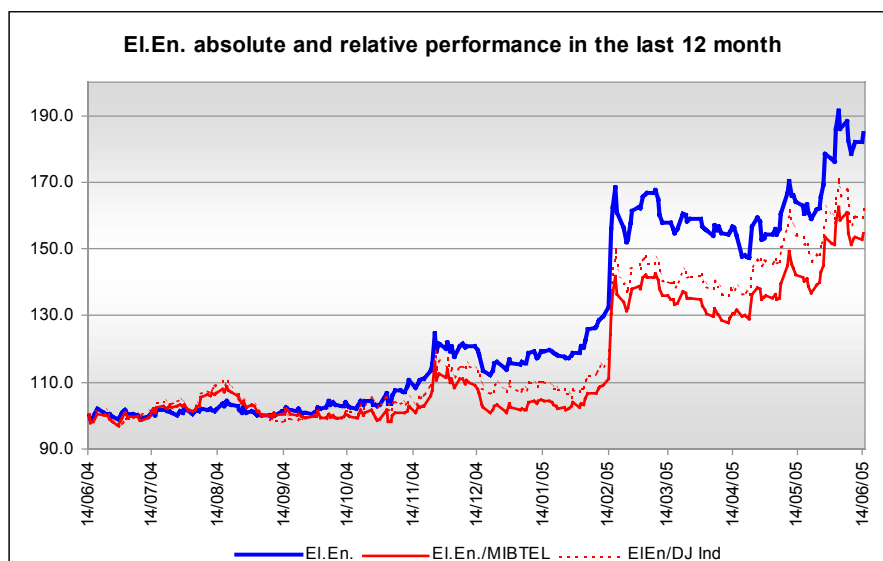


EL.EN
NEUTRAL (UNCHANGED)

Year to DEC.	Sales EUR m	EBITDA EUR m	Adj.EBIT EUR m	ROS %	ROI %	Net profit € m	Adj.Net Profit EUR m	ROE %	D/E at Mkt x	Adj. EPS €	DPS €	EV/EBITDA x	EV/EBIT x	P/E x	Yield %	Price EUR
2001	27.8	3.9	2.7	9.7%	19.9%	2.3	2.3	5.3%	-0.39	0.51	0.20	12.8	18.4	33.2	1.2%	16.9
2002	54.1	7.0	4.5	8.4%	26.0%	2.1	2.3	4.8%	-0.46	0.50	0.25	5.1	7.9	23.7	2.1%	11.7
2003	68.2	5.5	2.3	3.4%	9.9%	0.6	1.3	1.2%	-0.19	0.29	0.25	11.6	27.5	51.9	1.6%	15.2
2004	94.6	10.6	6.8	7.2%	22.5%	3.6	2.5	8.3%	-0.07	0.53	0.35	12.8	20.0	53.1	1.2%	28.3
2005E	110.2	13.8	10.2	9.3%	30.4%	4.6	5.4	10.1%	-0.09	1.18	0.50	9.7	13.1	24.0	1.8%	28.3
2006E	123.9	18.0	14.4	11.6%	39.5%	6.8	7.5	14.0%	-0.12	1.62	0.80	7.4	9.2	17.5	2.8%	28.3

- In forte crescita nel 2004 i risultati di El.En, sia a livello di fatturato (+38.8% rispetto il 2003), che a livello di margini reddituali (EBITDA margin dall'8.1% all'11.3%). L'utile netto del gruppo, grazie anche a proventi straordinari, passa da EUR0.6m di fine 2003 ad EUR3.6m.
- A trainare la crescita è stato in modo particolare il segmento medicale, con un apporto decisamente positivo da parte della controllata americana Cynosure, oltre che l'ampliamento del perimetro di consolidamento.
- Sono stati decisamente superiori alle nostre attese e in crescita anche i risultati di Q1'05 di El.En., il cui fatturato è cresciuto del 32% ad EUR25m e i cui margini a livello di EBITDA, EBIT ed EBT, sono incrementati sia in valore assoluto, che in percentuale sul fatturato.
- Abbiamo effettuato un fine tuning al rialzo delle nostre stime di crescita del giro d'affari del periodo '06-'08, con un conseguente impatto anche a livello di margini: il CAGR del fatturato '05-'08 è stimato pari all'11.5% con un EBITDA margin target al 2008 del 16.8% e un ROS adj del 14.1%.
- In seguito alla revisione delle stime relative ai prossimi esercizi, alziamo ad EUR27.6 il target per El.En. (da EUR23.6), mantenendo invariato il nostro rating **NEUTRAL** sul titolo. El.En. quota a premio rispetto ai comparables analizzati, per via principalmente dei maggiori tassi di crescita attesi dei margini reddituali.

Price on Jun 21, 2005	28.8
52-week range	EUR17.7-30.1
MIBTEL index	24,683
Abs. Perf. (1,3,12 months)	13,18,90%
Rel. to MIBTEL (1,3,12 months)	9,15,55%
Rel. to DJ Ind (1,3,12 months)	5,16,62%
Share capital (total)	EUR2.6m
Shares outstanding (total)	4.62m
Market capitalisation (total)	130.9
Free float	30.2%
Avg. daily traded volume	8,395
Reuters code	ELN.MI
Bloomberg code	ELN IM
Major shareholders	
Mr. A.Cangioli	13.5%
Mrs. B.Bazzocchi	10.5%
Mr. G.Clementi	10.5%
Mr. F.Muzzi	10.5%
Mr. A.Pecci	7.6%



RESEARCH DEPARTMENT
 Andrea Balloni
 +39 02 7216 3991

UPDATE

Index

INVESTMENT SUMMARY	3
2004: l'anno della ripartenza, grazie al medicale e a Cynosure	3
VALUATION	4
Dopo la revisione dei tassi di crescita, target ad EUR27.6	4
Il premio rispetto ai comparables legato alla maggiore crescita dei margini.....	7
INVESTMENT STORY	8
2004: grazie al medicale, un anno di crescita a tutti i livelli	8
L'analisi del sistema competitivo.....	19
FINANCIALS.....	21

INVESTMENT SUMMARY

2004: l'anno della ripartenza, grazie al medicale e a Cynosure

- In seguito alla revisione delle stime relative ai prossimi esercizi, in base alla nostra valutazione, effettuata con il metodo DCF basato su un CAP di 15 anni, indichiamo in EUR27.6 il target per El.En. (da EUR23.6), mantenendo invariato il nostro rating NEUTRAL sul titolo. Da un'analisi dei multipli di mercato si evidenzia come attualmente il titolo El.En. quoti a premio rispetto ai comparables analizzati, per via principalmente dei maggiori tassi di crescita attesi dei margini reddituali.

Rivisto al rialzo il target ad EUR27.6, confermato il rating NEUTRAL
- Sono stati in forte crescita nel 2004 i risultati di El.En, sia a livello di fatturato (+38.8% rispetto il 2003), che a livello di margini reddituali (EBITDA margin dall'8.1% all'11.3%). L'utile netto del gruppo, grazie anche a proventi straordinari, passa da EUR0.6m di fine 2003 ad EUR3.6m.

In crescita il 2004, sia a livello di fatturato (+38.8%), che di margini
- A trainare la crescita è stato in modo particolare il segmento medicale, con un apporto decisamente positivo da parte della controllata americana Cynosure, oltre che l'ampliamento del perimetro di consolidamento (acquisizione di un'ulteriore quota del 30% di Quanta System SPA, già precedentemente detenuta al 30%). Più modesta la crescita della divisione industriale (+8.9%).

A trainare è soprattutto il settore medicale, più debole quello industriale
- A fronte della crescita del capitale investito netto, nel corso del 2004 si è sensibilmente incrementato il ROCE del gruppo, passato dal 2.7% del 2003 al 10.8%. Migliora sensibilmente anche il cash flow che, in percentuale sul fatturato, passa da un'incidenza del 6.9% al 10.2%. In flessione la liquidità netta per via delle acquisizioni.

Nel 2004 cresce molto il ROCE: dal 2.7% al 10.8%
- Sono stati decisamente superiori alle nostre attese e in crescita anche i risultati di Q1'05 di El.En., il cui fatturato è cresciuto del 32% ad EUR25m (vs nostre stime di EUR22.9m) e i cui margini a livello di EBITDA, EBIT ed EBT, sono incrementati sia in valore assoluto, che in percentuale sul fatturato. E' ancora Cynosure il traino della crescita.

Q1'05 cresce più delle nostre attese, sia a livello di fatturato che di margini
- L'ottimo andamento, sia nel corso del 2004 che in Q1'05, del settore medicale e in modo particolare dei laser per Estetica, ci ha portato ad effettuare un fine tuning al rialzo delle nostre stime di crescita del giro d'affari del periodo '06-'08, con un conseguente impatto anche a livello di margini: il CAGR del fatturato '05-'08 è stimato pari all'11.5% (vs 10% delle stime precedenti; fatturato '08 ad EUR146.1m vs EUR142m delle precedenti stime), con un EBITDA margin target al 2008 del 16.8% (EUR24.5m nuove stime, vs EUR23.1m stime precedenti) e un ROS adj del 14.1% (EUR20.6m nuove stime vs EUR19.1m stime precedenti).

Rivediamo al rialzo i tassi di crescita del periodo '06-'08

VALUATION

Dopo la revisione dei tassi di crescita, target ad EUR27.6

Per valutare il titolo El.En. abbiamo utilizzato come metodo base il DCF unlevered basato sull'ipotesi di un competitive advantage period di 15 anni. I flussi finanziari attualizzati con il metodo DCF sono relativi al periodo 2005-2019: alla base delle nostre stime vi è l'ipotesi secondo la quale El.En, durante questo arco temporale, sarà in grado di mantenere il proprio vantaggio competitivo, ossia di crescere generando valore. L'arco temporale in questione è stato suddiviso in quattro periodi.

