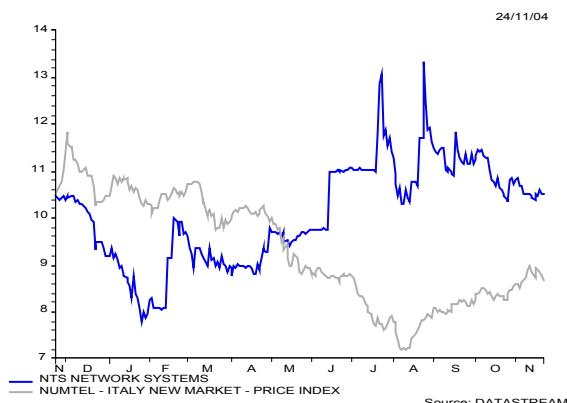


Initiating Coverage
NTS/EUTELIA
Add
Prezzo ord: €10.5


Company Key Data	2003/2004PF	2004/2005E	2005/2006E	2006/2007E
Revenues (€ mil)	511.1	542.3	619.5	684.3
EBITDA (€ mil)	20.7	50.8	79.2	91.6
EBIT (€ mil)	(50.8)	(19.5)	31.1	53.5
Net Income (€ mil)	(54.0)	(28.1)	27.8	42.6
Dividend Ord. (€)	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS adj (€)	(0.82)	(0.46)	0.46	0.70
EV/EBITDA (x)	31.5	13.4	7.7	5.6
P/E adj (x)	(12.8)	(22.9)	23.0	15.0

Source: Company data and Banca Caboto S.p.A. estimates

Banca Caboto S.p.A. è specialist di NTS/Eutelia.

Company Data	Ords
N. of Shares (mil):	61
Market Price (€):	10.54
Target Price (€):	12.1
Target Upside:	15%
Previous Target (€):	n.a.

Market Data	
Market Cap (€ mil)	641.3
Free Float (%)	15.02
12 m Hi/Lo (€)	13.35/7.8
Average Volumes ('000)	7.5

Other Info	
Sector	TLC
Reuters Code	FDL.MI
Bloomberg Code	NTS IM
Numtel Index	1,308

Performance (%)	Abs	Rel
1 month	-0.1	-4.1
3 months	-10.1	-20.9
12 months	0.3	17.8

November 24, 2004

Giulia Sartorelli +39 02 8021 2707
Giulia.Sartorelli@caboto.it

Marco Pisanti +39 02 8021 5608
Marco.Pisanti@caboto.it

Un operatore ancora in trasformazione

Eutelia è un operatore telefonico, nato nel 2003 dalla fusione tra Plug It ed Edison Tel, che a fine dicembre sarà quotato al Nuovo Mercato grazie alla fusione con NTS, acquisita a metà del 2004. La società, quinto operatore fisso nazionale in termini di fatturato (591 € mil nel 2003) e terzo per estensione della rete (7,000km), è attivo in tutti i principali segmenti del mercato: 1) consumer (prepagato); 2) business; 3) operatori TLC e ISP (wholesale); 4) servizi premium. In particolare nel mercato del Consumer-prepagato Eutelia opera come operatore di riferimento avendo scelto di focalizzarsi soprattutto verso le direttrici internazionali attraverso servizi di carte prepagate, ricariche on line e phone shop. A settembre Eutelia ha acquisito il controllo di Noicom, società di telecomunicazioni piemontese nata nel 2000 e focalizzata sui servizi alle aziende nelle aree del Nord Ovest (Piemonte, Liguria e Valle d'Aosta).

La combined entity, che assumerà la denominazione di Eutelia, manterrà il periodo contabile di NTS (chiusura del bilancio al 30 giugno). Nelle nostre stime - leggermente più conservative del piano e che includono anche Noicom - il fatturato dovrebbe incrementarsi ad un CAGR03/04-06/07 del 10.2% e l'EBITDA margin migliorare progressivamente dal 10.9% 2004/2005E al 14% nel 2009/2010. Il piano industriale presentato dalla società, che non includeva ancora Noicom, prevedeva una crescita del fatturato del 12% (CAGR 04-07), con un miglioramento del gross margin dal 23% al 26% ed un EBITDA stabile al 14%. EBIT e net income, previsti negativi per circa 15€mil alla fine del 2004 (anno solare) dovrebbero superare il break even a partire dal 2H05.

Consideriamo Eutelia una realtà in trasformazione. Oltre alla crescita organica, la strategia del gruppo prevede anche linee di crescita esterne come dimostrato anche dalla recente acquisizione dell'operatore telefonico piemontese Noicom (settembre 2004). L'obiettivo è quello di ampliare, attraverso la progressiva aggregazione, non solo la dimensione del business ma anche le aree geografiche coperte. Tale eventualità è supportata anche dallo scarso livello di indebitamento del gruppo che già dal 2005/2006 si troverà con una posizione finanziaria netta positiva. Dalla valutazione tramite DCF otteniamo un Fair Value di 12.1€ per azione (11.8€ per azione fully diluted). Al Fair Value il titolo tratterebbe ad un EV/EBITDA04/05 di 15.3x ed un EV/Sales di 1.4x. **Raccomandazione ADD e target 12.1 € per azione (11.8 € per azione Fully Diluted)**

Indice

INVESTMENT CASE	3
VALUTAZIONE.....	4
<i>DCF Model.....</i>	<i>4</i>
<i>Multipli di mercato.....</i>	<i>5</i>
DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ	8
EUTELIA	8
<i>Business Model</i>	<i>8</i>
<i>Network.....</i>	<i>9</i>
<i>Acquisizione di Noicom.....</i>	<i>9</i>
NTS.....	10
<i>Ultime vicende del gruppo</i>	<i>10</i>
SWOT ANALYSIS	11
STIME 2004-2007	12
BUSINESS PLAN	12
OPERAZIONE DI FUSIONE.....	16

Investment Case

Eutelia: un operatore fisso completo

Eutelia, nata nel 2003 dalla fusione tra Plug It ed Edison Tel, a fine dicembre sarà quotata al Nuovo Mercato grazie alla fusione con di NTS, acquisita a metà del 2004. La società, quinto operatore fisso nazionale in termini di fatturato e terzo per estensione della rete (7,000km), è attivo in tutti i principali segmenti del mercato: 1) consumer (prepagato); 2) business; 3) operatori TLC e ISP (wholesale); 4) servizi premium. In particolare nel mercato del Consumer-prepagato Eutelia opera come operatore di riferimento avendo scelto di focalizzarsi soprattutto verso le direttrici internazionali attraverso servizi di carte prepagate, ricariche on line e phone shop.

Risultati 2003

Nel 2003 i risultati di Eutelia pro forma evidenziano un fatturato pari a 591 € mil, un EBITDA margin all'1.4% ed un EBIT negativo per 52 € mil. Tuttavia i dati del 2003 non rappresentano un punto di partenza significativo, soprattutto sotto il profilo della marginalità, dal momento che non includono le sinergie ottenute con la fusione che hanno portato già nel 1Q04 l'EBITDA margin al 10.5%.

