

## DE' LONGHI

(Borsa Valori)

(Condizionatori, apparecchi per riscaldamento, elettrodomestici)

### Management

Giuseppe De' Longhi (P.)  
Fabio De' Longhi (VP.)  
Stefano Beraldo (AD.)  
Lorenza Scanferla (IR.)

### I principali azionisti dopo l'Ipo (compresa Greenshoe)

De' Longhi Soparfi Sa:  
66,87% (\*)

(\*) La quota comprende uno 0,01% di diretta proprietà di Giuseppe De' Longhi.

De' Longhi Soparfi Sa è una società di diritto lussemburghese controllata al 99,99% dalla De' Longhi Holding Sa (sempre di diritto lussemburghese); quest'ultima è a sua volta controllata al 99,99% dal trust The Long E Trust, il cui beneficiario è Giuseppe De' Longhi.

**Scadenza lock-up:** 180 giorni rispetto alla data di avvio delle negoziazioni in Borsa.

## Caratteristiche dell'offerta globale

**Azioni offerte:** 48.000.000, valore nominale 3 euro cadauna, god. 1/1/2001, tutte di nuova emissione  
**di cui Offerta Pubblica:** min. 9.600.000 azioni  
**Greenshoe:** 5.000.000 azioni poste in vendita dagli azionisti di riferimento  
**Quantitativo minimo sottoscrivibile e lotto minimo:** 250 azioni  
**Prezzi di offerta indicativi in euro (lire):** 4 (7.745) - 6,5 (12.586)  
**Open Price:** il prezzo di offerta potrà risultare anche al di fuori dell'intervallo di cui sopra  
**Fissazione prezzo massimo:** 11 luglio 2001  
**Fissazione prezzo definitivo:** 20 luglio 2001  
**Capitalizzazione min - max (mln. euro):** 640 - 1.040  
**Entità dell'offerta senza greenshoe min -max (mln. euro):** 192 - 312  
**Periodo di offerta:** 12 - 18 luglio 2001  
**Data di inizio delle negoziazioni:** 23 luglio 2001  
**Flozzante post-offerta (% sul capitale):** 33,13% (compresa greenshoe)  
**Joint Global Coordinator:** UniCredit Banca Mobiliare (che è anche Sponsor e Lead Manager) e Merrill Lynch

