia si contraddistingue per l'elevata qualità dei prodotti e quindi per una marginalità superiore a quella degli altri operatori del settore. Inoltre la divisione HSC ha delle buone potenzialità di crescita interna che non rendono necessaria un'acquisizione se non a condizioni vantaggiose. Attendiamo pertanto sviluppi sul fronte delle acquisizioni che, a determinate condizioni, potrebbero fornire l'occasione per un re-rating del titolo.

La valutazione

Abbiamo valutato Fidia utilizzando il DCF e i multipli. Nel primo caso otteniamo un fair value (circa 12.7€ per azione) superiore a quello di mercato mentre nel secondo caso otteniamo una valutazione max di 109 €mil (23€ per azione, EV/Sales '02 del campione Italia/Estero) ed una valutazione minima di 38.6 €mil (8.2€ per azione, P/CEPS '02 del campione di sole aziende italiane).

Tabella 1: DCF Ipotesi

N. di Anni Considerati	9
Beta	0.9
Free Risk	5.2%
Market Premium	4.0%
WACC (Costo Medio Ponderato del Capitale)	8.8%
LTG (g)	2.5%

Fonte: Stime Caboto SIM

Tabella 2: DCF Valuation – Sensitivity Analysis

		WACC		
		8.8%	9.2%	9.6%
LTG (g)	2.5%	61	60	59
	3.0%	63	62	61
	3.5%	66	65	64

Fonte: Stime Caboto SIM

Tabella 3: Free Operating Cash Flow 2000A-2009E

(€ mil)	2000A	2001E	2002E	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E
Sales	45.42	49.56	55.73	63.36	72.17	79.39	84.94	89.19	91.86	
Inc. %	13.9%	9.1%	12.4%	13.7%	13.9%	10.0%	7.0%	5.0%	3.0%	
EBIT	6.5	5.3	6.5	8.1	10.5	11.1	11.6	12.0	11.9	
ROS %	14.4%	10.8%	11.7%	12.8%	14.5%	14.0%	13.6%	13.4%	13.0%	
Consolidated Tax Rate %	46.0%	40.0%	40.0%	40.0%	45.0%	46.70%	46.7%	46.7%	46.7%	
Tax Impact on EBIT	-3.0	-2.1	-2.6	-3.2	(5)	(5)	(5)	(6)	(6)	
Operating Tax Rate %	55.6%	41.4%	42.8%	44.7%	57%	60%	60%	59%	58%	
NOPAT	3.5	3.2	3.9	4.8	5.8	5.9	6.2	6.4	6.4	
Amortization&Depreciation	1.9	2.0	2.2	2.4	2.5	2.7	2.9	3.1	3.3	
Operating Cash Flow	5.4	5.2	6.1	7.2	8.3	8.6	9.0	9.5	9.7	
OCF/Sales	12%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	
Capex and Other Investments	-1.3	-1.5	-2.6	-1.5	-1.7	-1.8	-1.9	-2.0	-2.1	
Change in NWC	-5.1	0.1	-1.4	-2.2	-2.5	-2.8	-3.0	-3.1	-3.2	
Free Operating Cash Flow	-1.004	3.746	2.092	3.467	4.101	4.069	4.190	4.344	4.342	3.149
PV of Cash Flow		18.3								
Terminal Value		29.4								
NFP 31/12/2000		12.1								
Equity Value		59.8								