Credibili i target del piano

Il target del piano industriale presentato in occasione della fusione, che tuttavia non includeva la neoacquisita Noicom, appaiono credibili. Nel piano si prevede una crescita del fatturato del 12% (CAGR 04-07 anni solari), con un miglioramento del gross margin dal 23% al 26% ed un EBITDA stabile al 14%. EBIT e net income, previsti negativi per circa 15€mil alla fine del 2004 (anno solare), dovrebbero superare il break even a partire dal 2H05. Rispetto al piano, così come formulato, siamo sostanzialmente in linea con i ricavi (+11.1%CAGR 04-07) mentre leggermente più conservativi sulla marginalità. Includendo anche Noicom ed utilizzando il periodo di bilancio che adotterà la combined entity otteniamo una crescita dei ricavi del 10.2% (CAGR03/04-06/07) e dell'EBITDA del 64.1%(CAGR03/04-06/07), con l'EBITDA margin che raggiungerà circa il 14% nell'esercizio 2009/2010. Riteniamo, infatti, che a quella data Eutelia sarà stata in grado di portare anche la marginalità di Noicom (che dovrebbe raggiungere il break-even quest'anno) ai livelli del resto del gruppo grazie alle sinergie ed al taglio dei costi.

La marginalità non elevatissima spiegata dal mix di ricavi

Dal punto di vista della profittabilità Eutelia, nonostante la proprietà della rete, presenta margini inferiori a quelli di altri operatori telefonici per via del mix di ricavi. Infatti, dei quattro segmenti di mercato coperti (business – consumer (carte prepagate) – wholesale – servizi premium), il business, quello che offre la marginalità più alta, rappresenta circa il 28% dei ricavi di quest'anno (30% al 2006/2007) mentre circa il 52% del fatturato proviene dalle prepagate e dai servizi premium (circa 15% del gross margin).

Eutelia è ancora un operatore in trasformazione

Dalla valutazione tramite DCF otteniamo un Fair Value di **12.1 € per azione** (11.8 € per azione fully diluted). Consideriamo Eutelia una realtà in trasformazione. Oltre alla crescita organica, la strategia del gruppo prevede anche linee di crescita esterne come dimostrato anche dalla recente acquisizione dell'operatore telefonico piemontese Noicom (settembre 2004). L'intero settore telefonico, dopo la nascita di diversi operatori avvenuta con l'inizio della liberalizzazione del mercato, sta ora mostrando una tendenza alla concentrazione. Riteniamo che per Eutelia questo processo di crescita di fatto non sia ancora terminato e che, una volta conclusasi l'operazione di fusione con Noicom, Eutelia potrebbe compiere ulteriori acquisizioni di operatori regionali. L'obiettivo è quello di ampliare, attraverso la progressiva aggregazione, non solo la dimensione del business ma anche le aree coperte. Tale eventualità è supportata anche da: 1) lo scarso indebitamento del gruppo che già dal 2005/2006 si troverà con una posizione finanziaria netta positiva; 2) la decisione di non fornire ancora alcuna guideline sui dividendi riservandosi di verificare prima le possibilità di crescita sul mercato.

Valutazione

DCF Model

12.1€/sh il Fair Value

Abbiamo compiuto la valutazione di Eutelia attraverso il DCF pervenendo ad una valutazione di **12.1€/sh** (11.8€/sh Fully Diluted). Nella nostra valutazione abbiamo già considerato l'imminente fusione di Noicom in Eutelia. La NFP è quella stimata PF che include: i) il debito di Noicom; ii) l'esborso per l'acquisto della rimanente parte del capitale di Newdeal, una società prima consolidata a patrimonio netto e destinata anch'essa ad essere fusa in Eutelia in tempi brevi (36 € mil l'esborso).

Riportiamo nelle seguenti tabelle la nostra valutazione e le relative assunzioni.

Tabella 1: Eutelia- Valutazione

		Fully Diluted
Enterprise Value	795.3	795.3
NFP	(60.0)	0.00
Minorities	0.0	-
Associates		0.00
Equity	735.3	795.3
N. of shares (mil)	60.8	67.23
Target price (€7share)	12.1	11.8

Fonte: elaborazione Banca Caboto s.p.a.

Rispetto alle indicazioni fornite nel piano, le nostre assunzioni sono state più conservative in particolare dal punto di vista della crescita del fatturato che delle capex. Rispetto ad altri operatori il contenuto ammontare degli investimenti (5% del fatturato vs 10%-8% del settore) è spiegato dall'avvenuto completamento della rete.

Tabella 2: Eutelia- Free Cash Flows

(€ mil)	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
EBIT	(19.5)	31.1	53.5	54.4	64.8	77.9
Dep./Amm.	57.9	70.2	48.0	38.0	37.0	36.1
Δ OWC	7.8	0.8	4.8	0.5	1.5	1.6
Capex	(27.9)	(37.3)	(37.9)	(38.6)	(39.2)	(39.8)
Taxes	0.0	0.0	(4.5)	(18.5)	(22.0)	(26.5)
FREE CASH FLOW	18.3	64.8	63.9	35.7	42.1	49.3

Fonte: elaborazione Banca Caboto s.p.a.

Tabella 3: Eutelia- WACC

Risk-free rate	4.3%
Debt spread	1.0%
Mkt. Risk premium	4.0%
Beta	1.2
Cost of equity	9.1%
Tax rate	34.0%
Cost of debt	3.5%
Gearing (target)	25.0%
WACC	7.7%

Fonte: elaborazione Banca Caboto s.p.a.

Il tasso di crescita perpetuo è pari al 2.5%. Abbiamo assunto un gering del 25% in quanto riteniamo che nel medio termine sia ragionevole assumere un'ottimizzazione della struttura finanziaria che altrimenti risulterebbe troppo penalizzante. La completa mancanza di leverage, infatti, incrementerebbe il WACC al 8.3% portando il Fair Value a 10.9 € per azione.

Tabella 4: Eutelia- Sensitivity

€/sh	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
6.2%	14.30	15.59	17.23	19.38	22.32
6.7%	12.85	13.86	15.11	16.70	18.78
7.2%	11.66	12.46	13.44	14.65	16.18
7.7%	10.65	11.31	12.09	13.03	14.20
8.2%	9.80	10.34	10.97	11.73	12.64
8.7%	9.06	9.51	10.03	10.65	11.38
9.2%	8.42	8.79	9.23	9.74	10.33
9.7%	7.85	8.17	8.54	8.96	9.45

Fonte: elaborazione Banca Caboto s.p.a.