Per la valutazione, un DCF a quattro stadi

- Nel corso dei **primi 4 anni (primo periodo)** i flussi finanziari vengono calcolati in base a **stime puntuali** dei tassi di crescita delle diverse voci di conto economico e stato patrimoniale: in questo periodo stimiamo una **crescita del ROCE complessivo** legata a una **redditività marginale**, ossia relativa alle CAPEX incrementali, **crescente**. Il miglioramento del ROCE, dal 10.8% del 2004, al 27.9% di fine 2008 è determinato da diversi fattori: il venire meno degli oneri di ristrutturazione delle società recentemente acquisite e il loro conseguente miglioramento in termini di redditività, la più efficiente rete distributiva di Cynosure, la ripresa del ciclo economico in America e il lancio dei nuovi prodotti derivanti dalle sinergie sfruttate tra i diversi centri di ricerca del gruppo.
- Nel corso dei 5 esercizi successivi (**secondo periodo**) alla base delle nostre stime vi è un tasso di crescita del **NOPAT** del **4%** con una **redditività marginale** sostanzialmente sugli stessi livelli del ROCE dell'ultimo anno di stime puntuali: in base a questi parametri abbiamo ricavato gli investimenti incrementali di questi anni.
- Nel corso degli ultimi 6 anni di stime dei flussi finanziari (**terzo periodo**), mantenendo un tasso di crescita del **NOPAT** del **3%**, assumiamo che il **ROCE degli investimenti marginali diminuisca** gradualmente fino ad **eguagliare** il costo medio ponderato delle fonti di finanziamento rappresentato dal **WACC**. Questa ipotesi si basa sull'idea che anche El.En, dopo un determinato numero di anni, arrivi ad azzerare il proprio vantaggio competitivo cessando quindi di generare valore attraverso investimenti aggiuntivi: da questa assunzione deriva l'ipotesi di azzeramento della crescita del NOPAT a partire dal 2020.
- Una delle principali conseguenze delle assunzioni fino a qui esposte è rappresentata da un calcolo del **terminal value (quarto periodo)** all'anno 2019 con un **tasso G** di crescita del NOPAT per gli esercizi successivi che risulta ininfluente ai fini della valutazione, proprio in conseguenza del fatto che la redditività marginale è supposta pari al WACC.

Primo periodo: fino al 2008

Secondo periodo: 2009-2013

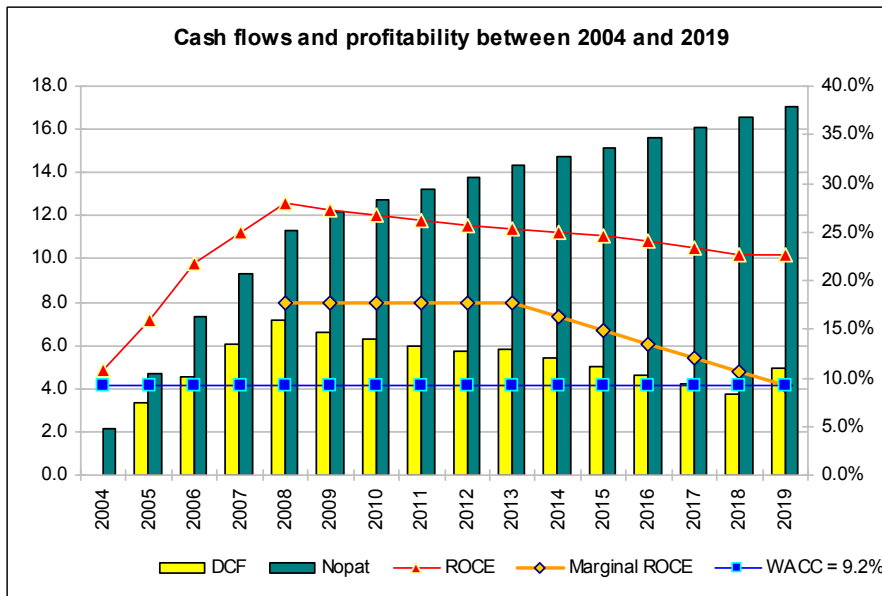
Terzo periodo: 2014-2019

Quarto periodo: calcolo del terminal value

La tabella successiva illustra il calcolo del costo medio del capitale, da noi stimato pari al 9.2% WACC al 9.2%

Risk free rate target	4.6%
Market risk premium target	3.9%
Risk differential	-0.2%
Size differential	0.9%
Cost of equity	9.2%
WACC	9.2%

Il seguente grafico evidenzia le stime relative a NOPAT, DCF e redditività del periodo 2005-2019.



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT	5.1	9.2	13.4	16.7	19.8											
Tax	-2.9	-4.5	-6.1	-7.3	-8.6											
NOPAT	2.2	4.7	7.3	9.3	11.3	12.2	12.7	13.2	13.7	14.3	14.7	15.2	15.6	16.1	16.6	17.1
Delta NWC	-2.7	-1.4	-2.4	-2.0	-1.9											
Capex	-8.8	-3.9	-3.9	-3.9	-3.9											
Depr/Amort	4.8	4.0	3.9	3.9	3.9											
Delta NIC	-6.8	-1.3	-2.3	-2.0	-1.9	-2.8	-2.9	-3.0	-3.1	-2.4	-2.7	-3.1	-3.5	-4.0	-4.7	0.0
FCFO	-4.6	3.3	5.0	7.3	9.4	9.5	9.8	10.2	10.6	11.9	12.0	12.1	12.1	12.1	11.9	17.1
Average NIC adj	30.2	33.6	36.3	39.4	42.1	44.8	47.6	50.6	53.6	56.4	58.9	61.8	65.1	68.8	73.2	75.5
Marginal ROCE	43.2%	106.9%	59.3%	66.8%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	16.3%	14.9%	13.5%	12.0%	10.6%	9.2%
ROCE	10.8%	15.9%	21.7%	25.0%	27.9%	27.3%	26.7%	26.1%	25.6%	25.4%	25.0%	24.5%	24.0%	23.4%	22.7%	22.6%
WACC		9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
Periods		0.05	1.05	2.05	3.05	4.05	5.05	6.05	7.05	8.05	9.05	10.05	11.05	12.05	13.05	14.05
Disc factor		1.00	0.91	0.83	0.76	0.70	0.64	0.59	0.54	0.49	0.45	0.41	0.38	0.35	0.32	0.29
DCF		3.3	4.5	6.1	7.2	6.6	6.3	6.0	5.7	5.8	5.4	5.0	4.6	4.2	3.8	5.0
Cumulated DCF		3.3	7.9	13.9	21.1	27.7	34.0	40.1	45.8	51.6	57.0	62.0	66.6	70.8	74.6	79.6

Dalla nostra valutazione emerge un target ad EUR27.6, con un downsized del 2.3% rispetto agli attuali corsi borsistici, incrementato rispetto al precedente target di EUR23.6; manteniamo invariato il nostro rating NEUTRAL.

Fissiamo il target ad EUR27.6, rating NEUTRAL confermato

Direzione Finanza

Valuation	Tot (EURm)	per share	% of EV
Disc.FCFO '05-'19	79.7	17.2	59.6%
Terminal value	54.0	11.7	40.4%
EV	133.7	28.9	100%

NFP	7.5	1.6	
Financial assets	1.7	0.4	
Equity value	142.8	30.9	
Minorities	15.1	3.3	
Net equity value	127.7	27.6	
Upside %		-2.5%	

Il premio rispetto ai comparables legato alla maggiore crescita dei margini

L'analisi di alcuni dei comparables di EL.EN. ci evidenzia come quest'ultima risulti a premio rispetto alla media del panel di multipli, sia a livello di EV, che a livello di prezzo.

	Laser sector	Sales % not EU	Mkt cap '05	Ev'04	Ev'05	Ev'06
Carl Zeiss	Med.	77.0%	469.9	342.0	441.9	429.3
Wavelight Laser	Med	43.5%	92.9	71.6	73.3	78.7
Prima Industrie	Industr.	34.0%	39.8	40.8	49.0	54.9
Rofin Sinar	Industr.	15.7%	393.4	274.2	271.0	283.0
Quantel	Med/Industr.	n.m.	32.9	16.2	29.9	26.6
Elen	Med/Industr.	47.8%	130.4	71.1	133.7	132.1

	EV/Sales'04	EV/Sales'05	EV/Sales'06	EV/Ebitda'04	EV/Ebitda'05	EV/Ebitda'06	EV/Ebit'04	EV/Ebit'05	EV/Ebit'06	P/E'04	P/E'05	P/E'06
Carl Zeiss	1.46	1.38	1.15	10.78	9.44	7.19	12.99	11.75	8.46	25.02	25.13	18.28
Wavelight Laser	1.15	0.94	0.87	8.24	6.10	5.49	11.55	8.74	7.53	25.10	21.38	15.43
Prima Industrie	0.40	0.45	0.46	5.89	6.16	4.84	8.01	7.40	5.54	19.15	11.87	7.22
Rofin Sinar	1.16	0.87	0.83	6.48	5.14	4.76	7.34	6.09	5.65	17.70	13.64	12.29
Quantel	0.45	0.77	0.63	3.86	6.65	5.22	7.36	11.51	8.59	10.45	20.58	16.54
Average	0.92	0.88	0.79	7.05	6.70	5.50	9.45	9.10	7.16	19.49	18.52	13.95
El.En.	0.75	1.21	1.07	6.69	9.66	7.33	10.47	13.08	9.20	20.12	28.23	19.30
% premium/discount	-18.7%	37.6%	35.5%	-5.1%	44.2%	33.4%	10.8%	43.8%	28.6%	3.3%	52.5%	38.3%

I multipli più elevati, all'interno del panel considerato, sono quelli relativi alle società maggiormente esposte su mercati extraeuropei e il cui settore di applicazione dei laser è principalmente quello medicale (Carl Zeiss e Wavelight), ovvero quelle società che evidenziano i maggiori tassi di crescita attesi a livello di giro d'affari e di margini.

Il premio incorporato da El.En. rispetto ai suoi comparables è giustificabile, oltre che dalla presenza della stessa contemporaneamente sul mercato americano e all'interno del settore medicale (in modo particolare in quello estetico), ovvero in quei segmenti che garantiscono le migliori opportunità, anche dagli elevati tassi di crescita stimati soprattutto a livello di margini reddituali.