Fonte: Dati societari, Stime Caboto SIM

Tabella 4: Market Multiples

	Country	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			CAGR 2000-2002		
		2000A	2001E	2002E	2000A	2001E	2002E	2000A	2001E	2002E	Sales	EBITDA	EBIT
Fidia	(ITA)	1.0	0.8	0.7	5.4	5.7	4.6	7.0	7.8	6.1	10.8%	2.0%	0.1%
Prima Industrie	(ITA)	0.9	0.8	0.7	7.7	6.2	4.8	6.2	5.1	4.4	21%	34%	26%
Interpump Group	(ITA)	1.3	1.2	1.1	6.7	5.9	5.4	8.2	7.6	6.3	8%	12%	14%
Ima	(ITA)	1.3	1.3	1.2	8.3	7.9	7.2	11.2	9.6	8.8	5%	7%	13%
Renishaw	(UK)	2.7	2.3	2.0	9.7	8.5	7.3	11.3	9.8	8.3	16%	15%	17%
GSI Lumonics	(USA)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	-11%	NA	NA
Fanuc	(JAP)	5.7	5.6	5.4	18.3	17.3	NA	16.5	17.1	16.0	3%	NA	2%
Amada Corp (C)	(JAP)	1.1	1.0	1.0	9.4	8.3	7.5	14.4	13.1	12.1	4%	12%	9%
Makino Miling Mach.	(JAP)	0.6	0.5	0.5	4.1	4.0	3.8	10.6	7.6	7.0	4%	4%	23%
Avg. Ex Fidia		2.0	1.8	1.7	9.2	8.3	6.0	11.2	10.0	9.0	9%	14%	15%
Avg. Italiane		1.2	1.1	1.0	7.6	6.7	5.8	8.5	7.5	6.5	12%	18%	17%

	Country	P/E			P/CEPS			CAGR 2000-2002	
		2000A	2001E	2002E	2000A	2001E	2002E	EPS	CEPS
Fidia	(ITA)	15.8	16.4	13.7	11.8	11.8	9.9	7.6%	8.9%
Prima Industrie	(ITA)	18.4	16.0	12.5	11.7	7.3	7.5	21%	24%
Interpump Group	(ITA)	15.0	12.7	11.7	7.8	7.1	6.5	13%	9%
Ima	(ITA)	18.4	16.6	14.4	10.9	10.0	9.1	13%	10%
Renishaw	(UK)	16.6	14.9	12.1	13.2	11.8	10.3	17%	13%
GSI Lumonics	(USA)	5.1	19.9	11.6	NA	NA	NA	-34%	NA
Fanuc	(JAP)	33.8	27.6	26.5	29.0	18.0	19.4	13%	22%
Amada Corp (C)	(JAP)	17.0	17.9	17.0	10.3	9.7	9.6	0%	3%
Makino Miling Mach.	(JAP)	NM	30.8	31.3	13.7	10.3	10.1	NM	17%
Avg. Ex Fidia		17.8	22.4	19.6	13.8	10.6	10.4	6%	14%
Avg. Italiane		17.3	15.1	12.9	10.1	8.1	7.7	16%	15%

NA=Non Disponibile. NM=Non Significativo. Fonte: Dati Societari, JCF, Stime Caboto SIM

Tabella 5: Equity Value

(€ mil)	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2000A	2001E	2002E	2000A	2001E	2002E	2000A	2001E	2002E
Equity Value (Peers Italiani ed Esteri)	53.1	56.9	109.1	88.8	76.2	65.9	84.9	69.0	72.4
Equity Value (Peers Italiani)	37.2	40.5	70.2	75.4	64.2	64.1	67.5	55.5	56.2

(€ mil)	P/E			P/CEPS		
	2000A	2001E	2002E	2000A	2001E	2002E
Equity Value (Peers Italiani ed Esteri)	64.3	78.0	81.3	4.5	60.2	52.0
Equity Value (Peers Italiani)	62.5	52.7	53.4	3.3	46.2	38.6

Fonte: Stime Caboto SIM

Conclusioni

Fissiamo un target price di 12.5€ che tende a privilegiare i risultati ottenuti con il DCF e con i multipli medi espressi dalle società industriali italiane inserite nel campione piuttosto che i valori indicati dalle società estere. Quest'ultime infatti, soprattutto nel caso delle aziende giapponesi, sono delle multinazionali di dimensioni molto più elevate rispetto a quelle di Fidia che operano in molti altri settori oltre quelli dei sistemi di fresatura ad alta velocità e dei CNC/CAM.

Tra le aziende italiane, ci sembra di poter dire che il comparabile da preferire sia Prima Industrie poichè, nonostante la tecnologia utilizzata per realizzare il prodotto finito sia diversa (il laser nel caso di Prima Industrie, lo stampo realizzato mediante fresa nel caso di Fidia), ambedue hanno mercati geografici e settori di sbocco simili, dimensioni non troppo differenti e mercati di quotazione identici.