Multipli di mercato

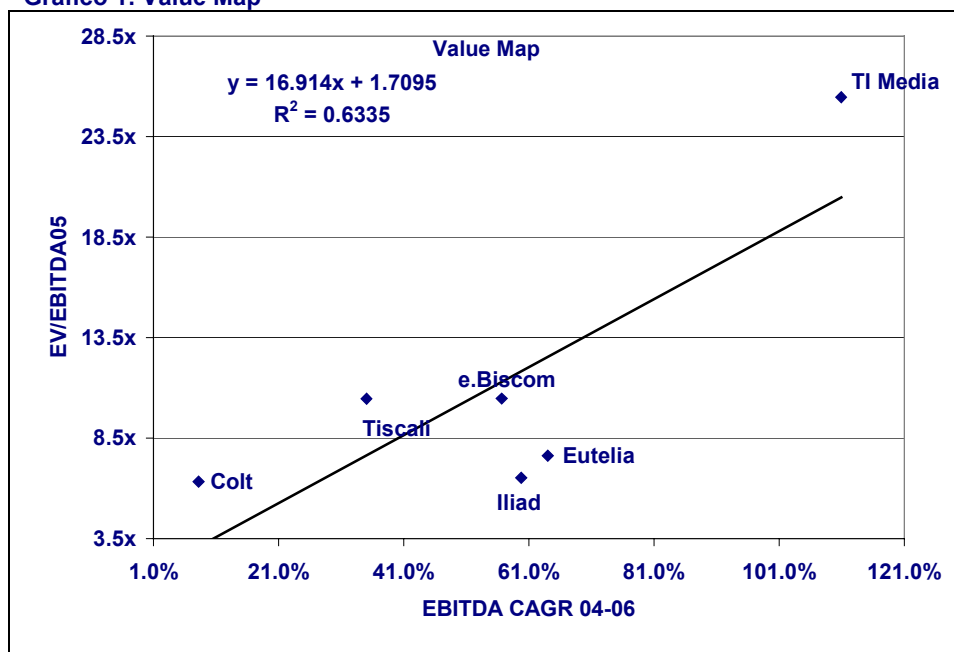
Abbiamo confrontato i multipli di Eutelia con quelli di altri operatori fissi alternativi sia italiani che stranieri. Come mostrato dalla seguente tabella, immaginando che il prezzo attuale di NTS (10.6€/sh) già incorpori l'imminente fusione, Eutelia tratterebbe decisamente a sconto sia in termini di EV/EBITDA che di EV/Sales.

Tabella 5: TLC Italiane- Multipli EV

	EV/Sales			EV/EBITDA		
	FY04E	FY05E	FY06E	FY04E	FY05E	FY06E
Telecom Italia Media	2.4x	2.1x	2.3x	42.1x	25.5x	22.5x
E Biscom	4.9x	3.9x	3.1x	16.2x	10.5x	8.6x
Tiscali	1.4x	1.2x	0.9x	14.8x	10.5x	7.8x
Colt	0.9x	0.9x	0.8x	6.9x	6.3x	5.1x
Iliad	2.4x	1.8x	1.4x	10.6x	6.5x	4.8x
Average	2.4x	2.0x	1.7x	18.1x	11.8x	9.8x
Median	2.4x	1.8x	1.4x	14.8x	10.5x	7.8x
EUTELIA	1.3x	1.0x	0.8x	13.4x	7.6x	5.6x

Fonte: elaborazione Banca Caboto s.p.a.

Grafico 1: Value Map



Fonte: elaborazione Banca Caboto s.p.a.

Bond Convertibili

A fine anno l'emissione di due bond convertibili

L'operazione di acquisizione di NTS ha comportato per Eutelia l'accollo del debito di Content nei confronti di Centrobanca e G Invest per 128 € mil; l'avvenuta acquisizione di NTS l'ammontare del debito è stato rinegoziato a 99 € mil, di cui 65 € mil da corrispondere entro 18 mesi e 34 € mil entro 36 mesi. In particolare era previsto che le banche, qualora Eutelia entro il 31 marzo 2005 avesse emesso obbligazioni convertibili per un importo e con scadenza coincidente alla rata di 34 € mil, sottoscrivessero il bond tramite compensazione con il credito residuo.

A giugno l'Assemblea di Eutelia ha approvato l'emissione di 2 bond convertibili:

1. "Eutelia 2004-2007 Convertibile" da 34 € mil = prestito, infruttifero, riservato a Centrobanca SpA e G Invest B.V. Conversione in unica soluzione ad Aprile 2007.
2. "Eutelia 2004-2014 Convertibile" da 26 € mil = interesse annuale del 3%, offerto in opzione ai soci.. Conversione possibile ogni anno nei mesi di agosto e febbraio a partire dal 1 agosto 2005.

Rapporti di conversione

Entrambi i prestiti possono essere convertiti al minore tra:

a) "Rapporto di Conversione Fisso":

- Eutelia 2004-2007: 533.33 (1,600 azioni Eutelia ogni 3 obbligazioni)
- Eutelia 2004-2014: 0.106 (8 azioni Eutelia ogni 75 obbligazioni)

b) "Rapporto di Conversione di Mercato";

pari al rapporto tra il Valore Nominale di ogni obbligazione e la media ponderata per i volumi dei prezzi ufficiali dei tre mesi precedenti la data di conversione dalle Azioni.

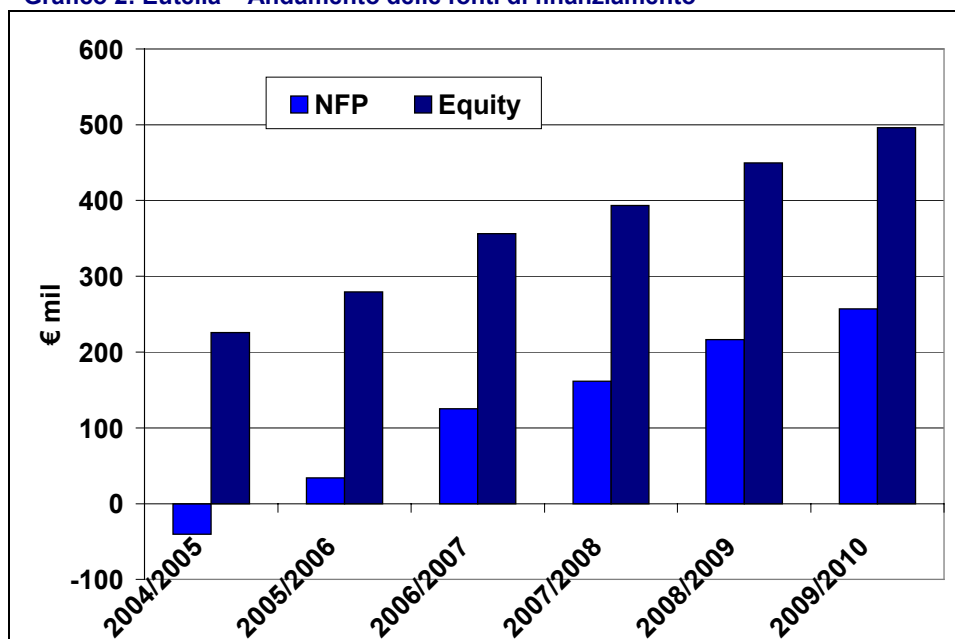
Ipotizzando uno yield di mercato non inferiore all'1.2%, abbiamo assunto che entrambi i bond vengano convertiti alla prima finestra utile. Per il calcolo del numero di azioni Fully Diluted abbiamo assunto in maniera conservativa il rapporto di conversione fisso, sebbene al momento della conversione il rapporto di conversione di mercato potrebbe essere più basso, riducendo quindi l'ammontare di azioni emesse.