## Il modello di business

Il gruppo trevigiano De' Longhi è composto da una holding operativa e da 48 controllate operanti nei seguenti settori di attività: prodotti per il riscaldamento, sistemi per il condizionamento e il trattamento dell'aria, prodotti per la cottura e la preparazione dei cibi, prodotti per la pulizia della casa e lo stiro. Dei prodotti per il riscaldamento (marchi: De' Longhi, La Supercalor, Radel) fanno parte i termoradiatori ad olio ("Dragon De' Longhi", "Radia De' Longhi" e "Rapido De' Longhi"), i termoventilatori ("Caldobagno"), le stufe a gas e combinate, i termoconvettori e le unità terminali per il riscaldamento. Nel comparto delle unità di riscaldamento mobile il gruppo è leader mondiale, con una posizione marcata nella famiglia dei termoradiatori ad olio. I prodotti per il condizionamento e il trattamento dell'aria (marchi: De' Longhi, Ariagel, Superclima, Mizushi, Radel, Climaveneta) sono i condizionatori portatili monoblocco ("Pinguino"), i condizionatori portatili split ("Pinguino"), i condizionatori murali split, le macchine e i sistemi termofrigoriferi (medi e grandi), gli umidificatori, i deumidificatori ("Tasciugo") e i purificatori d'aria. Nel comparto dei condizionatori portatili il gruppo è leader mondiale, mentre è leader europeo - e con una significativa presenza a livello mondiale - nei deumidificatori. E' anche leader in Italia nelle macchine e sistemi frigoriferi di medie e grandi dimensioni e ha una posizione di rilievo nei climatizzatori murali. Dei prodotti per la cottura e la preparazione dei cibi (marchi: De' Longhi, Kenwood, Ariete, Elba, SIMAC) fanno parte i forni da top ("Sfornatutto"), le friggitrici ("Friggimeglio"), le macchine da caffè, i tostapane e bollitori, le bisticchiere e barbecue, le cucine e piani cottura (sia "free standing" che "built in"), le impastatrici ("Kenwood Chef" e "Pastamatic SIMAC"), i mixer e food processor, gli sbattitori, le gelatiere ("Gelataio SIMAC"), i robot da cucina ("Bravo SIMAC"), le grattugie e passaverdure ("Grati" e "Passi"). Il gruppo detiene la leadership in Italia nei forni da top (dove detiene anche una posizione di rilievo nel mondo), nelle friggitrici (dove è leader anche nel Regno Unito), nelle bisticchiere a contatto e griglie elettriche. Detiene una posizione di rilievo nel mercato italiano nelle macchine da caffè (dove è leader in Giappone), nelle cucine free standing e built-in e nei prodotti per la pulizia della casa e lo stiro. E' infine leader nel mercato britannico - con una significativa presenza in Europa - nei prodotti per la preparazione dei cibi. Dei prodotti per la pulizia e lo stiro (marchi: De' Longhi, SIMAC, Ariete, Vetrella, Kenwood) fanno parte le scope elettriche ("Colombina"), i pulitori a vapore ("Vapori"), gli estrattori a vapore ("Tripla SIMAC"), gli aspiratori a traino ("Vetrella") ed i sistemi stiranti ("Stiromeglio", "Stirella" e "Stiromatic"). Il gruppo è leader italiano nella famiglia degli aspirapolvere, ed è fra i primari operatori nei sistemi stiranti. Tutti i prodotti del gruppo De' Longhi si collocano nella fascia di prezzo medio-alta.

## Punti di forza

Il gruppo De' Longhi è leader in Italia in tutti i segmenti di mercato in cui opera, e leader mondiale nei segmenti del riscaldamento e del condizionamento portatili. Oltre il 48% dei ricavi viene realizzato dalla vendita di 11 famiglie di prodotto in posizione di leadership nazionale, europea o mondiale. Il gruppo dispone di marchi consolidati in diversi segmenti di prodotto e fasce di prezzo (i più noti sono De' Longhi, Kenwood, SIMAC, Vetrella, Ariete, La Supercalor, Ariagel, Radel, Elba, Superclima e Climaveneta), ed è ben conosciuto a livello internazionale (realizza infatti oltre il 70% delle vendite al di fuori dell'Italia, con particolare incidenza nei mercati del Regno Unito, del Giappone e degli Stati Uniti).

## Punti di debolezza

Il mercato in cui opera il gruppo De' Longhi è caratterizzato da una forte pressione competitiva nella fascia media di prezzo (con particolare riferimento ai prodotti per la cottura e la preparazione dei cibi ed ai prodotti per la pulizia e lo stiro), a cui si intende in parte ovviare mediante il potenziamento di uno stabilimento produttivo situato in Cina, in grado di soddisfare una buona parte di fabbisogno produttivo a costi particolarmente contenuti. E' inoltre appena iniziato il processo di integrazione della neo-acquisita Kenwood Appliances Plc (rilevata tramite un'OPA, perfezionatasi il 24/5/2001, al costo complessivo di 148 miliardi di lire), che dal 1997 presenta risultati d'esercizio negativi a seguito di un piano di riorganizzazione. Va infine ricordato che l'attività del gruppo comporta l'assunzione delle responsabilità tipiche del produttore per i danni derivanti da prodotti difettosi, e che in proposito sono pendenti alcuni procedimenti giudiziari (in Italia e negli Stati Uniti), a fronte dei quali esistono comunque coperture assicurative.