Come si vede dalla tabella 4, rispetto a Prima Industrie, Fidia quota sempre a premio sia sui multipli del '01 che del '02, premio che a nostro avviso è solo parzialmente giustificabile dalla più elevata marginalità di Fidia. Fidia infatti, secondo le nostre stime dovrebbe crescere nel prossimo biennio a tassi più contenuti di quanto non faccia Prima Industrie. Va comunque aggiunto che il periodo considerato per il confronto non è troppo favorevole per Fidia, dal momento che gli effetti delle iniziative assunte dalla società nel '00 e nel '01 inizieranno a dare i loro frutti in maniera più rilevante a partire dal '03.

Stime

Nell'effettuare le stime di Fidia, si è tenuto conto del fatto che la società realizza meno del 50% del fatturato in Italia (il 40% nel '00) e negli anni a venire la dipendenza dal mercato domestico è destinata a scendere ulteriormente (34% nel '04). Pertanto abbiamo effettuato una ripartizione del fatturato, oltre che per area di business (HSC e CNC/CAD), anche per zona geografica in modo tale da considerare i diversi trend che caratterizzano i mercati di sbocco in cui opera Fidia.

HSC: elevata crescita in Cina/USA/Germania

Dalle tabelle seguenti emerge che per i Sistemi di Fresatura ad alta velocità, i paesi che guideranno la crescita sono per l'anno in corso gli Usa e la Cina (le vendite dovrebbero quasi raddoppiare), che sono anche le aree geografiche che nel lungo termine, insieme alla Germania, hanno prospettive migliori. Come già detto ciò è dovuto agli sforzi compiuti nello sviluppare un'adeguata rete commerciale (come in Usa) e alla JV costituita qualche anno fa in Cina e di cui Fidia controlla il 92% (la restante parte è in mano a imprenditori locali). Relativamente all'Italia, nel '01 si dovrebbe assistere ad una riduzione del fatturato sia perché l'anno passato è stato eccezionalmente positivo sia perché nei primi mesi del '01 Fidia ha risentito, anche se in maniera molto meno drammatica rispetto agli altri operatori del rallentamento del mercato domestico (-25% il settore dei beni capitali in Italia nel 1H01, Fonte Ucimo). Per i prossimi anni è comunque attesa una ripresa delle vendite in Italia (+24% '02/'01) grazie al lancio di nuovi prodotti e ad un scenario macroeconomico più favorevole, oltretutto alle probabili ricadute positive della Tremonti-Bis.

CNC/CAM: la crescita non viene dal mercato domestico

Per i CNC/CAM invece, il '01 continuerà ad essere un anno transitorio con una crescita piuttosto contenuta (+2.5% y/y) a causa di un andamento riflessivo dei principali mercati (Italia e Germania). Dal prossimo anno ci si attende una ripresa vigorosa della crescita (+11.9% y/y) merito del miglior andamento del mercato dei Sistemi di Fresatura non-captive e per il buon andamento delle vendite previsto per il nuovo software CAD Hi-Mill. Nel periodo '01-'04 la crescita della divisione dovrebbe essere sostenuta principalmente dall'estero (Francia/Belgio, Spagna/Portogallo, Brasile e Usa).