	Ebitda 04	Ebitda 05	Ebitda 06	Cagr'04-'06
Carl Zeiss Meditec AG	31.7	46.8	59.7	37.2%
Wavelight Laser Technologie AG	8.7	12.	14.3	28.4%
Prima Industrie	6.9	8.	11.3	27.9%
Rofin Sinar Technologies	42.3	52.8	59.5	18.6%
Quantel	4.2	4.5	5.1	10.2%
El.En.	10.6	13.8	18.0	30.2%

	Ebit 04	Ebit 05	Ebit 06	Cagr'04-'06
Carl Zeiss Meditec AG	26.3	37.6	50.7	38.8%
Wavelight Laser Technologie AG	6.2	8.4	10.4	29.8%
Prima Industrie	5.1	6.6	9.9	39.3%
Rofin Sinar Technologies	37.4	44.5	50.1	15.8%
Quantel	2.2	2.6	3.1	18.7%
El.En.	6.8	10.2	14.4	45.4%

INVESTMENT STORY

2004: grazie al medicale, un anno di crescita a tutti i livelli

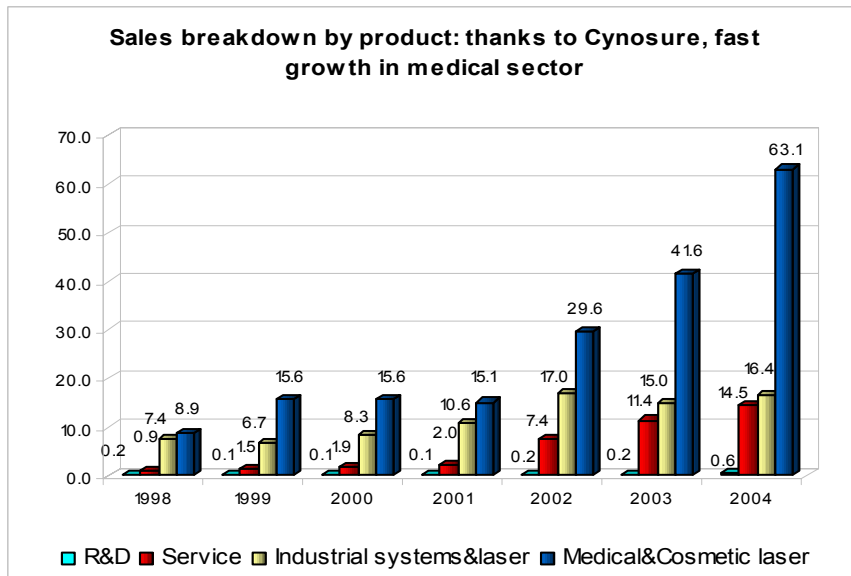
Sono stati in forte crescita nel 2004 i risultati di El.En, sia a livello di fatturato (+38.8% rispetto il 2003), che a livello di margini reddituali. A trainare la crescita è stato in modo particolare il segmento medicale, con un apporto decisamente positivo da parte della controllata americana Cynosure, oltre che l'ampliamento del perimetro di consolidamento (acquisizione di un'ulteriore quota del 30% di Quanta System SPA, già precedentemente detenuta al 30%).

Grazie soprattutto a Cynosure, nel 2004 forte crescita di fatturato e margini

EUR m	2004	2003	Q4'04	Q4'03	Q3'04	Q3'03	Q2'04	Q2'03	Q1'04	Q1'03
Sales	94.6	68.1	28.5	20.1	21.1	17.7	26.1	17.2	18.9	13.0
growth	38.8%		41.4%		18.7%		51.2%		45.7%	
Change in finished goods	2.9	3.5	-1.5	-1.4	2.1	0.5	1.0	2.6	1.3	1.9
Other income	1.5	1.1	0.8	0.6	0.1	0.0	0.4	0.2	0.3	0.1
Value production	99.0	72.7	27.8	19.3	23.2	18.2	27.4	20.1	20.6	15.0
Purchases	-39.4	-30.8	-10.0	-7.1	-10.3	-7.2	-10.8	-9.6	-8.3	-6.9
Change in raw materials	1.9	2.5	0.6	1.1	1.1	0.3	-0.2	0.4	0.3	0.7
Other direct cost	-8.9	-6.7	-2.8	-1.9	-1.8	-1.4	-2.3	-1.8	-1.9	-1.6
Gross Margin	52.6	37.6	15.6	11.4	12.2	9.9	14.1	9.1	10.7	7.2
Other cost and services	-19.8	-14.2	-5.9	-4.3	-4.5	-3.5	-5.1	-3.4	-4.3	-3.0
Value added	32.8	23.4	9.7	7.1	7.7	6.5	9.0	5.6	6.4	4.3
Labour cost	-22.2	-17.9	-6.4	-5.3	-5.2	-4.5	-5.6	-4.5	-5.0	-3.7
EBITDA	10.6	5.5	3.3	1.8	2.6	2.0	3.5	1.1	1.4	0.6
growth	93.2%		79.0%		28.1%		206.9%		139.8%	
% on sales	11.3%	8.1%	11.4%	9.0%	12.1%	11.2%	13.4%	6.6%	7.1%	4.3%
Deprec. and amortis.	-5.6	-4.1	-1.0	-1.4	-1.3	-0.8	-2.1	-1.1	-1.2	-0.8
EBIT	5.1	1.4	2.3	0.5	1.3	1.2	1.4	0.0	0.2	-0.2
growth	253.0%		397.8%		8.8%		n.m.		n.m.	
% on sales	5.4%	2.1%	8.1%	2.3%	6.0%	6.5%	5.2%	0.3%	0.8%	-1.7%
Net financial charges	0.0	0.1	-0.2	0.2	0.1	-0.2	-0.2	0.0	0.3	0.1
Adjustment	0.1	0.6	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.1	0.7
Extraordinary items	3.3	0.1	0.4	0.0	-0.5	0.1	2.8	0.0	0.7	0.0
EBT	8.5	2.3	2.5	0.8	0.8	0.9	4.0	0.0	1.2	0.6
growth	274.6%		218.3%		-11.2%		n.m.		99.0%	
% on sales	9.0%	3.3%	8.7%	3.9%	3.9%	5.2%	15.2%	-0.3%	6.4%	4.7%

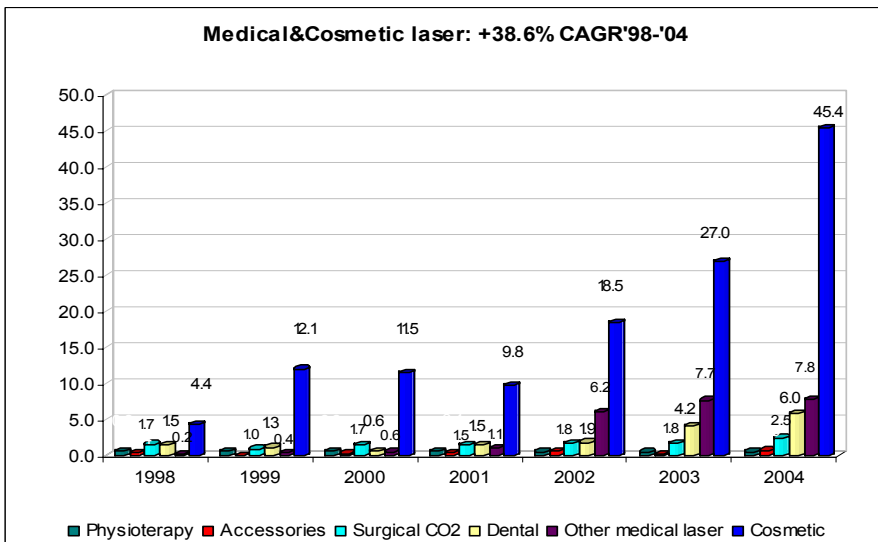
A livello di fatturato, la crescita del 38.8%, maggiore delle attese di inizio anno del management pari al 30%, è imputabile principalmente alla divisione medicale che, con una variazione del 51.7%, arriva ad incidere per il 67% sul fatturato complessivo del gruppo.

A trainare la crescita del fatturato, il settore medicale (+51.7%)



All'interno della divisione medica, che negli ultimi sei anni, grazie principalmente all'acquisizione e ristrutturazione di Cynosure (acquisita nel 2002), è cresciuta con un CAGR del 38.6%, si distinguono in modo evidente i laser del settore estetico, il cui fatturato, che nel 2001 era inferiore agli EUR10m, è cresciuto fino agli EUR45.4m evidenziati nel corso del 2004 (+68% vs '03), prescindendo dalle difficoltà macroeconomiche che hanno caratterizzato questi anni.

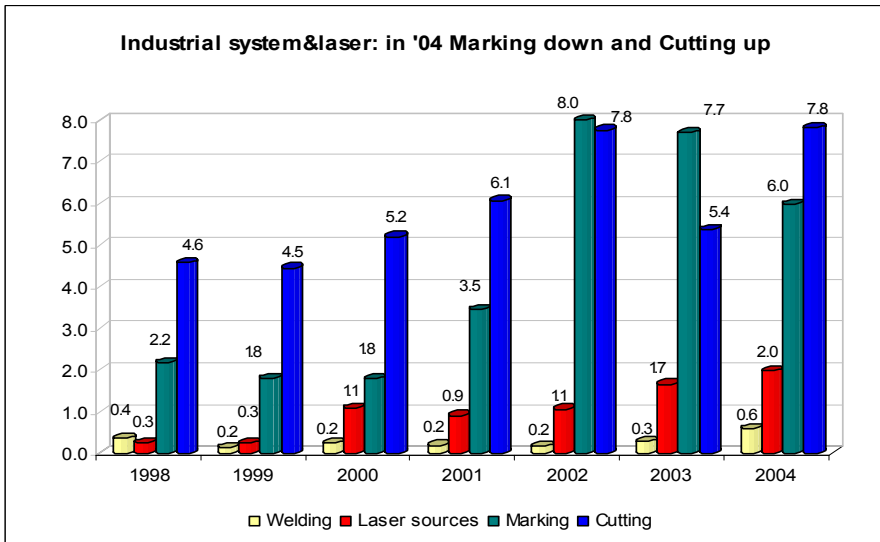
In crescita del 68% il fatturato dei laser per estetica



Differente è stato invece l'andamento della divisione industriale che, nel corso del 2004, ha evidenziato una crescita dell'8.5%, inferiore alle attese del management e favorita principalmente dall'ampliamento del perimetro di consolidamento; all'interno dei laser relativi al settore industriale, le cui vendite sono decisamente più legate all'andamento della congiuntura economica e del settore manifatturiero in modo particolare, il 2004 ha