## La strategia

Il gruppo De' Longhi si propone di incrementare le proprie quote di mercato in quei settori e Paesi in cui non detiene ancora posizioni di preminenza, oltre a consolidare e rafforzare la propria presenza nei segmenti in cui è già leader. A tale scopo intende confermare il ruolo di "multispecialista" con obiettivi di leadership di segmento o di prodotto: saranno ampliate le gamme produttive dei radiatori mobili ad olio, del convettori, dei termoventilatori, dei condizionatori con raffreddamento aria/acqua, dei deumidificatori, umidificatori e purificatori, dei forni da top multifunzione (in acciaio inox), dei forni elettrici, delle friggitorie e delle macchine da caffè. Saranno anche lanciati nuovi prodotti, quali il "Sistema Evoluzione" (che consente di ottenere con un unico apparecchio riscaldamento, condizionamento e acqua calda per uso sanitario), un "food processor" a marchio Kenwood, un aspiratore a traino senza sacca di recupero e un nuovo sistema stirante. Il gruppo intende inoltre perseguire una crescita globale facendo leva sull'articolato network di filiali (ed i mercati più promettenti sono: l'Italia e i Paesi del bacino del Mediterraneo per i prodotti di condizionamento e trattamento dell'aria e Stati Uniti, Russia, Regno Unito e Giappone per i prodotti per il riscaldamento mobile; è inoltre in forte crescita a livello globale la domanda di macchine per il caffè). Sarà quindi focalizzata la missione dei marchi massimizzandone la visibilità ed assicurare un efficace presidio delle diverse fasce di prezzo: i marchi De' Longhi e Kenwood saranno riservati ai prodotti consumer di prezzo medio-alto, i marchi SIMAC e Ariete al mercato italiano dei prodotti per la preparazione dei cibi, pulizia e stiro, i marchi Ariagel e La Supercalor a prodotti di fascia di prezzo medio-bassa o ad esigenze distributive particolari, e il marchio Climaveneta a macchine refrigeranti di medio-grandi dimensioni e sistemi di condizionamento destinati al canale degli installatori in Europa. Verrà prestata particolare attenzione ai canali distributivi, con politiche di prezzo dedicate e coerenti con l'immagine dei marchi, e sarà mantenuto il know-how produttivo ed impiantistico (con gran parte delle lavorazioni realizzate internamente, soprattutto per i prodotti a più elevata componente tecnologica); la realizzazione di prodotti di minor pregio sarà invece affidata a produttori selezionati ubicati prevalentemente in Cina o nell'Europa dell'Est. Non è infine esclusa la possibilità di effettuare acquisizioni (soprattutto nei settori del condizionamento e del trattamento dell'aria), anche se obiettivo prioritario rimane l'integrazione di Kenwood Appliances, che presenta complementarità di gamma, produttive e distributive con De' Longhi, oltre a un'augmentata capacità di acquisto e di sviluppo dei rapporti con i clienti più importanti (in particolare la Grande Distribuzione Organizzata).

## L'utilizzo delle risorse

Il ricavo netto dell'Offerta Globale (indicativamente compreso fra 357,8 e 581,5 miliardi) sarà destinato in parte prevalente al rafforzamento della struttura finanziaria e patrimoniale (si ricorda che al 31/5/2001 l'indebitamento finanziario netto del gruppo ammontava a 1.136 miliardi, a fronte di un patrimonio netto al 31/3/2001 pari a 726,2 miliardi), e in via residuale al finanziamento dell'acquisizione di Kenwood Appliances (per 148 miliardi), finora fronteggiata con un'apertura di credito a medio termine, e di altre acquisizioni di partecipazioni avvenute nell'ambito della razionalizzazione della struttura del gruppo (residuano da pagare complessivamente, entro il 31/12/2001, 158,3 miliardi).