Tabella 6: Area di Business CNC/CAM – Breakdown Fatturato per Aree Geografiche

(€ mil)	2000A	%	2001E	%	2002E	%	2003E	%	2004E	%	CAGR '04-'01
Italia	6.82	38.8%	6.85	38.0%	7.26	36.0%	8.17	36.0%	9.13	35.0%	7.6%
<i>Incr %</i>	6.8%		0.4%		6.0%		12.6%		11.7%		
Germania	4.94	28.1%	5.05	28.0%	5.45	27.0%	6.13	27.0%	7.04	27.0%	9.3%
<i>Incr %</i>	-6.3%		2.2%		8.0%		12.5%		14.8%		
Spagna/Portogallo	1.22	6.9%	1.26	7.0%	1.60	7.9%	1.82	8.0%	2.09	8.0%	14.4%
<i>Incr %</i>	-25.3%		3.4%		27.0%		13.5%		15.1%		
Francia/Belgio	0.72	4.1%	1.26	7.0%	1.41	7.0%	1.59	7.0%	1.83	7.0%	26.3%
<i>Incr %</i>	-27.8%		75.0%		11.9%		12.5%		15.4%		
Cina	0.81	4.6%	0.54	3.0%	0.61	3.0%	0.68	3.0%	0.78	3.0%	-0.8%
<i>Incr %</i>	197.5%		-33.1%		12.0%		12.6%		14.8%		
Brasile	0.31	1.8%	0.36	2.0%	0.40	2.0%	0.45	2.0%	0.78	3.0%	26.1%
<i>Incr %</i>	53.5%		16.2%		11.9%		12.7%		72.5%		
USA/Canada	2.04	11.6%	1.98	11.0%	2.42	12.0%	2.72	12.0%	3.13	12.0%	11.2%
<i>Incr %</i>	9.9%		-3.1%		22.2%		12.6%		14.9%		
RoW	0.72	4.1%	0.72	4.0%	1.01	5.0%	1.14	5.0%	1.3	5.0%	15.8%
<i>Incr %</i>	3.7%		-0.3%		40.3%		12.4%		14.5%		
Totale Sales	17.58	100.0%	18.02	100.0%	20.16	100.0%	22.70	100.0%	26.08	100.0%	10.4%
<i>Incr %</i>	1.6%		2.5%		11.9%		12.6%		14.9%		

Fonte: Dati Societari, Stime Caboto SIM

Tabella 7: Area di Business HSC – Breakdown Fatturato per Aree Geografiche

(€ mil)	2000A	%	2001E	%	2002E	%	2003E	%	2004E	%	CAGR '04-'01
Italia	10.83	44.3%	9.30	31.0%	11.57	34.0%	13.29	34.0%	14.71	33.0%	8.0%
<i>Incr %</i>	29.4%		-14.1%		24.4%		14.9%		10.7%		
Germania	3.70	15.1%	4.80	16.0%	6.13	18.0%	7.04	18.0%	8.03	18.0%	21.4%
<i>Incr %</i>	3.6%		29.8%		27.7%		14.8%		14.0%		
Spagna/Portogallo	1.97	8.1%	2.70	9.0%	3.40	10.0%	3.52	9.0%	3.57	8.0%	15.9%
<i>Incr %</i>	45.1%		36.8%		25.9%		3.5%		1.3%		
Francia/Belgio	2.70	11.0%	2.70	9.0%	3.06	9.0%	3.52	9.0%	4.46	10.0%	13.4%
<i>Incr %</i>	-11.7%		0.2%		13.3%		15.0%		26.6%		
RoEU	0.00	0.0%	0.00	0.0%	1.02	3.0%	1.58	4.0%	1.74	3.9%	NM
<i>Incr %</i>	NM		NM		NM		55.3%		9.7%		
Cina	1.41	5.8%	2.70	9.0%	2.72	8.0%	1.95	5.0%	2.68	6.0%	17.5%
<i>Incr %</i>	19.0%		91.9%		0.7%		-28.2%		37.1%		
Brasile	1.47	6.0%	1.20	4.0%	1.36	4.0%	1.95	5.0%	2.23	5.0%	11.1%
<i>Incr %</i>	282.7%		-18.1%		13.3%		43.7%		14.1%		
USA/Canada	0.81	3.3%	4.20	14.0%	3.40	10.0%	4.69	12.0%	5.80	13.0%	63.5%
<i>Incr %</i>	82.2%		417.3%		-19.0%		37.9%		23.6%		
RoW	1.55	6.4%	2.40	8.0%	1.36	4.0%	1.56	4.0%	1.34	3.0%	-3.7%
<i>Incr %</i>	-16.9%		54.5%		-43.3%		14.9%		-14.5%		
Totale Sales	24.43	100.0%	30.00	100.0%	34.02	100.0%	39.11	100.0%	44.54	100.0%	16.2%
<i>Incr %</i>	21%		23%		13%		15%		14%		

NM=Non Significativo. Fonte: Dati Societari, Stime Caboto SIM

Mentre l'anno '00 è stato un anno particolarmente positivo da un punto di vista reddituale, il '01 per contro è un anno preparatorio alla crescita degli anni futuri.