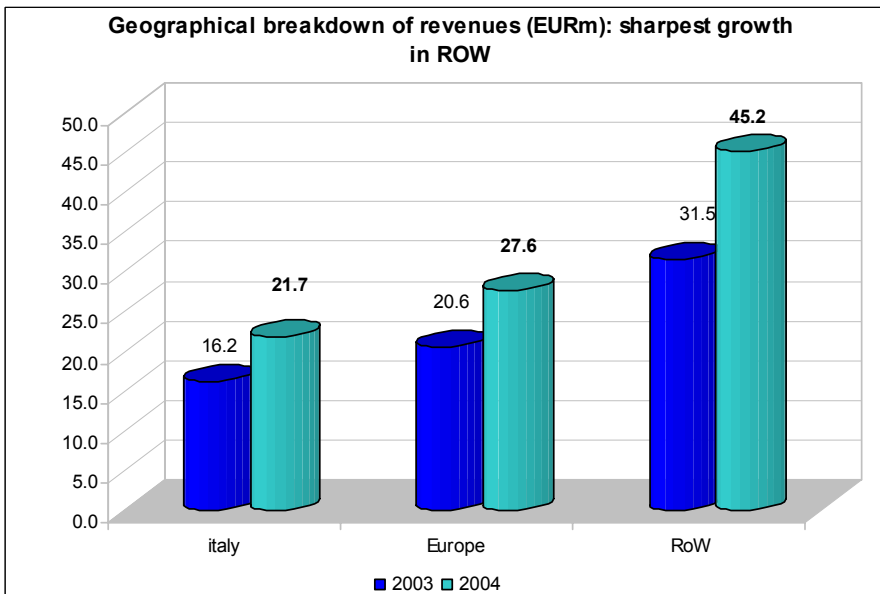
Più modesta la crescita del settore industriale: +8.5%

evidenziato un andamento contrapposto tra i laser da marcatura, in calo dopo l'elevata crescita dei passati esercizi e i laser da taglio, in ripresa dopo la flessione che ha caratterizzato il 2003. Complessivamente, la divisione industriale ha pesato nel corso dell'esercizio per il 17.3% dell'intero fatturato.



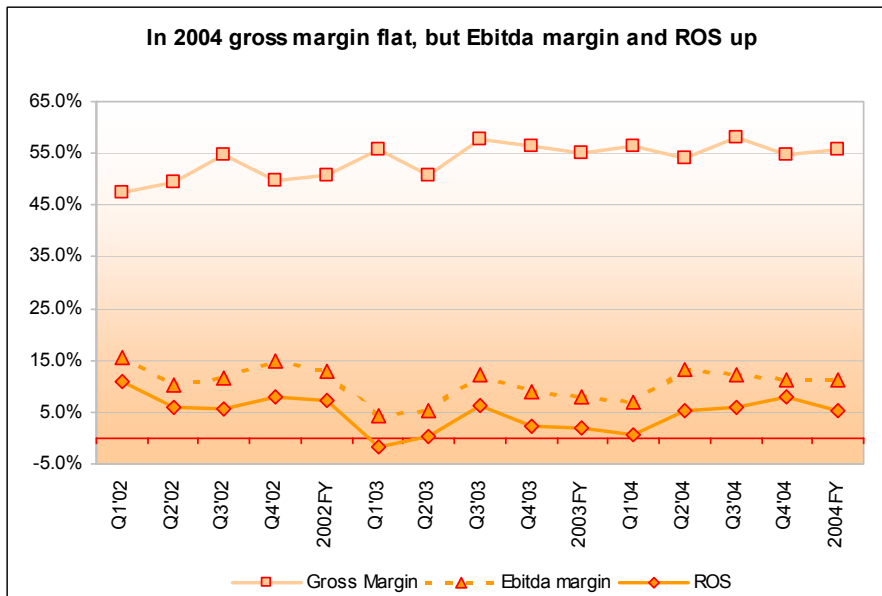
Da un punto di vista geografico, l'analisi del breakdown del fatturato evidenzia un'elevata crescita soprattutto sui mercati extra-europei, il cui peso sul giro d'affari complessivo arriva ad essere del 48% (vs 46% del 2003), con un mercato Italiano la cui incidenza è in flessione dal 24% al 23%.

Crescono i mercati extraeuropei, in flessione l'incidenza del mercato italiano



Migliorano nel corso del 2004 i margini di gruppo rispetto all'esercizio precedente, con un leggero incremento a livello di gross margin, dal 55.2% al 55.6%, a fronte di una crescita più sostenuta dell'EBITDA margin, dall'8.1% all'11.3% e del ROS, dal 2.1% al 5.4%.

Nel 2004 un miglioramento su tutti i margini



Il miglioramento del gross margin è legato sia alla maggiore incidenza delle vendite di Cynosure, con più elevati margini reddituali, sia al positivo apporto di Asclepion e Quanta, oltre che in generale all'incremento della redditività del settore medicale.

Il gross margin migliora grazie a Cynosure, Asclepion e Quanta

Sotto il gross margin si segnala, oltre agli altri servizi e costi fissi la cui incidenza è sostanzialmente invariata rispetto al 2003, una crescita del costo del lavoro del 23.9% legata all'incremento del personale (da 399 a 464) imputabile principalmente all'integrale consolidamento di Quanta System: nonostante ciò, l'incidenza del costo del lavoro si abbassa dal 26.3% al 23.5%, con un conseguente miglioramento dell'EBITDA margin dall'8.1% all'11.3%.

Si abbassa l'incidenza del costo del lavoro, nonostante l'integrale consolidamento di Quanta

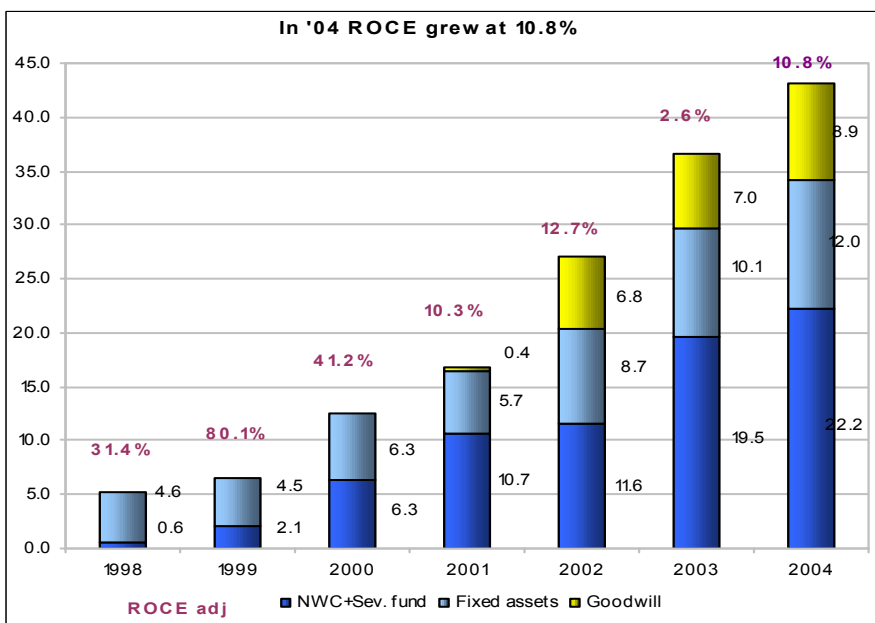
A livello di ammortamenti e accantonamenti, l'incremento rispetto al passato esercizio da EUR-4.1m ad EUR-5.6m è legato principalmente alla svalutazione del goodwill relativo alla controllata Lasercut per EUR0.6m e a maggiori ammortamenti e svalutazioni legati alle immobilizzazioni immateriali (tra cui il goodwill di Quanta per EUR0.2m). Sull'incremento complessivo dei costi non monetari ha inciso anche il maggior accantonamento per EUR0.5m ai fondi rischi e garanzia prodotti. Complessivamente, quindi, l'EBIT è passato da EUR1.4m ad EUR5.1m, con un'incidenza in crescita dal 2.1% al 5.3%.

Dopo proventi straordinari per EUR3.3m legati principalmente alla cessione di inizio anno di Sona International e dopo imposte per EUR3.0m (tax rate al 35.5%) che beneficiano delle perdite pregresse della controllata Cynosure, l'utile netto dell'esercizio si è attestato ad EUR3.6m, in sensibile miglioramenti rispetto agli EUR0.6m di fine 2003.

Nel '04 aumentano il cash flow e il ROCE; stabile la liquidità netta per via delle acquisizioni

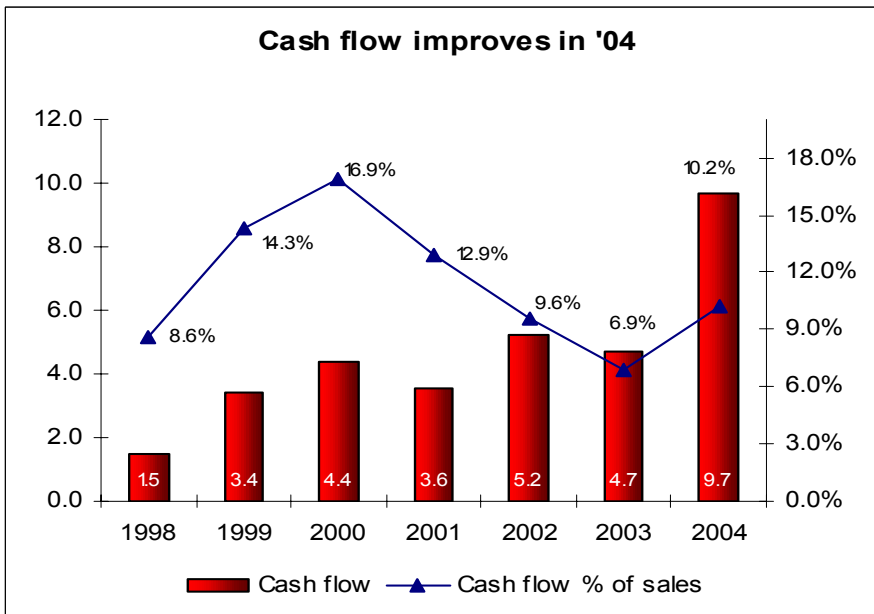
E' continuata anche nel 2004 la crescita del capitale investito netto del gruppo, che passa dagli EUR36.6m di fine 2003 agli EUR43.2m di fine 2004, con una crescita che ha riguardato in modo particolare il goodwill (+28%) in seguito alle acquisizioni avvenute nel corso dell'esercizio (incremento delle partecipazioni in Quanta e in Cynosure). A fronte della crescita del capitale investito netto, nel corso del 2004 si è sensibilmente incrementato il ROCE del gruppo, passato dal 2.7% del 2003 al 10.8%.