## I più recenti risultati economici e le previsioni

Poichè il gruppo De' Longhi ha assunto l'attuale configurazione nel corso del 2000, ed ha inoltre acquisito Kenwood Appliances Plc nel 2001, sono stati predisposti bilanci consolidati pro-forma combinati che tengono conto di queste operazioni. Nell'esercizio 2000 il gruppo De' Longhi ha conseguito un fatturato di 2.072,1 miliardi (+13,9% rispetto all'esercizio precedente), in seguito al buon andamento delle linee Riscaldamento (+17,6%), Cottura e preparazione cibi (+16,3%) e Condizionamento e trattamento dell'aria (+8,1%), mentre sono rimaste stabili le vendite dei prodotti per la pulizia e lo stiro. La linea di prodotto più importante è risultata quella della cottura e preparazione cibi, che ha rappresentato il 43,9% dei ricavi complessivi, seguita dal condizionamento e trattamento dell'aria (23,8%), dal riscaldamento (20,7%) e dalla pulizia della casa e stiro (11,6%). Con riferimento all'area geografica, i mercati a più elevato tasso di sviluppo sono stati quello giapponese (+51,7%) e l'area NAFTA (32,3%), mentre l'Europa e il Regno Unito sono saliti di circa l'11% e l'Italia (che rappresenta circa un terzo delle vendite) è rimasta stabile. I costi operativi sono cresciuti in misura superiore a quella del giro d'affari (sono aumentati i costi per lavorazioni esterne, di trasporto, delle spese promozionali e delle spese e contributi depositi e magazzini), passando da 1.278,8 a 1.488,3 miliardi (+16,4%), mentre più contenuto è stato l'incremento del costo del lavoro (+5,4% a 290,8 miliardi). Il margine operativo lordo è così passato da 264 a 293,4 miliardi (+15,2%), mentre l'utile operativo, dopo ammortamenti stabili a 156 miliardi (di cui 44,1 miliardi relativi a differenze da consolidamento), è passato da 107,5 a 137,4 miliardi (+27,8%). Il saldo della

gestione finanziaria è rimasto negativo e peggiorato da 51,3 a 60,5 miliardi (al 31/12/2000 l'indebitamento finanziario netto ammontava a 1.209,7 miliardi - a fronte di un patrimonio netto di 726,2 miliardi - pressochè stabile rispetto al dato di fine 1999). Negativo anche il saldo fra proventi e oneri straordinari (prevalentemente per effetto degli oneri di ristrutturazione Kenwood), per 44,7 miliardi nel 1999 e per 4,5 miliardi nel 2000. Dopo imposte più che raddoppiate (da 25,3 a 54,3 miliardi), l'utile netto si è attestato a 17,8 miliardi, a fronte di una perdita 1999 pari a 13,7 miliardi. Al 31/3/2001 il gruppo ha realizzato un fatturato di 472,2 miliardi. I costi operativi sono ammontati a 345,6 miliardi, mentre il costo del lavoro è stato di 73,9 miliardi. Il margine operativo lordo è quindi stato di 52,6 miliardi; dopo ammortamenti pari a 33,4 miliardi, l'utile operativo ha raggiunto 19,2 miliardi. Ancora negativo, per 15,2 miliardi, il saldo della gestione finanziaria, mentre sono stati conseguiti proventi straordinari per 2,6 miliardi. Dopo imposte per 4,7 miliardi, l'utile netto si è infine attestato a 1,8 miliardi. Come già esposto in precedenza, a fine maggio 2001 l'indebitamento finanziario netto del gruppo ammontava a 1.136 miliardi. Il management del gruppo De' Longhi ritiene, sulla base dei dati trimestrali al 31/3/2001 (nonchè delle indicazioni della rete di vendita e dell'andamento della produzione), che l'esercizio in corso possa chiudersi con un andamento dei ricavi in crescita rispetto all'anno precedente: in particolare, sul fronte dei prodotti per il riscaldamento mobile, le prospettive sono di un incremento del fatturato anche grazie all'acquisizione di nuovi clienti negli Stati Uniti; per quanto riguarda la cottura