2001: un anno di sacrifici

I margini nel '01 sia a livello di EBITDA che di EBIT risentono infatti di:

- 1) costi che Fidia sta sostenendo per sviluppare l'attività all'estero,
- 2) il maggior costo del lavoro, la cui incidenza sul fatturato dovrebbe aumentare di quasi 300 punti base (dal 28.1% nel '00 al 30.9% nel '01),
- 3) e il venir meno dei contributi alla ricerca.

Dal 2002 i primi miglioramenti

Dal prossimo anno tuttavia, ci attendiamo un innalzamento della redditività grazie:

- 1) alla ripresa dei CNC/CAM, che si caratterizzano per una più elevata marginalità (vedi grafico successivo),

- 2) al recente lancio di nuovi macchinari per la fresatura ad alta velocità (k211 e k411) che si caratterizzano per prezzi di vendita molto più elevati rispetto ai vecchi modelli ma con costi di produzione che beneficiano della razionalizzazione dei processi produttivi e della reingegnerizzazione degli stessi.
- 3) agli effetti positivi delle economie di scala.

L'EBITDA margin dovrebbe quindi passare dal 14.7% del '01 (18.5% nel '00) al 18% del '04 mentre l'EBIT margin dovrebbe essere vicino all'11% nel '01 (14.4% nel '00) per poi raggiungere il 14.5% nel '04.

Grafico 1: Stime HSC Margini

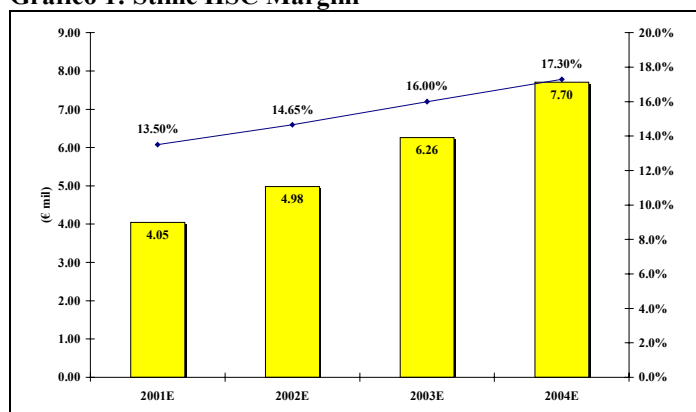
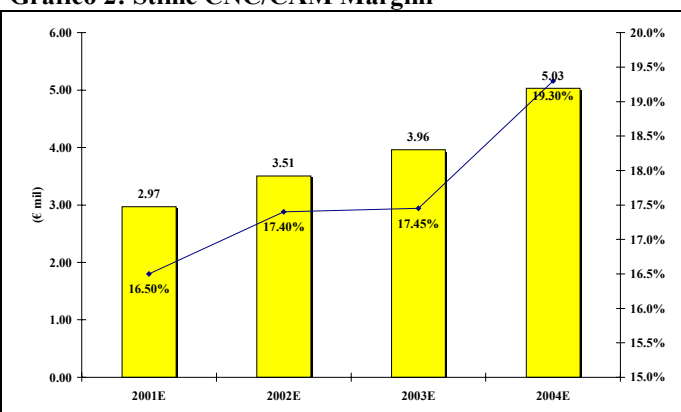


Grafico 2: Stime CNC/CAM Margini



Fonte: Stime Caboto SIM

Tabella 8: Confronto Nuovo Vs. Vecchie Stime – Margini

Year	EBITDA Consolidato (€mil)		EBITDA Margin %		EBIT Consolidato (€mil)		EBIT Margin %	
	New	Old	New	Old	New	Old	New	Old
2001E	7.30	8.52	14.7%	17.5%	5.35	6.16	10.8%	12.7%
2002E	8.74	10.57	15.7%	19.4%	6.55	7.88	11.7%	14.5%
2003E	10.47	12.02	16.5%	20.1%	8.08	9.45	12.8%	15.3%
2004E	13.00	NA	18.0%	NA	10.48	NA	14.5%	NA