Tabella 6: Eutelia – Andamento della struttura finanziaria

	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Cash	137.0	163.3	219.6	257.2	316.3	360.9	414.2	481.6
Debt	177.4	129.1	94.2	95.8	99.9	104.0	109.2	115.6

Fonte: elaborazione Banca Caboto s.p.a.

Grafico 2: Eutelia – Andamento delle fonti di finanziamento



Fonte: elaborazione Banca Caboto s.p.a.

Descrizione della società

Eutelia

Eutelia nasce alla fine del 2003 dalla fusione tra Plug It ed Edison Tel (acquistata da Plug It ad agosto del 2003) e si posiziona tra i primi 5 operatori italiani in termini di fatturato. Da Edisontel Eutelia ha ereditato una rete proprietaria di circa 7,000 km, la seconda per estensione tra gli operatori alternativi dopo quella di Wind (18,000 km).

Eutelia è, quindi, il risultato di due realtà diverse ma complementari. Da un lato Plug It, concentrata sui servizi premium e priva di una propria infrastruttura di rete, che aveva puntato sulla capacità di sviluppare soluzioni software/web application e sulla propria forza commerciale. Dall'altra Edisontel che aveva, invece, adottato un modello basato su importanti investimenti infrastrutturali.

Business Model

Eutelia è attualmente concentrata in quattro aree di business ed opera essenzialmente nelle aree del Centro-Nord. Inoltre, tramite società partecipate titolari di licenze di telefonia fissa, Eutelia è attiva sia in Romania che in Inghilterra.

- **Servizi Premium (55.8% sales 2003)**: costituiva la principale attività di Plug It. La sua incidenza è destinata a scendere nel 2004/2005 al 25% a causa dei tagli alle tariffe imposti dalla normativa.
- **Wholesale (19.2% sales 2003)**: offerta di servizi voce, trasmissione, internet e telehouse ai carrier nazionali ed internazionali, ai reseller ed agli ISP. In particolare le relazioni con i carrier internazionali offrono ad Eutelia la possibilità di gestire in maniera efficiente il segmento del prepagato che genera essenzialmente traffico verso l'estero.
- **Business (14.5% sales 2003)**: offerta a Top, Medium e SOHO customer di voce /dati / internet / VPN / progetti di system integration. La customer base di Eutelia è attualmente costituita da 800 large corporate, 17,700 medie imprese ed una realtà c.d. "micro" formata da agenzie ed operatori reseller.
- **Consumer (10.9% sales 2003)**: il 99% dell'attività si concentra nella vendita di traffico prepagato attraverso carte distribuite nelle ricevitorie SISAL (11,000) oppure attraverso Phone shops. Il resto dell'attività è rappresentato da servizi voce ed internet.

La copertura delle quattro principali aree di business rende Eutelia un operatore completo; rispetto a Telecom Italia e Wind la differenza di offerta risiede essenzialmente nel segmento residenziale dove Eutelia opera quasi esclusivamente nel business del traffico prepagato.

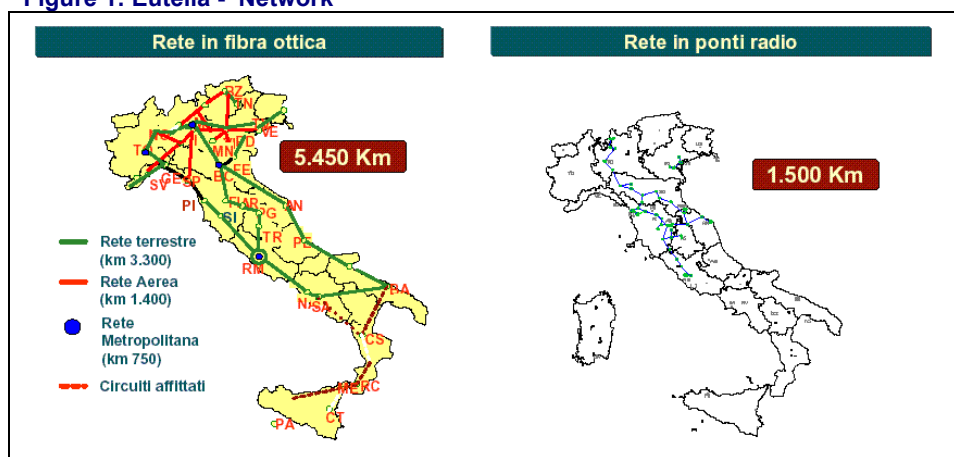
Network

Eutelia, grazie agli investimenti compiuti da Edisontel, è oggi proprietaria di un'infrastruttura di rete inferiore solo a quella dell'incumbent ed a quella di Wind. In particolare Eutelia possiede:

- una rete di 7,000km, di cui 5,450 km in fibra ottica (4,700 km backbone di rete terrestre/rete aerea e 750 km di MAN nelle città di Torino, Milano, Bologna e Roma) e 1,500 km di ponti radio;
- 248 siti ULL basate su 26 capoluoghi;
- 43 POP nazionali, 4 POP internazionali (3 a Londra e 1 New York) e 2 centrali di interconnessione internazionale .

L'infrastruttura di Eutelia è compatibile con la tecnologia UMTS e permette, quindi, la trasmissione contemporanea ed integrata di voce, dati ed internet.

Figure 1: Eutelia - Network



Fonte: dati societari

Acquisizione di Noicom

A metà settembre 2004 Eutelia ha acquisito il controllo di Noicom, società di telecomunicazioni piemontese nata nel 2000 e focalizzata sui servizi alle aziende nelle aree del Nord Ovest (Piemonte, Liguria e Valle d'Aosta). Nel 2003 il fatturato Noicom ha raggiunto un fatturato pari a 70.3 € mil, di cui il 65% rappresentato da servizi rivolti alla clientela business, il 30% dal wholesale ed il 5% dal residential. Per il 2004 le attese sono di una crescita della top line è par al 14.3% e di un EBITDA a break even.

L'acquisizione di Noicom permette ad Eutelia di:

1. più che raddoppiare la customer base soprattutto nel segmento business;
2. migliorare la profittabilità della clientela Noicom grazie alla proprietà della rete.