Nel 2004 in forte crescita il ROCE del gruppo, dal 2.7% al 10.8%



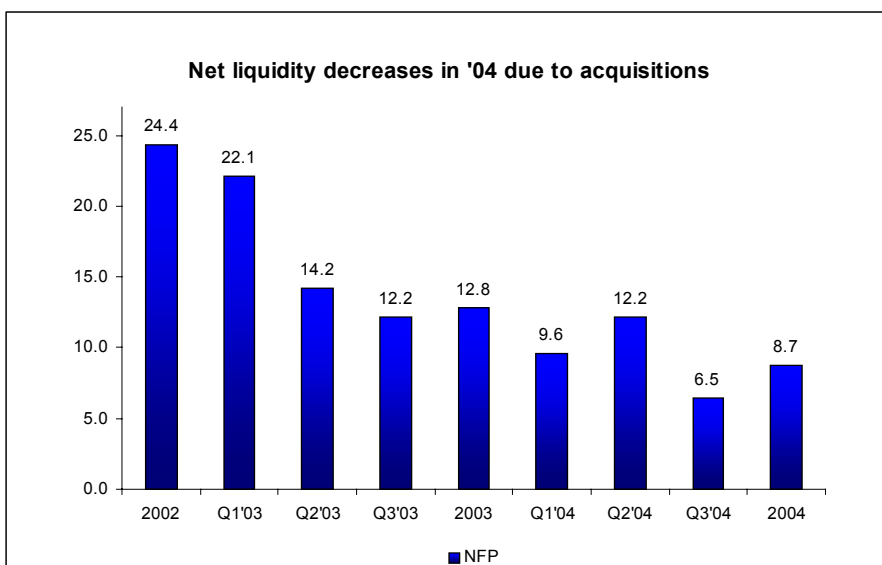
Migliora sensibilmente anche il cash flow, sia in termini assoluti, più che raddoppiando da EUR4.7m ad EUR9.7m, sia in percentuale sul fatturato, passando da un'incidenza del 6.9% al 10.2%.

Nel 2004 raddoppia il cash flow ad EUR9.7m



Nonostante l'incremento a livello di cash flow, è in flessione la liquidità netta a fine esercizio (da EUR12.8m ad EUR8.7m); gli assorbimenti di cassa nel corso dell'esercizio riguardano l'attività di investimento per EUR8.7m (EUR3.7m legati al goodwill), la riduzione delle minorities per EUR2m (legati principalmente agli acquisti di quote di minoranza in Cynosure e Quanta) e la distribuzione di dividendi per EUR1.1m, a fronte di una cassa generata dall'attività operativa pari ad EUR7.6m.

In flessione la liquidità per via degli investimenti avvenuti nell'esercizio



In forte crescita ricavi e margini di Q1'05

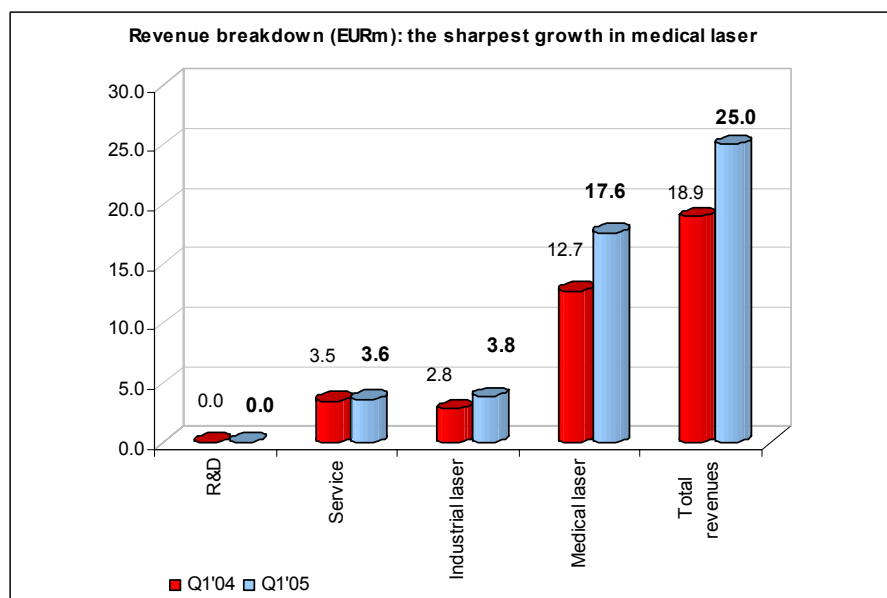
In Q1'05 sono stati decisamente superiori alle nostre attese e in crescita i risultati di El.En., il cui fatturato è cresciuto del 32% ad EUR25m (vs nostre stime di EUR22.9m) e i cui margini a livello di EBITDA, EBIT ed EBT, sono incrementati sia in valore assoluto, che in percentuale sul fatturato.

Risultati di Q1'05 superiori alle attese sia a livello di fatturato, che di margini

EUR m	2005E	2004	Q1'05E	Q1'05	Q1'04
Sales	110.2	94.6	22.9	25.0	18.9
growth	16.5%		20.8%	32.0%	
Change in finished goods	3.4	2.9	1.3	0.6	1.3
Other income	1.8	1.5	0.3	0.3	0.3
Value production	115.3	99.0	24.5	25.9	20.6
Purchases	-45.7	-39.4	-10.1	-10.6	-8.3
Change in row materials	2.1	1.9	0.4	0.7	0.3
Other direct cost	-10.4	-8.9	-2.3	-2.2	-1.9
Gross Margin	61.4	52.6	12.4	13.7	10.7
Other cost and services	-22.9	-19.8	-5.2	-5.2	-4.3
Value added	38.5	32.8	7.3	8.5	6.4
growth	17.2%		14.0%	33.3%	
% on sales	34.9%	34.7%	31.8%	34.1%	33.7%
Labour cost	-24.6	-22.2	-5.2	-6.0	-5.0
EBITDA	13.8	10.6	2.1	2.5	1.4
growth	30.1%		55.1%	88.1%	
% on sales	12.6%	11.3%	9.1%	10.2%	7.1%
Deprec. and amortis.	-4.7	-5.6	-1.2	-1.2	-1.2
EBIT	9.2	5.1	0.9	1.4	0.2
growth	80.3%		n.m.	767.9%	
% on sales	8.3%	5.4%	3.9%	5.5%	0.8%
Net financial charges	0.0	0.0	0.3	0.4	0.3
Adjustment	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1
Extraordinary items	0.0	3.3	0.0	0.0	0.7
EBT	9.2	8.5	1.3	1.8	1.2
growth	8.5%		5.6%	46.4%	
% on sales	8.4%	9.0%	5.6%	7.1%	6.4%

Il fatturato è cresciuto nel trimestre del 32% ad EUR25.0m, più delle nostre attese di EUR22.9m. A trainare la crescita sono state sia la divisione industriale (+37.1%), che la divisione medica (+38.7%), a fronte di un andamento più contenuto dei ricavi da Assistenza e da Ricerca.

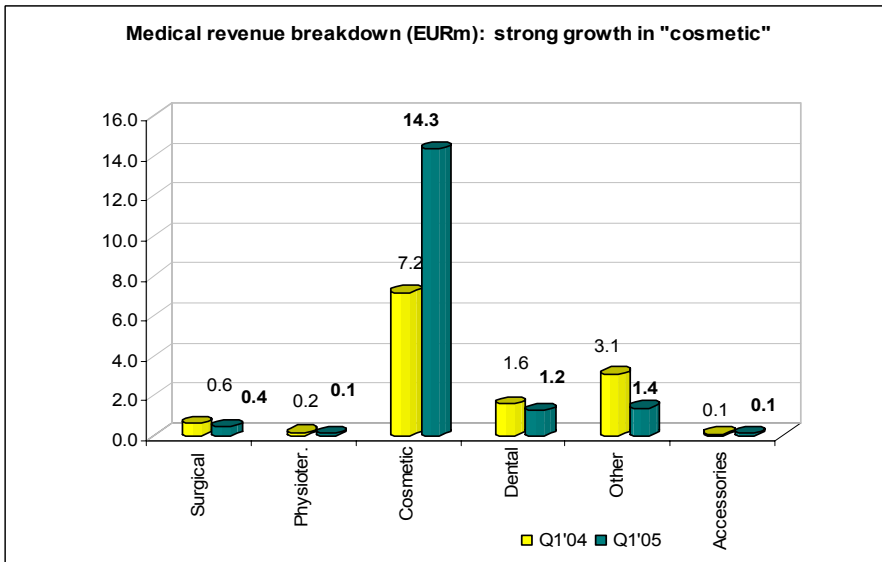
Fatturato in crescita del 32%, trainato dal medicale e dall'industriale



Direzione Finanza

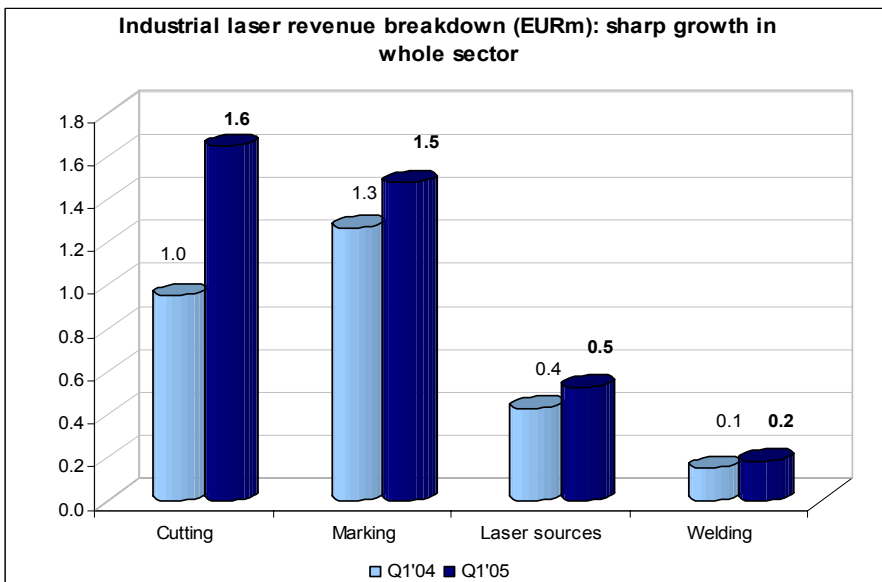
All'interno della divisione medica, la crescita più rilevante in valore assoluto è quella evidenziata dai laser del segmento "estetica" (+100%), che crescono da EUR7.2m ad EUR14.3m, a fronte di una complessiva riduzione delle altre divisioni.