NA = Non disponibile. Fonte: Stime Caboto SIM

Utile Netto: CAGR 2000-2004 del 13.9%

L'Utile Netto, in leggera flessione rispetto al '00, stimiamo possa essere pari a 3.5 €mil (3.6 €mil nel '00) ed arrivare a 6 €mil nel '04 (Net Margin 8.3% con un tax rate del 45% vs un 7% nel '01 con un tax rate del 40%). La crescita annua media dell'Utile netto nel periodo '00-'04 secondo le nostre stime dovrebbe essere del 13.9%.

Da un punto di vista patrimoniale/finanziario, Fidia è "cash positive" grazie ai proventi dell'IPO. Per fine anno prevediamo una PFN in ulteriore miglioramento, a meno di acquisizioni, a 15.6 €mil (12.1 €mil nel '00) e in crescita data la capacità della società di generare cash-flow positivi.

Dal CCN poche sorprese

Relativamente al CCN, questo nei prossimi anni dovrebbe avere uno sviluppo in linea con quello del fatturato e quindi non drenare troppa cassa ad eccezione del magazzino. Ci attendiamo infatti un aumento delle giacenze poiché il mercato Usa richiede consegne quasi immediate; parte della produzione verrà quindi destinata alla costituzione di scorte pronte a soddisfare le richieste provenienti da quel mercato.

Tabella 9: CCN

(€ mil)	1997	1998	1999	2000A	2001E	2002E	2003E	2004E
Ricavi delle Vendite	31.3	34.6	37.5	42.0	48.0	54.2	61.8	70.6
Costi Materie Prime e Servizi	20.2	0.8	21.7	22.8	26.9	30.4	35.4	40.8
Crediti v Clienti	10.4	11.6	10.8	14.8	17.0	19.0	21.7	24.8
gg Medi di Incasso	121.0	122.9	105.1	128.9	129	128	128	128
% su Ricavi	33.1%	33.7%	28.8%	35.3%	35.3%	35.1%	35.1%	35.1%
Magazzino	7.3	7.6	6.9	7.7	10.7	12.3	14.4	16.4
gg Medi di Giacenza	85.0	80.6	67.2	67.1	81	83	85	85
% su Ricavi	23.3%	22.1%	18.4%	18.4%	22.2%	22.7%	23.3%	23.3%
Debiti	4.1	6.2	6.8	10.2	12.0	13.5	15.7	18.1
gg Medi di Pagamento	73.3	2682.5	113.4	162.3	162	162	162	162
% su Costi	20.1%	734.9%	31.1%	44.5%	44.4%	44.4%	44.4%	44.4%
CCN Commerciale	13.6	13.1	11.0	12.4	15.7	17.8	20.4	23.1
% su Ricavi	43%	38%	29%	29.5%	32.6%	32.9%	32.9%	32.7%
Altri Crediti+Ratei&Risconti	4.9	4.6	5.0	8.1	6.2	7.0	8.0	9.2
% su Ricavi	16%	13%	13%	19.3%	13%	13%	13%	13%
Altre Passività	5.3	5.8	6.7	6.1	7.7	9.2	10.5	12.0
% su Ricavi	17%	17%	18%	15%	16%	17%	17%	17%
CCN Allargato	13.1	11.9	9.3	14.4	14.2	15.7	17.9	20.3
% su Ricavi	42%	35%	25%	34%	30%	29%	29%	29%
Assorbimento (Generazione) di Cassa		(1.2)	(2.7)	5.1	(0.1)	1.4	2.2	2.4

Fonte: Dati societari, Stime Caboto SIM

Infine, gli investimenti nel periodo saranno molto contenuti, eccetto uno stabilimento in fase di costruzione nel centro-italia necessario ad aumentare la capacità produttiva. Lo stabile, il cui costo dovrebbe aggirarsi intorno ai 4 €mil, verrà preso in affitto. Nei prossimi anni il Capex dovrebbe ammontare a circa 6 €mil.