e preparazione dei cibi ed il condizionamento e trattamento dell'aria, ci si attende una prosecuzione del buon andamento di crescita del mercato, mentre per la pulizia della casa e lo stiro le previsioni sono di ottenere buoni risultati dai recenti lanci di nuovi prodotti e dai rinnovamenti di gamma. Sul fronte della redditività, in assenza di tensioni (al momento non previste) sui prezzi di vendita o sui costi delle principali materie prime, il management si attende un miglioramento del margine operativo lordo grazie al contenuto incremento dei costi fissi, ed un andamento in proporzione migliore sul risultato operativo per effetto della riduzione dell'incidenza della voce "ammortamenti", in particolar modo per quelli connessi alle attività immateriali. E' atteso anche un miglioramento della posizione finanziaria netta, nonchè benefici dalle sinergie derivanti dall'integrazione con Kenwood (in particolare con riferimento alle condizioni d'acquisto praticate ai due gruppi). Più in generale, il management ribadisce che l'andamento economico del primo trimestre risulta strutturalmente meno favorevole rispetto a quello dell'intero esercizio (infatti la linea del riscaldamento e quella del condizionamento, fra le più importanti nell'ambito del gruppo, non sono nel pieno delle rispettive stagioni di business), e che pertanto è ragionevole attendersi un miglioramento dei principali indicatori di redditività calcolati su base annua. Complessivamente i mercati di riferimento per il gruppo (condizionamento e trattamento aria) hanno presentato nell'ultimo biennio un tasso di crescita medio annuo di circa il 15%, mentre il mercato dei prodotti per la cottura e preparazione dei cibi e della pulizia della casa e stiro è cresciuto del 3% - 4% all'anno, e quello

del riscaldamento è rimasto stabile. Ricordiamo che, dopo l'acquisizione del gruppo Kenwood Appliances, il 43,9% del giro d'affari "combinato" De' Longhi proviene dai prodotti per la preparazione e cottura dei cibi e l'11,9% da quelli per la pulizia della casa e lo stiro (comparti che presentano tassi di crescita contenuti), mentre un ulteriore 20% del giro d'affari proviene dal comparto del riscaldamento, che è sostanzialmente stabile. Abbiamo perciò prudenzialmente stimato per il gruppo De' Longhi - sia per l'esercizio in corso che per il biennio successivo - un incremento

del fatturato pari a quello medio storicamente evidenziato nell'ultimo triennio (+10,8%). I costi operativi ed il costo del lavoro dovrebbero presentare un incremento lievemente inferiore a quello del fatturato (per effetto della progressiva integrazione di Kenwood), ma, a nostro parere, solo a partire dal prossimo esercizio, in quanto l'acquisizione di Kenwood è stata perfezionata solo da poco meno di due mesi. Per gli ammortamenti si è ipotizzata (dal 2002) una leggera riduzione rispetto all'incidenza evidenziata nel 2000. Quanto al saldo della gestione finanziaria, va sottolineato

che all'effettiva riduzione dell'indebitamento non potrà essere destinata gran parte dei nuovi mezzi raccolti con l'IPO, perchè entro il 31/12/2001 dovrà essere pagata la residua rata delle acquisizioni delle società infragruppo (per 158,3 miliardi). Così, l'indebitamento finanziario netto dovrebbe complessivamente rimanere su un livello di circa 825 miliardi. Le imposte sono state calcolate sulla base di un tax rate pari al 57,9% (corrispondente al tax rate 2000 del gruppo De' Longhi "storico" senza Kenwood). Non sono state fornite indicazioni per quanto riguarda la distribuzione dei dividendi, ma

Le nostre previsioni per il gruppo De' Longhi sono le seguenti (valori in milioni di lire):

	31/12/99	31/12/00	31/12/01 (p)	31/12/02 (p)	31/12/03 (p)
Fatturato	1.818.704	2.072.181	2.296.000	2.543.900	2.818.700
Costi operativi	1.278.805	1.487.963	1.650.800	1.818.900	2.015.400
Costo del lavoro	275.942	290.807	321.400	356.100	394.600
Margine operativo lordo	263.957	293.411	323.800	368.900	408.700
Ammortamenti	156.458	156.004	172.200	183.200	202.900
Utile operativo	107.499	137.407	151.600	185.700	205.800
Saldo gest. fin. e straord.	(96.003)	(65.055)	(60.000)	(49.500)	(49.500)
Utile ante imposte e quota di terzi	11.496	72.352	91.600	136.200	156.300
Imposte	25.269	54.307	53.000	78.900	90.500
Risultato netto	(13.701)	17.841	38.600	57.300	65.800
Risultato per azione in euro (lire)	-0,063 (-122)	0,082 (159)	0,147 (284)	0,185 (358)	0,212 (411)

(p): Previsioni Analisi Mercati Finanziari - Radiocor. Dati per azione 2001 calcolati in base al numero medio di azioni.