Tra i laser medicali, la divisione estetica è quella in maggior crescita



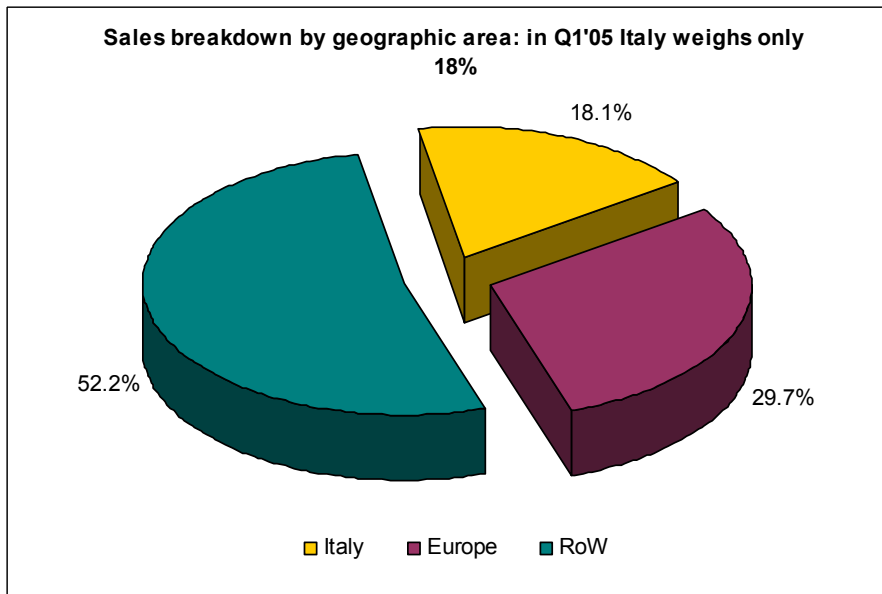
Tra i laser industriali risultano in crescita a doppia cifra tutti i segmenti, con particolare riferimento ai laser da taglio che, con una crescita del 73%, proseguono il positivo trend evidenziato nel corso del 2004.

Sono tutti in crescita i segmenti della divisione industriale



Da un punto di vista geografico, acquistano sempre più importanza le vendite realizzate fuori dall'Europa (in modo particolare in Nord America), che in Q1'05 pesano per il 52.2% del fatturato, a fronte di appena il 18.1% rappresentato dalle vendite sul territorio italiano (che rispetto a Q1'04 ha evidenziato una flessione del 6.6%).

Pesa sempre meno il fatturato generato in Italia



Dal punto di vista della redditività, sono stati in buon miglioramento anche i margini: a fronte di una flessione del gross margin (dal 56.3% al 54.8%) legata ad una diversa dinamica del magazzino rispetto a Q1'04, l'EBITDA cresce dell'88.1% ad EUR2.5m, con un aumento dell'incidenza dal 7.1% al 10.2%. I miglioramenti di questi margini sono legati principalmente al buon andamento di Cynosure, la cui redditività e la cui crescita del giro d'affari sono più elevate di quelle medie del gruppo; alla base del miglioramento dell'EBITDA, nonostante la flessione del gross margin, è la minore incidenza dei costi fissi, tra cui in modo particolare del costo del lavoro (dal 26.6% al 23.9%).

In forte crescita l'EBITDA margin (dal 7.1% al 10.2%), trainato dalla maggiore redditività e crescita di Cynosure

A livello di EBIT, che passa da EUR0.2m ad EUR1.4m, segnaliamo un incremento del ROS dallo 0.8% al 5.5% imputabile, oltre che ai miglioramenti a livello di EBITDA, alla flessione del 2.7% degli ammortamenti

Migliora il ROS, grazie anche ad ammortamenti in flessione del 2.7%

A livello di utile ante imposte, il primo trimestre evidenzia una crescita da EUR1.2m ad EUR1.8m nonostante il venire meno dei proventi straordinari presenti nel primo trimestre (EUR0.7m).

In crescita del 46% l'EBT

Dal punto di vista della struttura finanziaria, la PFN del gruppo resta positiva e sostanzialmente invariata rispetto a quella di fine 2004, attestandosi intorno ad EUR8.9m; la generazione di cassa del trimestre, pari a circa EUR2.8m, risulta assorbita da circa EUR1.3m di investimenti e per la parte restante da un incremento del circolante legato alla forte espansione del giro d'affari.

Sostanzialmente invariata la struttura finanziaria: PFN positiva ad EUR8.9m

Confermiamo le stime per l'anno in corso; rivediamo al rialzo la crescita per i prossimi esercizi

Nonostante i risultati del primo trimestre superiori alle nostre attese, manteniamo prudenzialmente invariate le nostre stime per la fine dell'esercizio, che prevedono una crescita del fatturato del 16.5% ad EUR110.2m, un EBITDA ad EUR13.8m (+30.3%), con un EBITDA margin al 12.6% (vs 11.2% del 2004) ed un EBIT in crescita ad EUR9.2m, con un ROS che ci attendiamo in aumento dal 5.3% all'8.3%. Riteniamo di rivedere al rialzo le nostre stime per l'esercizio in corso nel momento in cui anche Q2'05 dovesse evidenziare un tasso di crescita in linea con quanto evidenziato nel primo trimestre e quindi una volta ancora superiore alle nostre attese.

Manteniamo prudenzialmente invariate le nostre stime

Abbiamo invece rivisto leggermente al rialzo la crescita del giro d'affari '06-'08, con un CAGR per i prossimi anni passato dal 10.5% all'11.5%. Il forte incremento di fatturato e margini per il periodo '05-'08 e la revisione delle nostre stime di crescita sono legati principalmente alle buone attese relative alla divisione medicale (e in modo particolare ai laser per estetica), le cui vendite, soprattutto sul mercato americano tramite la controllata Cynosure, sono stimate ancora in forte crescita; inoltre, con particolare riguardo per El.En., ci attendiamo una ripresa del mercato industriale, cresciuto negli ultimi anni principalmente grazie all'ampliamento del perimetro di consolidamento.

La crescita trainata ancora principalmente dalla divisione medicale

Lo sviluppo di El.En. dovrebbe avvenire sia grazie a un'espansione di carattere geografico, che sarà permessa da una rete di vendita supportata dai quattro ormai noti marchi del gruppo (Cynosure, Deka, Quanta e Asclepion) sia grazie al lancio di nuovi prodotti in entrambi i business, medicale ed industriale.

Nei prossimi esercizi sviluppo geografico e lancio di nuovi prodotti

EUR m	2004A	2005E	2006old	2006new	2007old	2007new	2008old	2008new	Cagr'05-'08
Sales	94.6	110.2	121.7	123.9	131.5	135.2	142.0	146.1	11.5%
<i>Growth</i>		16.5%	10.5%	12.5%	8.1%	9.1%	8.0%	8.1%	
Gross Margin	52.5	61.4	67.8	69.0	73.3	75.3	79.1	81.4	11.6%
<i>Growth</i>		16.8%	10.5%	12.5%	8.1%	9.1%	7.9%	8.1%	
EBITDA	10.6	13.8	17.2	18.0	20.0	21.3	23.1	24.5	23.2%
<i>Growth</i>		30.3%	24.2%	30.1%	16.3%	18.1%	15.5%	15.2%	
EBIT adj	6.8	10.2	13.4	14.4	16.1	17.5	19.1	20.6	32.0%
<i>Growth</i>		50.5%	31.1%	40.4%	20.1%	21.9%	18.6%	17.7%	
EBIT	5.1	9.2	12.6	13.4	15.4	16.7	18.4	19.8	40.8%
<i>Growth</i>		81.4%	37.5%	46.3%	22.2%	24.2%	19.5%	19.1%	
EBT	8.5	9.2	12.7	13.5	15.4	16.7	18.5	19.9	23.9%
<i>Growth</i>		8.8%	38.0%	46.3%	21.3%	24.2%	20.1%	19.2%	
Gross Margin %	55.5%	55.7%	55.7%	55.7%	55.7%	55.7%	55.7%	55.7%	
EBITDA margin	11.2%	12.6%	14.1%	14.5%	15.2%	15.7%	16.3%	16.8%	
ROS Adj	7.2%	9.3%	11.0%	11.6%	12.2%	12.9%	13.5%	14.1%	
ROS	5.3%	8.3%	10.4%	10.8%	11.7%	12.3%	13.0%	13.6%	

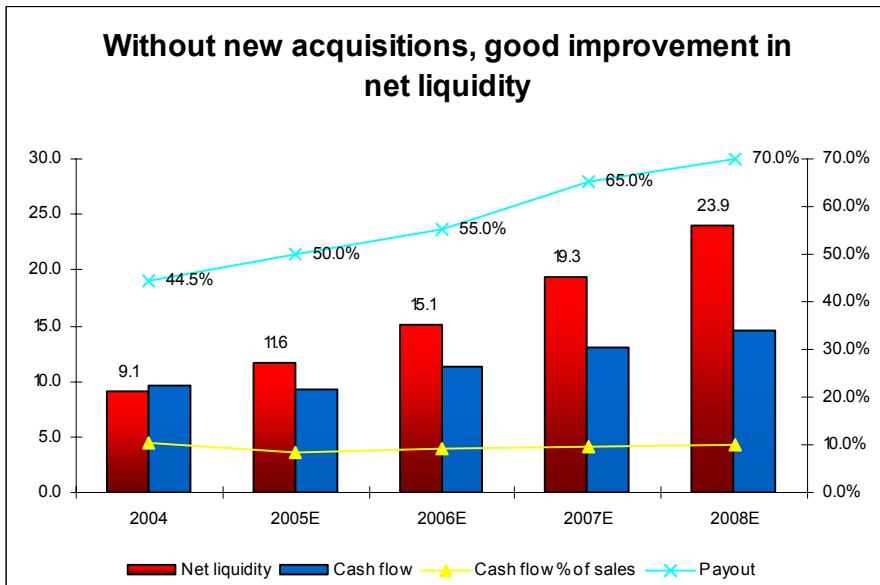
A livello reddituale, i miglioramenti per i prossimi 4 esercizi sono legati, oltre che ai forti tassi di crescita del giro d'affari, anche alla ristrutturazione delle società acquisite recentemente e allo sfruttamento delle sinergie con queste ultime, soprattutto dal punto di vista della ricerca. Il miglioramento della redditività in percentuale sul fatturato sarà quindi una diretta conseguenza dei maggiori volumi venduti e della diluizione dei costi fissi, oltre che del lancio di nuovi prodotti.