Tabella 10: Fidia – Conto Economico

(€ mil)	1999	2000A	2001E	2002E	2003E	2004E
Controlli Numerici	17.3	17.6	18.0	20.2	22.7	26.1
<i>Incr %</i>	5.1%	1.4%	2.6%	11.9%	12.6%	14.9%
Sistemi di Fresatura	20.2	24.4	30.0	34.0	39.1	44.5
<i>Incr %</i>	11.7%	20.7%	22.8%	13.4%	15.0%	13.9%
Totale Ricavi	37.5	42.0	48.0	54.2	61.8	70.6
<i>Incr %</i>	8.6%	11.8%	14.4%	12.8%	14.1%	14.3%
Altro	2.3	3.4	1.5	1.5	1.5	1.5
Valore della Produzione	39.9	45.4	49.6	55.7	63.4	72.2
Consumi di Esercizio	12.6	13.8	15.3	17.7	21.1	24.8
Costi per Servizi	9.3	10.4	11.6	12.7	14.3	16.0
Valore Aggiunto	17.9	21.1	22.6	25.4	28.0	31.3
Margin on Value of Prod.	44.9%	46.6%	45.6%	45.5%	44.1%	43.4%
Costo del Lavoro	11.5	12.7	15.3	16.6	17.5	18.3
EBITDA	6.4	8.4	7.3	8.7	10.5	13.0
<i>EBITDA Margin</i>	16.0%	18.5%	14.7%	15.7%	16.5%	18.0%
Ammortamenti	1.3	1.2	1.3	1.5	1.5	1.6
Accantonamenti	0.4	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
EBIT	4.7	6.5	5.3	6.5	8.1	10.5
<i>EBIT Margin</i>	11.7%	14.4%	10.8%	11.7%	12.8%	14.5%
Oneri/Proventi Finanziari	-0.5	0.0	0.6	0.7	0.8	0.9
Oneri/Proventi Straordinari	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Pre-Tasse	4.3	6.8	6.0	7.2	8.8	11.4
Imposte	2.0	3.1	2.4	2.9	3.5	5.1
Minorities	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
Utile Netto	2.3	3.6	3.5	4.2	5.1	6.1
Tax Rate	45.6%	46.0%	40.0%	40.0%	40.0%	45.0%

Fonte: Dati societari, Stime Caboto SIM

Tabella 11: Fidia – Cash Flow

(€ mil)	1999	2000A	2001E	2002E	2003E	2004E
PFN 1/1	8.8	3.1	(12.1)	(15.6)	(17.4)	(20.6)
Cash Flow						
Utile Netto	2.29	3.62	3.49	4.19	5.15	6.09
Minorities	0.05	0.04	0.10	0.13	0.15	0.18
Amor & Acc	1.30	1.21	1.26	1.46	1.54	1.60
Delta CCN	2.69	(5.11)	0.13	(1.45)	(2.22)	(2.38)
Cash Flow Gestionale	6.69	0.09	5.68	5.07	5.47	6.41
Capex	(1.75)	(1.29)	(1.55)	(2.58)	(1.55)	(1.55)
Proceeds	0.00	14.85	0.00	0.00	0.00	0.00
Delta PFN	5.34	14.89	3.48	1.76	3.22	4.02
PFN 31/12	3.49	(11.79)	(15.62)	(17.38)	(20.61)	(24.63)
Avg PFN	6.38	(4.15)	(13.71)	(16.50)	(19.00)	(22.62)

Fonte: Dati societari, Stime Caboto SIM

Tabella 12: Fidia – Balance Sheet

(€ mil)	1999	2000A	2001E	2002E	2003E	2004E
Attivo Fisso	3.8	3.7	4.0	5.1	5.1	5.1
Altre Attività	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cap. Cir. Netto	9.2	14.4	14.2	15.7	17.9	20.3
Capitale Investito	13.2	18.1	18.2	20.8	23.0	25.3
TFR e Altre Passività	2.9	3.2	3.9	4.6	5.5	6.4
Capitale Investito Netto	10.3	14.9	14.3	16.1	17.5	18.9
Patrimonio Netto	7.2	27.0	29.9	33.5	38.1	43.6
Pos. Fin. Netta	3.1	(12.1)	(15.6)	(17.4)	(20.6)	(24.6)
Capitale Investito Netto	10.3	14.9	14.3	16.1	17.5	18.9