L'operazione di acquisizione è avvenuta attraverso la sottoscrizione da parte di Eutelia del 94% dell'aumento di capitale di Noicom (esborso pari a circa 2.8 € mil) resosi necessario a seguito dell'azzeramento del capitale sociale per le perdite maturate. Sulla restante parte dell'aumento hanno un diritto di opzione un gruppo di circa 10 investitori; in caso di mancata sottoscrizione la quota verrebbe sottoscritta da Eutelia. A metà novembre 2004 il Consiglio di Amministrazione di Eutelia ha già deliberato la fusione per incorporazione di Noicom S.p.A. (e di Voiceplus Italia Srl un'altra piccola società del gruppo). Il progetto di fusione approvato prevede l'acquisizione da parte di Eutelia del 100% del capitale, pertanto la fusione non darà luogo ad alcun concambio azionario. Al momento dell'acquisizione il debito netto di Noicom era pari a 19 € mil.

NTS

NTS-Network Systems, ex Freedomland, nasce nel 1999 come società specializzata nell'Interactive Television e nell'Internet TV e dall'aprile del 2000 è quotata al Nuovo Mercato. Dal 2002 la società si è focalizzata sulle soluzioni interattive per la TV Digitale Terrestre partecipando anche alla sperimentazione promossa dal Ministero delle Comunicazioni per i servizi di pubblica utilità sulla piattaforma DVB-T/MHP.

Oggi il business principale della società riguarda Tele Radio Padre Pio. Dal giugno 2003 NTS trasmette su piattaforma digitale and on air nel bouquet di SKY. L'attuale palinsesto comprende liturgie e programmi da studio per un totale di 14 ore di trasmissione giornaliera. L'altra attività consiste nella gestione dei circa 3.000 clienti attivi possessori del decoder internet-TV che fruiscono attraverso il portale NTS di servizi di accesso, chat, mail e community.

Ultime vicende del gruppo

L'acquisizione di NTS da parte di Eutelia giunge al termine di un periodo travagliato per il gruppo.

Il gruppo era stato acquisito verso la fine del 2002 da Content, veicolo posseduto interamente dalla società di diritto lussemburghese July Twenty, che aveva rilanciato dopo l'OPA totalitaria avanzata da Interactive Group SpA, società milanese attiva nel campo della post-produzione e controllata dalla belga Win Web Investment Network (che faceva capo a Gianluca Vacchi) e da Bruno Bogarelli. July Twenty a sua volta era controllata da 3 società rispettivamente facenti capo alla Cambria Fund, alla famiglia Mutti (azionista di controllo di Tecnosistemi attraverso la società Coorsfield Investment) ed a M.C. Ferrario.

L'operazione prevedeva che NTS (allora Freedomland) acquisisse, facendo ricorso alle proprie risorse finanziarie, la maggioranza di Tecnosistemi SpA (di cui i principali azionisti erano: Coorsfield al 58.8%, Star Venture I Belgium al 21.3%, Aletti Merchand SpA al 14.5%). Tale acquisizione avrebbe dovuto consentire agli azionisti di Tecnosistemi di reperire l'ammontare necessario a sottoscrivere un aumento di capitale di July Twenty, che a sua volta avrebbe utilizzato queste risorse per sottoscrivere un nuovo aumento di capitale da parte di Content volto a rimborsare il finanziamento ottenuto per l'acquisizione di NTS.

A seguito delle difficoltà emerse in Tecnosistemi ed al conseguente rifiuto da parte di NTS di acquistare il gruppo, si sono avviati una serie di contenziosi legali tra NTS ed i vari attori dell'operazione relativamente sia alla mancato adempimento del contratto di compravendita Tecnosistemi (il controvalore era determinato in 170 € mil), sia ai crediti ed alle garanzie concesse da NTS a Tecnosistemi. Le procedure sono tuttora in corso. La società ritiene, sulla base del parere formulato dai legali incaricati, scarsamente significativo il rischio relativo ai sopra menzionati contenziosi. I crediti e le garanzie nei confronti di Tecnosistemi sono già stati svalutati nel passato esercizio, conseguentemente l'unico impatto economico proverrebbe dall'esecuzione forzata del contratto di compravendita. I gradi di giudizio fino ad ora affrontati hanno dato ragione ad NTS, motivo per cui la società non ha ritenuto di dover fare accantonamenti per la vicenda.

SWOT Analysis

Punti di forza • Proprietà delle infrastrutture di rete • Interconnessione diretta con i principali carriers internazionali (vantaggioso per il business delle carte prepagate) • Forza commerciale sviluppata	Opportunità • Opportunità di crescita offerte dal broadband • Crescente flusso di immigrazione che stimola il traffico verso le direttrici internazionali • Servizi premium legati all'UMTS • Processi di consolidamento nel settore TLC
Punti di debolezza • Necessità di crescere essenzialmente per linee esterne • Circa il 50% del fatturato proveniente da tipologie di business meno profittevoli	Minacce • Pressione tariffaria nel traffico voce • Forte competizione nel segmento della clientela business.

Fonte: elaborazione Banca Caboto s.p.a.

Stime 2004-2007

Business Plan

Il business plan presentato da Eutelia in occasione della fusione, che non includeva ancora Noicom, presenta target di crescita e di miglioramento della marginalità che riteniamo credibili, sebbene abbiamo preferito mantenerci più conservativi su alcune delle ipotesi di sviluppo.

Driver di crescita dei ricavi per segmento di business indicati dal piano sono:

- **Wholesale:** potenzialità nel segmento ISP connesse allo sviluppo del broadband ed estensione della rete internazionale;
- **Business:** capacità di ampliare l'offerta con servizi integrati e di effettuare offerte competitive sul prezzo;
- **Consumer:** potenziamento delle catene di distribuzione delle ricariche e dei phone shop ed Eutelia point (diretti/in Franchising);
- **Servizi Premium:** nuovi servizi sui telefoni cellulari di nuova generazione (UMTS) e di nuove numerazioni per servizi di Televoto.

Driver di miglioramento della marginalità:

- **Sinergie:** nel 2004 dovrebbero rendersi evidenti le sinergie tra Plugit ed Edisontel non emerse nei conti del 2003. Già nel 1H04 l'EBITDA margin si è attestato al 10%.
- **Riorganizzazione della struttura:** il processo di riorganizzazione dovrebbe portare ad una riduzione dei costi del personale e di G&A (costo del personale -11.5 €mil rispetto al 2003)
- **IRU:** grazie alla sottoscrizione a maggio di un contratto triennale (-4.6 €mil rispetto al 2003)
- **Insourcing delle attività di sviluppo e mantenimento del dell'IT e delle infrastrutture di rete:** (-10.9 €mil rispetto al 2003)
- **Call center in Romania:** utilizzo del call center rumeno di una propria collegata (-2.5€mil rispetto al 2003)

A ciò va sommato il termine del contratto con IBM che porterà ad una riduzione delle opex IT di circa 15 €mil.