Continua la ristrutturazione e il maggiore sfruttamento delle sinergie

Dal punto di vista della struttura finanziaria, per i prossimi esercizi, nel corso dei quali il management di El.En., a meno di vantaggiose opportunità, non dovrebbe effettuare ulteriori acquisizioni, stimiamo una forte crescita della liquidità netta a partire in modo particolare dal 2006; il miglioramento della

In mancanza di acquisizioni, liquidità netta in miglioramento

struttura finanziaria del gruppo dovrebbe avvenire principalmente grazie al basso livello di capex e agli elevati tassi di crescita del giro d'affari e nonostante un payout che stimiamo possa incrementare fino a un livello del 70%.



L'analisi del sistema competitivo

Modello di Porter

Riproponiamo di seguito l'analisi del business di El.En effettuata attraverso il modello di Porter.

Competitors. Il mercato in cui opera El.En, la cui attività è suddivisa tra medicale ed industriale, risulta abbastanza frammentato, con la presenza di pochi big player e di numerosi piccoli, ma specializzati, competitors. El.En è attualmente leader in Italia nel mercato dei laser ed è uno dei principali operatori europei.

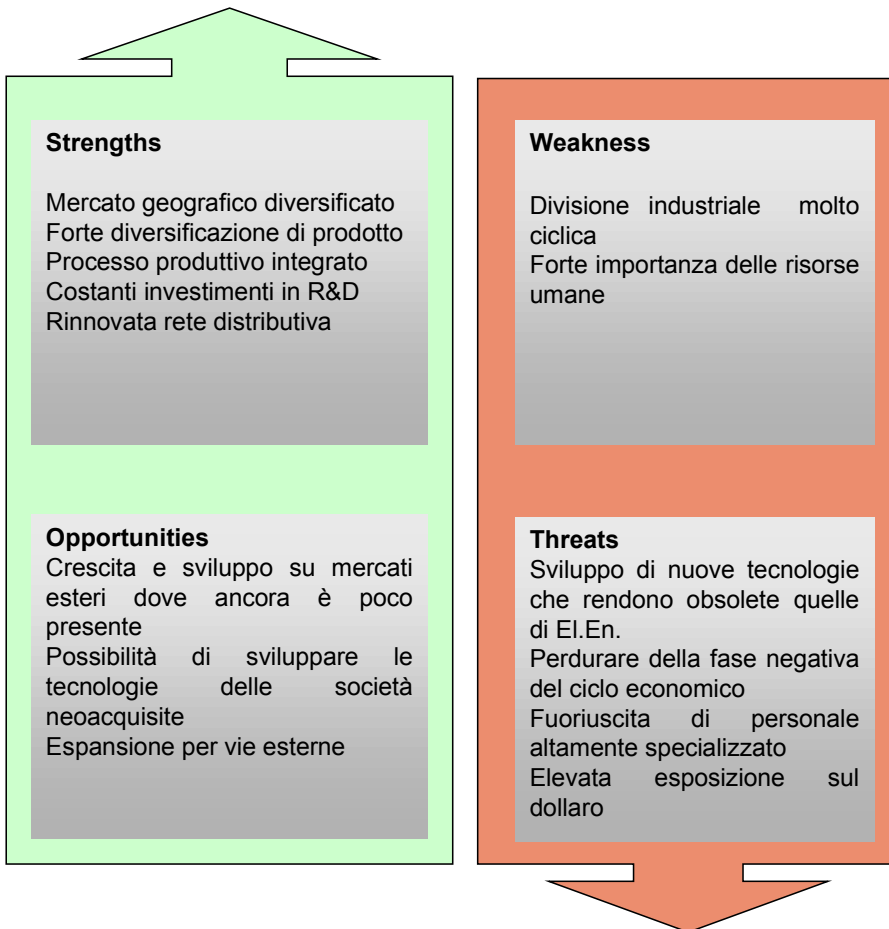
Potenziali entranti. In un settore ad alto contenuto tecnologico come quello dei laser, gli elevati investimenti in ricerca e sviluppo rappresentano la principale barriera all'entrata per i potenziali entranti sul mercato; i principali potenziali entranti sono rappresentati da quei player già presenti sul mercato dei laser in settori diversi da quelli in cui opera El.En. e che potrebbero sviluppare la propria tecnologia in modo tale da diversificare i prodotti offerti e da operare su altri segmenti.

Prodotti sostitutivi. L'esistenza di differenti tecnologie, utilizzabili per il medesimo scopo, rende estremamente competitivo il mercato dei laser, sul quale il lancio di prodotti sostitutivi risulta un rischio effettivamente elevato. Il rischio maggiore è però rappresentato dallo sviluppo di nuove tecnologie e dal conseguente lancio di prodotti sostitutivi maggiormente innovativi.

Fornitori. El.En sviluppa internamente la propria tecnologia e si avvale di fornitori, dai quali non si segnala alcuna particolare dipendenza, per la produzione dei componenti base maggiormente standardizzati e a minor valore aggiunto, come i tubi di vetro e le strutture esterne dei sistemi laser.

Clients. Operando in un contesto geografico estremamente differenziato e in segmenti decisamente diversi tra loro (industriale e medicale), non si segnala per El.En un particolare rischio di concentrazione della clientela. I primi 4 clienti, a livello consolidato, rappresentano una quota del 16% del fatturato complessivo del Gruppo.

Swot Analysis



Direzione Finanza

FINANCIALS

Balance sheet

EURm	2000	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E
Intangible asset	1.5	1.7	8.2	7.9	10.7	9.5	8.5	7.6
Technical asset	3.7	3.7	6.2	7.3	8.6	9.4	10.4	11.3
Financial asset	1.1	0.8	1.0	1.8	1.7	2.0	2.0	2.0
Net fixed capital	6.3	6.2	15.4	17.1	20.9	20.9	20.8	20.9
Inventories	6.7	9.1	14.8	20.0	25.3	27.8	30.5	32.8
receivable	7.2	8.4	15.8	16.0	22.0	25.3	28.5	31.1
Other receivable	1.9	3.5	3.2	4.8	6.1	7.1	8.0	8.7
Trade payables	-6.1	-6.2	-11.9	-11.7	-15.9	-18.5	-20.8	-22.7
Other non-financial liabilities	-1.6	-2.0	-6.8	-5.8	-10.2	-11.9	-13.3	-14.5
Provisions	-1.3	-1.4	-2.6	-2.7	-3.3	-4.4	-4.9	-5.3
Working capital	6.9	11.4	12.6	20.6	23.9	25.5	27.9	30.0
Pension provision	-0.6	-0.7	-0.9	-1.1	-1.7	-1.9	-1.9	-2.0
Net Working capital	6.3	10.7	11.6	19.5	22.2	23.7	26.0	28.0
NIC	12.6	16.9	27.0	36.6	43.2	44.5	46.9	48.9
ST financial debt	0.4	0.4	0.9	2.1	4.0	2	2	2
M/LT financial debt	3.0	2.2	1.9	1.8	2.6	1.9	1.9	1.9
Cash and deposit	-35.9	-32.5	-27.1	-16.8	-15.3	-15.1	-18.6	-22.8
Treasury stock	0.0	0.0	-0.4	-0.5	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
NFP	-32.4	-29.9	-24.7	-13.3	-9.1	-11.6	-15.1	-19.3
Shareholders' equity	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6
Reserves	41.3	42.7	43.2	41.8	44.1	47.1	51.6	56.3
Group equity	43.7	45.0	45.6	44.2	46.7	49.7	54.2	58.9
Minorities	1.3	1.7	6.2	5.7	5.5	6.4	7.8	9.4
Net Equity	45.0	46.8	51.8	49.9	52.3	56.2	61.9	68.2
Total capital	12.6	16.9	27.0	36.6	43.2	44.5	46.9	48.9

Direzione Finanza
Profit & loss account

EUR m	2000	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E
Sales	26.0	27.8	54.1	68.2	94.6	110.2	123.9	135.2
growth	8.7%	7.3%	94.4%	26.0%	38.7%	16.5%	12.5%	9.1%
Change in finished goods	1.4	1.5	0.4	3.7	2.9	3.4	3.8	4.2
Other income	0.1	0.2	0.5	1.1	1.5	1.8	2.0	2.2
Value of production	27.5	29.5	55.0	72.9	99.0	115.3	129.7	141.5
Purchases	-11.2	-14.0	-22.8	-30.7	-39.4	-45.7	-51.4	-56.1
Change in raw materials	1.2	1.1	1.1	2.3	1.8	2.1	2.4	2.6
Other direct cost	-3.2	-3.1	-5.8	-6.9	-8.9	-10.4	-11.6	-12.7
Gross Margin	14.3	13.5	27.4	37.7	52.5	61.4	69.0	75.3
Other cost and services	-3.4	-5.3	-9.4	-14.2	-19.7	-22.9	-25.5	-27.8
Value added	10.9	8.2	18.1	23.5	32.8	38.5	43.5	47.5
growth	4.5%	-24.6%	119.1%	30.1%	39.7%	17.2%	13.1%	9.1%
% on sales	42.1%	29.6%	33.4%	34.4%	34.7%	34.9%	35.1%	35.1%
Labour cost	-3.3	-4.3	-11.0	-18.0	-22.2	-24.6	-25.5	-26.2
growth	6.9%	31.7%	153.3%	63.1%	23.6%	10.9%	3.6%	2.8%
% on sales	-12.7%	-15.6%	-20.3%	-26.3%	-23.5%	-22.3%	-20.6%	-19.4%
EBITDA	7.6	3.9	7.0	5.5	10.6	13.8	18.0	21.3
growth	3.4%	-48.9%	80.9%	-21.6%	92.3%	30.3%	30.1%	18.1%
% on sales	29.4%	14.0%	13.0%	8.1%	11.2%	12.6%	14.5%	15.7%
Deprec./amortis./provision	-1.4	-1.2	-2.5	-3.2	-3.8	-3.6	-3.7	-3.8
% on sales	-5.3%	-4.3%	-4.6%	-4.7%	-4.1%	-3.3%	-2.9%	-2.8%
EBIT adj	6.3	2.7	4.5	2.3	6.8	10.2	14.4	17.5
growth	-8.6%	-56.8%	68.0%	-48.7%	191.9%	50.5%	40.4%	21.9%
% on sales	24.1%	9.7%	8.4%	3.4%	7.2%	9.3%	11.6%	12.9%
Goodwill	0.0	-0.1	-0.6	-0.9	-1.7	-1.1	-0.9	-0.8
EBIT	6.3	2.6	4.0	1.4	5.1	9.2	13.4	16.7
growth	-8.6%	-58.5%	53.1%	-64.7%	260.9%	81.4%	46.3%	24.2%
% on sales	24.1%	9.3%	7.3%	2.1%	5.3%	8.3%	10.8%	12.3%
Net financial charges	0.2	1.2	1.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1
Adjustment	0.1	0.0	0.2	0.5	0.1	0	0	0
Extraordinary items	0.0	0.0	0.4	0.1	3.3	0	0	0
EBT	6.5	3.8	5.5	2.2	8.5	9.2	13.5	16.7
Taxes	-2.9	-1.2	-2.7	-1.6	-3.0	-3.7	-5.4	-6.7
Gros Net profit	3.5	2.6	2.9	0.6	5.5	5.5	8.1	10.0
Minorities	-0.5	-0.4	-0.7	0.0	-1.8	-0.9	-1.3	-1.6
Net profit of the group	3.0	2.3	2.1	0.6	3.6	4.6	6.8	8.4