Fonte: Dati societari, Stime Caboto SIM

Tabella 13: Fidia – Key Data

	Jul 19, 01	Price Ord €	11.901	Stock Rating: Hold	
Date:					
REUTERS CODE					
Mkt Cap (€ mil)	55.9				
Values per Share (€)					
No. Ordinary Shares (mil)	3.500	4.700	4.700	4.700	4.700
No. NC Saving/Preferred Shares (mil)					
Total No. of Shares (mil)	3.500	4.700	4.700	4.700	4.700
<i>inc. pox. wts/cv exercise (mil)</i>					
EPS Adj	0.680	0.797	0.743	0.892	1.096
EPS Adj fully diluted	0.680	0.797	0.743	0.892	1.096
CEPS	0.352	0.425	1.042	1.038	1.033
BVPS	1.313	1.299	2.066	5.743	6.368
Dividend Ord		0.139	0.154	0.149	0.178
Income Statement (€ mil)					
Sales	37.5	42.0	48.0	54.2	61.8
EBITDA	6.4	8.4	7.3	8.7	10.5
EBIT	4.7	6.5	5.3	6.5	8.1
Pretax Income	4.3	6.8	6.0	7.2	8.8
Net Income	2.3	3.6	3.5	4.2	5.1
Adj. Net Income	2.4	3.7	3.5	4.2	5.1
Cash Flow (€ mil)					
Net Income	2.3	3.7	3.6	4.3	5.3
Depreciation	1.3	1.2	1.3	1.5	1.5
Dividends		0.7	0.7	0.7	0.8
Gross Cash Flow	3.6	5.5	5.6	6.5	7.7
Capital Expenditure	(1.7)	(1.3)	(1.5)	(2.6)	(1.5)
Change in Working Capital	2.7	(5.1)	0.1	(1.4)	(2.2)
Other	0.8	16.1	(0.7)	(0.7)	1.1
Net Cash Flow	5.3	15.2	3.5	1.8	5.0
Balance Sheet (€ mil)					
Fixed Assets	3.8	3.7	4.0	5.1	5.1
Working Capital	9.2	14.4	14.2	15.7	17.9
Other	-2.7	-3.2	-3.9	-4.6	-5.5
Capital Employed	10.3	14.9	14.3	16.1	17.5
Net Cash (Debt)	(3.1)	12.1	15.6	17.4	20.6
Minorities					
Net Equity	7.2	27.0	29.9	33.5	38.1
Enterprise Value (*)	59.0	43.8	40.3	38.6	35.3
Stock Market Ratios					
P/E	17.5	14.9	16.0	13.3	10.9
P/CEPS	33.8	28.0	11.4	11.5	11.5
P/BVPS	9.1	9.2	5.8	2.1	1.9
Dividend Yield (%)		1.2%	1.3%	1.2%	1.5%
EV/Sales	1.6	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.2	5.2	5.5	4.4	3.4
EV/EBIT	12.7	6.7	7.5	5.9	4.4
EV/CE	5.7	2.9	2.8	2.4	2.0
Profitability & Financial Ratios					
EBITDA Margin (%)	17.0%	20.0%	15.2%	16.1%	16.9%
EBIT Margin (%)	12.4%	15.5%	11.1%	12.1%	13.1%
Tax Rate (%)	45.6%	46.0%	40.0%	40.0%	40.0%
Net Income Margin (%)	6.3%	8.9%	7.3%	7.7%	8.3%
ROE (%)	32.9%	13.9%	11.7%	12.5%	13.5%
D/E	0.43	-0.45	-0.52	-0.52	-0.54
Interest Cover					
Growth					
Sales (%)		11.8%	14.4%	12.8%	14.1%
EBIT (%)		40.3%	-18.1%	22.4%	23.5%
Pretax Income (%)		57.5%	-11.8%	20.3%	22.7%
Net Income (%)		58.1%	-3.6%	20.2%	22.8%

Source: Company data, Caboto Sim estimates (*) Note : EV = Mktcap + Net Debt + Minorities * P/BV