## La valutazione

Nel prospetto informativo di De' Longhi è indicato che, per la valutazione della società, sono stati impiegati il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa e quello dei multipli di mercato, quest'ultimo individuando un campione di società quotate internazionalmente ritenute comparabili in base al settore di attività, ai tassi di crescita aziendale, ai margini reddituali, alla leadership in segmenti di mercato, alla capacità di innovazione dei prodotti ed alla valenza strategica del marchio: le svedesi Electrolux e Munters e l'italiana Saeco. Si può rilevare però come nessuna di queste società, presa singolarmente, possa considerarsi in effetti una vera concorrente di De' Longhi, in quanto Electrolux realizza gran parte del suo fatturato dalla vendita di elettrodomestici "bianchi" (lavatrici, frigoriferi, ecc.), comparto in cui De' Longhi non è presente; Munters produce esclusivamente umidificatori e deumidificatori, mentre Saeco è focalizzata sul comparto delle macchine per

caffè, ed in entrambi questi settori De' Longhi realizza solo minime percentuali del suo giro d'affari. Dall'applicazione del metodo del Discounted Cash Flow (che incorpora già i flussi di reddito futuri, e che riteniamo il più corretto per la valutazione di una società che, sia storicamente sia in prospettiva, genera flussi di cassa positivi) si perviene a un valore dell'azione pari a 4,51 euro, sulla fascia bassa dell'intervallo di prezzo indicativo previsto per l'Offerta Globale. Abbiamo però ritenuto opportuno impiegare anche il metodo dei multipli di mercato (P/E 2001 e P/E 2002), utilizzando un campione significativo di aziende concorrenti di De' Longhi (indicate come tali anche nel prospetto informativo) nei vari comparti di attività e calcolando un rapporto Prezzo/Utile ponderato per tener conto del fatturato generato dai diversi settori di attività (Riscaldamento: 20,7%; Condizionamento e trattamento dell'aria: 23,8%; Cottura e preparazione dei cibi: 43,9%, Pulizia della casa

e stiro: 11,6%). Sono pertanto state prese in esame: per il comparto del Riscaldamento, l'olandese Philips; per quello del condizionamento e trattamento dell'aria, la tedesca Siemens, Electrolux, Philips, la statunitense Emerson Electric, Munters e Saeco; per quello della cottura e preparazione dei cibi, Siemens, Electrolux, le statunitensi Maytag e Whirlpool, Saeco, Philips ed Emerson Electric; e infine, per quello della pulizia della casa e stiro, Siemens e Philips. Ne deriva un P/E "medio" delle aziende concorrenti pari a 23,78 volte per il 2001 ed a 16,36 volte per il 2002, mentre per De' Longhi - rispettivamente ai prezzi minimo e massimo indicati per l'IPO, cioè 4 e 6,5 euro per azione - il rapporto P/E 2001 risulterebbe compreso fra 27,21 e 44,21 volte, ed il rapporto P/E 2002 fra 21,62 e 35,13 volte, valori decisamente più elevati rispetto alla media dei competitor.

## Avvertenza

Il Sole 24 ORE S.p.A. non ha alcuno specifico interesse collegato alla materia oggetto di queste analisi, che si basano su dati, informazioni e notizie forniti da terzi e ritenuti affidabili, ma dei quali non è possibile garantire l'esattezza e la completezza. L'unico scopo di questo lavoro è fornire analisi aggiornate e il più possibile accurate e in nessun caso rappresenta un'offerta o un invito ad acquistare o vendere titoli