Tabella 7: Eutelia- Piano Industriale 04-07 (ex Noicom) vs ns Stime

PIANO INDUSTRIALE								
	2002 PF	2003	2004	2005	2006	2007	CAGR 03-07	CAGR 04-07
Business	72	83	101	137	163	175	20.4%	20.2%
Consumer	55	65	86	96	107	114	15.3%	10.0%
Wholesale	82	113	127	152	170	182	12.6%	12.6%
Premium	199	330	128	136	141	145	-18.6%	4.1%
NTS			3	3	4	4		12.6%
Total Revenues			445.3	523.7	585.8	620.3		11.7%
Business		26	36	51	64	69	28.0%	24.4%
Consumer		7	11	14	17	19	28.5%	19.5%
Wholesale		28	33	40	44	46	13.1%	11.7%
Premium		53	21	23	24	25	-17.4%	6.0%
NTS			0	1	2	2		n.m.
Gross Margin			101.2	129.6	151.3	162.1		17.0%
% on revenues			22.7%	24.7%	25.8%	26.1%		
EBITDA			51.8	72.7	84.1	88.3		19.5%
% on revenues			11.6%	13.9%	14.4%	14.2%		
STIME CABOTO								
	2002 PF	2003	2004	2005	2006	2007	CAGR 03-07	CAGR 04-07
Business	72	83	102	117	143	154	16.7%	14.9%
Consumer	55	65	87	108	127	142	21.8%	17.9%
Wholesale	82	113	132	148	165	177	11.7%	10.1%
Premium	199	330	129	137	142	145	-18.6%	4.0%
NTS			3	3	3	3		5.0%
Total Revenues			452	512	580	621		11.1%
Business		26	35	41	55.0	61	23.8%	19.8%
Consumer		7	11	17	21.1	24	36.1%	29.7%
Wholesale		28	30	35	41.8	43	11.1%	12.6%
Premium		53	21	24	23.9	25	-17.3%	5.8%
NTS			0	0	0	0	n.m.	n.m.
Gross Margin			98	117	142	153		16.1%
% on revenues			21.6%	22.8%	24.4%	24.6%		
EBITDA			48.3	63.9	78.8	81.7		19.1%
% on revenues			10.7%	12.5%	13.6%	13.2%		

Fonte: elaborazione Banca Caboto s.p.a. NM: not meaningful

Includendo Noicom (consolidata a partire dal 3Q04), abbiamo assunto che entro il 2006 Eutelia sarà in grado di portare anche l'EBITDA margin della società in linea con il resto del gruppo.

Tabella 8: Eutelia- Conto Economico comprensivo di Noicom(2004-2010)

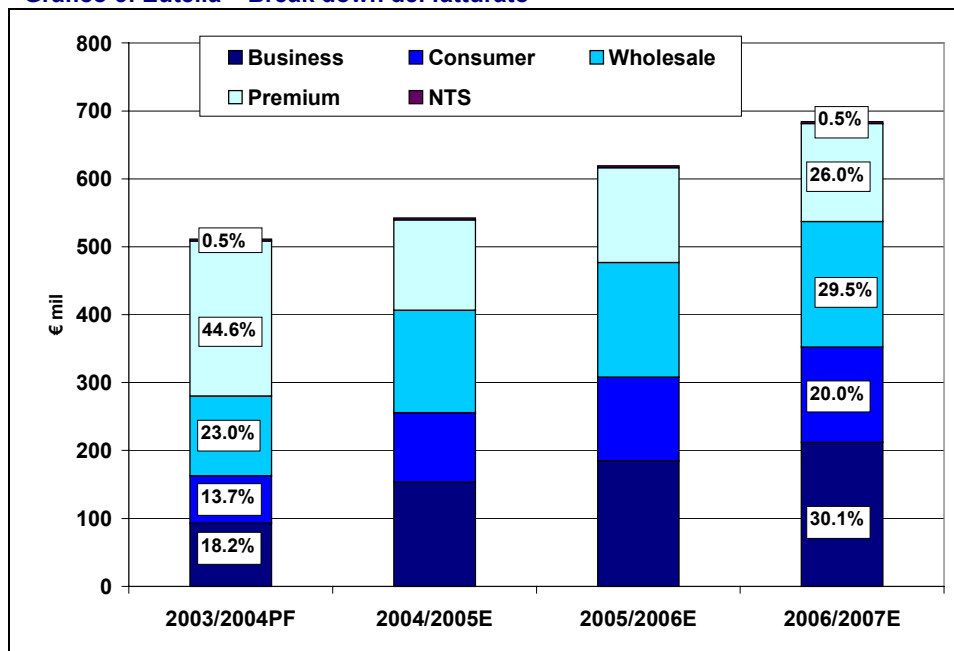
	2003/2004PF	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Revenues	511.1	542.3	619.5	684.3	724.4	762.0	799.7
Interconnection a & Other	(406.0)	(412.6)	(459.4)	(501.8)	(540.1)	(566.7)	(593.6)
Gross margin	105.1	129.7	160.1	182.6	184.3	195.3	206.2
Gross margin	20.6%	23.9%	25.8%	26.7%	25.4%	25.6%	25.8%
Network costs	(22.5)	(11.5)	(17.5)	(25.0)	(22.6)	(23.1)	(23.7)
Contribution margin	82.6	118.1	142.6	157.5	161.7	172.1	182.4
Contribution margin	16.2%	21.8%	23.0%	23.0%	22.3%	22.6%	22.8%
Opex	(61.9)	(67.3)	(63.3)	(65.9)	(70.1)	(71.2)	(72.3)
EBITDA	20.7	50.8	79.2	91.6	91.5	100.9	110.1
EBITDA margin	4.1%	9.4%	12.8%	13.4%	12.6%	13.2%	13.8%
Total depreciations and amort.	(71.5)	(70.3)	(48.1)	(38.1)	(37.1)	(36.1)	(32.2)
EBIT	(50.8)	(19.5)	31.1	53.5	54.4	64.8	77.9
EBIT margin	n.m.	n.m.	5.0%	7.8%	7.5%	8.5%	9.7%
NET INCOME	(59.4)	(28.5)	30.4	51.6	40.3	57.1	70.1
Net margin	n.m.	n.m.	4.9%	7.5%	5.6%	7.5%	8.8%

Fonte: elaborazione Banca Caboto s.p.a. NM: not meaningful

Ipotesi conservativa di mancato
rinnovo dell'IRU
SOTTOSCRITTO NEL 2004

Come mostrato nel seguente grafico l'acquisizione di Noicom ha permesso ad Eutelia di incrementare la quota di fatturato rappresentata dai clienti business dal 25.9% al 31.1% (altrimenti sarebbe al 2006/2007 sarebbe rimasta intorno al 20.4%).

Grafico 3: Eutelia – Break down del fatturato



Fonte: elaborazione Banca Caboto s.p.a

Tabella 9: Eutelia- Stato Patrimoniale comprensivo di Noicom(2003/2004PF-2006/2007E)

BALANCE SHEET	2003/2004PF	2004/2005E	2005/2006E	2006/2007E	2007/2008E	2008/2009E	2009/2010E
Fixed assets	206	211	202	202	203	206	213
Intangibles assets	82	62	60	60	60	61	61
Financial assets	7	47	47	48	48	48	48
TOTAL FIX ASSETS	295	320	310	310	312	315	323
Cash & equivalents	177	137	163	220	257	316	361
Inventories	1	1	2	3	3	3	3
Accounts receivables	132	133	153	169	171	180	189
Other current assets	32	34	39	43	46	49	51
TOTAL CURRENT ASSETES	343	305	358	435	477	548	604
TOTAL ASSETS	637	625	668	745	789	863	926
Accounts payables	117	120	133	148	150	156	163
Financial Short term debt	121	62	71	78	80	84	89
Other current liabilities	83	90	105	115	119	125	132
CURRENT LIABILITIES	321	272	309	342	349	366	383
TFR	2.8	4.1	3.9	3.9	4.5	4.9	5.3
Risk and charges	5.1	6.0	6.0	6.0	5.5	5.5	5.5
Financial Long term debt	68.1	115.7	57.7	15.7	15.6	15.6	15.5
Leasing	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tax liabilities	0.0	1.0	11.0	21.0	21.0	21.0	21.0
Other long term liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
TOTAL LONG-TERM LIABILITIES	76.1	126.9	78.7	46.6	46.6	47.0	47.3
NET EQUITY	240.2	225.5	279.3	355.9	392.9	449.3	495.6
Minorities	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
TOTAL EQUITY	240.6	225.8	279.6	356.2	393.3	449.6	496.0
TOTAL LIAB.& EQUITY	637	625	668	745	789	863	926

Fonte: dati societari, stime Banca Caboto s.p.a.

Operazione di fusione

L'operazione Eutelia-NTS prende avvio lo scorso aprile con l'acquisizione da parte di Eutelia del 79.95% del capitale di NTS detenuto da Content. La cessione ha previsto l'esborso di 8 € mil cash e l'accollo del debito di 128 € mil che Content aveva nei confronti di Centrobanca e Ginvest B.V., successivamente ricontrattato e ridotto a 99 € mil (di cui 34 € mil saranno pagati attraverso obbligazioni convertibili riservate alle due banche).

L'operazione ha comportato l'obbligo per Eutelia di OPA totalitaria obbligatoria avvenuta ad un prezzo di 11.119€/ azione e conclusasi a luglio con l'adesione del 5.02% del capitale di NTS. Al momento della fusione, quindi, Eutelia possiede l'84.98% di NTS.

Ad inizio ottobre le assemblee straordinarie delle due società hanno approvato il progetto di fusione per incorporazione di Eutelia in NTS; quest'ultima modificherà la propria denominazione sociale in Eutelia Spa.

L'operazione di fusione si concluderà a dicembre ed avrà efficacia a partire dal 30 giugno 2004.

Concambio

Il concambio stabilito per l'operazione è pari a 3.7, ovvero 4 azioni NTS ogni 15 Eutelia detenute.

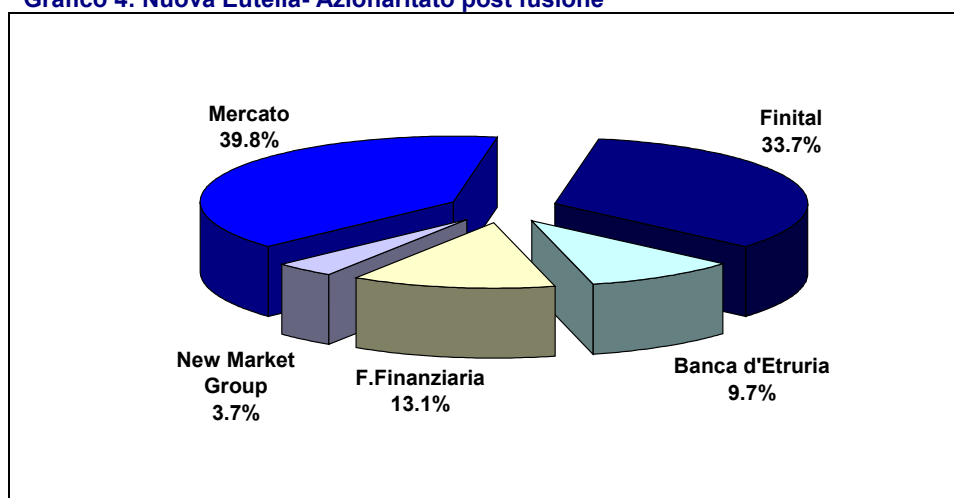
L'Equity di NTS è stato valutato pari a 145.9 €mil, di cui 137.5 €mil rappresentano la cassa netta alla data del 30 giugno.

L'Equity di Eutelia, comprensivo della partecipazione in NTS, è stato valutato 595.0 €mil, 582.4 €mil in termini di EV. Eutelia è stata quindi valorizzata, in base alle ipotesi del piano, ad un EV/Sales04 di 1.3x ed ad un EV/EBITDA04 di 10.6x, valore al di sotto del multiplo medio delle società telefoniche italiane di pari dimensioni che sono però caratterizzate da aspettative di crescita della marginalità superiori.

Azionariato post fusione

Attualmente la compagine azionaria di Eutelia è composta da : Fintal Spa (34.5%), Banca Etruria (10%) e per il 55.5% ad altri azionisti tra cui Cassa di Risparmio S. Minato. Dopo la fusione Fintal dovrebbe detenere il 33.7%, la Banca d'Etruria il 9.7%, F. Finanziaria il 13.1% e la New Market Group il 3.7%. Il free float sarà quindi pari a circa il 39.8%.

Grafico 4: Nuova Eutelia- Azionariato post fusione



Fonte: dati societari

NTS NETWORK SYSTEMS

Nov 24, 04

Sector:	Telecoms	Mkt Price (€)	Target (€)	Rating
Datatype:	Industrial	Ordinary	10.54	12.1
REUTERS CODE	FDL.MI			ADD

Values per Share (€)	2003/2004PF	2004/2005E	2005/2006E	2006/2007E
No. Ordinary Shares (mil)		61	61	61
No. NC Saving/Preferred Shares (mil)		-	-	-
Total No. of Equivalent Shares (mil)		61	61	61
EPS Adjusted		(0.46)	0.46	0.70
CFPS		0.69	1.25	1.33
BVPS		3.71	4.59	5.85
Dividend Ord		-	-	-
Dividend SAV Nc		-	-	-

Income Statement (€ mil)	2003/2004PF	2004/2005E	2005/2006E	2006/2007E
Sales	511.1	542.3	619.5	684.3
EBITDA	20.7	50.8	79.2	91.6
EBIT	(50.8)	(19.5)	31.1	53.5
Pretax Income	(53.6)	(28.1)	30.4	54.2
Net Income	(54.0)	(28.1)	27.8	42.6
Adj. Net Income	(50.1)	(28.0)	27.9	42.7

Cash Flow (€ mil)	2003/2004PF	2004/2005E	2005/2006E	2006/2007E
Net Income before Minorities	-	(28.8)	27.8	42.6
Depreciation and Provisions	-	70.3	48.1	38.1
Change in Working Capital	-	7.8	0.8	4.8
Operating Cash Flow	-	49.3	76.7	85.5
Capital Expenditure	-	(111.1)	(37.3)	(37.9)
Other (uses of Funds)	-	18.7	9.4	9.6
Free Cash Flow	-	(43.1)	48.7	57.2
Dividends and Equity Changes	-	14.1	26.0	34.0
Net Cash Flow	-	(29.0)	74.7	91.2

Balance Sheet (€ mil)	2003/2004PF	2004/2005E	2005/2006E	2006/2007E
Net Capital Employed	252.0	266.3	245.4	230.8
of which Associates	-	-	-	-
Net Debt (Cash)	11.4	40.4	(34.2)	(125.4)
Minorities	0.4	0.4	0.4	0.4
Net Equity	240.2	225.5	279.3	355.9
Market Cap	641.3	641.3	641.3	641.3
Enterprise Value (*)	654	683	608	517

Stock Market Ratios	2003/2004PF	2004/2005E	2005/2006E	2006/2007E
P/E adj	-12.8x	-22.9x	23.0x	15.0x
P/CEPS	-11.9x	15.2x	8.4x	7.9x
P/BVPS	2.7x	2.8x	2.3x	1.8x
Dividend Yield (%ord)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend Yield (%sav)				
EV/Sales	1.3x	1.3x	1.0x	0.8x
EV/EBITDA	31.5x	13.4x	7.7x	5.6x
EV/EBIT	-12.9x	-35.0x	19.5x	9.6x
EV/CE	2.6x	2.6x	2.5x	2.2x
D/EBITDA	0.6x	0.8x	-0.4x	-1.4x
D/EBIT	-0.2x	-2.1x	-1.1x	-2.3x

Profitability & Financial Ratios	2003/2004PF	2004/2005E	2005/2006E	2006/2007E
EBITDA Margin (%)	4.1%	9.4%	12.8%	13.4%
EBIT Margin (%)	-9.9%	-3.6%	5.0%	7.8%
Tax Rate (%)	100.0%	-2.5%	8.4%	21.3%
Net Income Margin (%)	-10.6%	-5.2%	4.5%	6.2%
ROE (%)	-22.5%	-12.5%	10.0%	12.0%
Debt/Equity Ratio	0.0	0.2	(0.1)	(0.4)

Growth	2003/2004PF	2004/2005E	2005/2006E	2006/2007E
Sales (%)		6.1%	14.2%	10.5%
EBITDA (%)		144.9%	56.0%	15.6%
EBIT (%)		61.6%	259.6%	71.9%
Pretax Income (%)		47.6%	208.0%	78.4%
Net Income (%)		47.9%	198.8%	53.2%
Adj. Net Income (%)		44.1%	199.6%	53.0%

Source: Company data, Banca Caboto s.p.a. estimates

Il presente documento è stato redatto da Banca Intesa in nome e per conto di Banca Caboto s.p.a. - ("Caboto") società interamente controllata dal Gruppo Intesa (il "Gruppo"), **in adempimento del contratto di specialist sottoscritto con la società NTS/Eutelia**. Entrambi i soggetti possono detenere titoli di alcune delle società oggetto del presente studio (le "Società") o possono essere emittenti di strumenti finanziari associati ai predetti titoli. Dipendenti o Amministratori di Caboto o del Gruppo possono svolgere funzioni di Amministratori presso alcune delle Società. Inoltre Caboto o il Gruppo possono aver partecipato al consorzio di collocamento di alcune delle Società con diversi ruoli (Global Coordinator, Manager, Advisor) nonché ad operazioni di finanziamento o di finanza strutturata. Ogni informazione non esplicitata nel presente documento è comunque disponibile presso Caboto.

Il presente documento non è destinato a circolazione o distribuzione presso il pubblico indistinto o presso altri soggetti od enti diversi dagli "Investitori Istituzionali", come definiti dalla vigente normativa italiana in materia. Il presente documento non costituisce, né forma parte di alcuna offerta di vendita o di sottoscrizione, né il medesimo o ciascuna delle sue parti costituirà riferimento alcuno per contratti o impegni di varia natura. Il presente documento vi è stato consegnato unicamente per fini informativi e non può essere riprodotto né ridistribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di Caboto. Accettando il presente documento, siete vincolati ad osservare le limitazioni sopra indicate.

Ufficio Studi Azionario

Marco Pisanti	+39 02 8021 5608
Luca Bacoccoli	+39 02 8021 5026
Monica Bosio	+39 02 8021 2725
Ester Brizzolara	+39 02 8021 5984
Andrea Crepaz	+39 02 8021 5643
Fabio Iannelli	+39 02 8021 2724
Alessandro La Scalia	+39 02 8021 5645
Manuela Meroni	+39 02 8021 5937
Gian Luca Pacini	+39 02 8021 2971
Alessandra Panella	+39 02 8021 5614
Fabio Picardi	+39 02 8021 2972
Roberto Ranieri	+39 02 8021 5011
Giulia Sartorelli	+39 02 8021 2707

Analisi Tecnica e Quantitativa

Emanuele Cecere	+39 02 8021 5546
-----------------	------------------

Research Assistants & Distribution

Cinzia Bovina	+39 02 8796 2823
Antonella Dal Barco	+39 02 8796 2071

Clienti Banche Italiane

Sergio Francolini	+39 02 8021 5859
Stefania Capra	+39 02 8021 5449
Laura Costa	+39 02 8021 5888
Paolo Masa	+39 02 8021 5791

Securities Lending

Gustavo Nieves	+39 02 8021 5370
----------------	------------------

Clienti Esteri e Istituzioni Italiane

Fabio Ferrando	+39 02 8021 5621
Pierre-Henry Castellano	+39 02 8021 5406
Carlo Cavalieri	+39 02 8021 2722
Roberto Mozzi	+39 02 8021 5857
Massimo Profaizer	+39 02 8021 5886
Stefania Porri	+39 02 8021 5557
Laura Spinella	+39 02 8021 5782
Daniela Stucchi	+39 02 8021 5708
Luca Scardillo	+39 02 8021 5677
Paolo Sturlese	+39 02 8021 5517

New York

Elena Castro	+1 212 509 5090
Omar Zaghis	+1 212 509 4790

Corporate Brokerage

Daniilo Brusa	+39 02 8021 5917
Fabrizio Speroni	+39 02 8021 5894

Sales Trading Italia e Estero

Roberto Gussoni	+39 02 8021 5929
Lorenzo Pennati	+39 02 8021 5647
Stefano Rivarola	+39 02 8021 5420
Mark Wilson	+39 02 8021 2758

Electronic Brokerage and Client Connectivity

Insaf Amry	+39 02 8021 5897
------------	------------------