Direzione Finanza
Cash flow

EUR m	2000	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E
Initial NFP	1.1	32.4	29.9	24.7	13.3	9.1	11.7	15.1
Change in scope of consolidation								
Net income/loss	3.5	2.6	2.9	0.6	5.5	5.5	8.1	10.0
Depreciation & Amortization	0.9	1.1	2.7	3.4	4.8	4.0	3.9	3.9
(Gains)/Losses on sales of long term assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(Upward adj.)/writedowns of long term assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in working capital	-4.3	-4.6	-1.2	-8.1	-3.3	-1.6	-2.4	-2.1
Net change in reserve for empl.term.indemn.	0.1	0.1	0.3	0.2	0.6	0.2	0.1	0.1
Transection adjustments and other changes	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.1	0.3	0.0	0.0
Cash flows from operating activities	0.2	-0.7	4.6	-3.7	7.6	8.4	9.6	11.9
Long-term investments:								
intangible assets	-1.9	-0.7	-7.7	-1.2	-5.5	-0.6	-0.6	-0.6
goodwill	0.0	-0.5	-6.9	-1.1	-3.7	0.0	0.0	0.0
other investments	-1.9	-0.1	-0.8	-0.1	-1.8	-0.6	-0.6	-0.6
fixed assets	-0.8	-0.6	-4.0	-3.2	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
other long-term investments	-0.1	0.3	-0.2	-0.9	0.2	-0.3	0.0	0.0
Proceeds from sale of long term assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flows from investing activities	-2.7	-1.0	-11.9	-5.3	-8.7	-4.2	-3.9	-3.9
FREE CASH FLOW	-2.5	-1.7	-7.3	-9.0	-1.0	4.2	5.7	8.0
Capital increases	34.5	0.0	3.1	-1.3	-2.0	0.0	0.0	0.0
Contribution by shareholders	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital grants	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flows from financings activities	34.5	0.0	3.1	-1.3	-2.0	0.0	0.0	0.0
Dividends	-0.7	-0.9	-0.9	-1.1	-1.1	-1.6	-2.3	-3.7
Other adjustments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in net Financial position	31.4	-2.6	-5.2	-11.4	-4.2	2.6	3.4	4.3
Final NFP	32.4	29.9	24.7	13.3	9.1	11.7	15.1	19.4

Ratios

	2000	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E
EBITDA margin	29.4%	14.0%	13.0%	8.1%	11.2%	12.6%	14.5%	15.7%
ROS adj	24.1%	9.7%	8.4%	3.4%	7.2%	9.3%	11.6%	12.9%
ROS	24.1%	9.3%	7.3%	2.1%	5.3%	8.3%	10.8%	12.3%
ROE	48.6%	5.3%	4.8%	1.2%	8.3%	10.1%	14.0%	16.1%
ROI	73.3%	19.9%	26.0%	9.9%	22.5%	30.4%	39.5%	44.4%
ROCE	41.2%	10.3%	12.7%	2.7%	10.8%	15.9%	21.7%	25.0%
D/E	-0.72	-0.64	-0.48	-0.27	-0.17	-0.21	-0.24	-0.28
D/MKT cap	-0.32	-0.39	-0.46	-0.19	-0.07	-0.09	-0.12	-0.15

Valuation

	2000	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E
EV	70.9	49.8	35.7	64.0	135.1	133.7	132.1	129.9
EV/sales	2.73	1.79	0.66	0.94	1.43	1.21	1.07	0.96
EV/EBITDA	9.3	12.8	5.1	11.6	12.7	9.7	7.3	6.1
EV/EBITadj	11.3	18.4	7.9	27.5	19.9	13.1	9.2	7.4
EV/EBIT	11.3	19.2	9.0	45.7	26.7	14.6	9.8	7.8
P/E	33.7	34.1	25.4	125.9	35.9	28.2	19.3	15.5
P/E adj	33.9	33.2	23.7	51.9	52.9	23.9	17.4	14.4
P/CF	23.1	21.7	10.4	15.0	13.5	14.0	11.5	10.0
P/CF adj	23.3	22.8	14.3	24.2	45.5	16.7	13.0	11.0
P/Book	2.32	1.72	1.19	1.58	2.79	2.62	2.41	2.22



Direzione Finanza

RASBANK SpA

Telefono 02.7216.2872 - Telefax 02.8692463

Sede legale ed amministrativa: Piazza Ercolea, 15 – 20122 Milano (MI)

Codice Fiscale, Partita IVA, Tribunale di Milano Iscrizione al Registro delle Imprese n. 09733300157

Capitale sociale: EUR 95.000.000 (i.v.)

Capogruppo del Gruppo Rasbank, iscritta all'Albo delle Banche e dei Gruppi

Bancari, Società rientrante nell'area di consolidamento del bilancio del

Gruppo RAS

Codice ABI 3589 - Bank Identification Code BKRAITMM

Sito internet <http://www.rasbank.it/> Sezione clienti istituzionali – studi e ricerche

OPERATIONS CONTACTS

<i>Institutional Equity Desk</i>	+39 02 80679
<i>Institutional Bond Desk</i>	+39 02 80678
<i>Retail Capital Markets</i>	+39 02 806069

RESEARCH DEPARTMENT

Guglielmo Marco Opirari *Head of Research* +39 02 7216 2746

Equity Analysts

Floriana Amari	<i>Insurance / Financial Services</i>	+39 02 7216 4061
Andrea Balloni	<i>Consumer / Industrial / Media</i>	+39 02 7216 3991
Oriana Cardani	<i>Tic / Fin. Serv. / Industr. / Media</i>	+39 02 7216 5730
Gabriele Ciotti	<i>Banks</i>	+39 02 7216 2362
Gabriele Gambarova	<i>Auto / Industrial / Tech. / Constr.</i>	+39 02 7216 2102
Luigi Monica	<i>P&H Goods / Industrial / Retail</i>	+39 02 7216 5832

Corporate Bond Analyst

Enrico Esposti +39 02 7216 4044

Technical Analysts

Paola Carapelli +39 02 7216 4040
Amedeo Cocca +39 02 7216 2838

Economists

Francesca Pini +39 02 7216 4064
Matteo Radaelli +39 02 7216 4831

Research Assistants

Aldo Bertinelli *Editing* +39 02 7216 5732
Carla Castellani *Translations* +39 02 7216 4146
Stefania Pasinetti *Secretary* +39 02 7216 4562

RASBANK dichiara di avere un proprio specifico interesse riguardo agli emittenti (e indirettamente alle società controllanti o controllate), agli strumenti finanziari e alle operazioni oggetto dello Studio in quanto svolge il ruolo di specialista per il titolo EL.EN. S.p.A.. Le informazioni contenute nel presente Studio provengono dalle Società oggetto di analisi o da altre fonti ritenute attendibili e si riferiscono all'ultimo documento contabile ufficiale disponibile. Lo Studio è divulgato a solo scopo informativo: esso non costituisce parte e non può in alcun modo essere considerato come offerta di vendita o di sottoscrizione o di scambio, o come sollecitazione di qualsiasi genere all'acquisto, alla sottoscrizione o allo scambio di strumenti finanziari o in genere all'investimento, né costituisce consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari. RASBANK non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo dello Studio. Le informazioni rese disponibili attraverso lo Studio non devono essere infatti intese come una raccomandazione o un invito di RASBANK a compiere una particolare transazione o come suggerimento a porre in essere una determinata operazione. Ciascun investitore dovrà formarsi un proprio autonomo convincimento in merito all'opportunità di effettuare investimenti e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, su detto Studio, bensì dovrà consultare anche altri Studi messi a disposizione da altri Uffici Analisi. In particolare RASBANK, considerato anche che i rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri, non fornisce alcuna garanzia di raggiungimento degli obiettivi di investimento né assume alcuna responsabilità per eventuali inesattezze dei dati riportati e/o elaborati nello Studio. Ogni opinione espressa può essere soggetta a cambiamenti e modifiche senza preavviso. Costituiscono canali di diffusione la posta cartacea, la posta elettronica ed il sito internet al quale è consentito l'accesso ai soli clienti istituzionali muniti di codice identificativo e password. Il presente Studio non è destinato e non dovrà essere in alcun modo trasmesso o comunque distribuito negli Stati Uniti, in Canada, in Australia ed in Giappone, e neppure in qualsiasi altro Paese nel quale la diffusione sia consentita solo previa autorizzazione da parte delle competenti autorità.

RASBANK si è dotata di procedure interne idonee a garantire l'indipendenza dei propri analisti.

RASBANK intende dare continuità alla copertura dei titoli oggetto di Studio ed intende produrre nuove analisi degli stessi in occasione della diffusione dell'informativa contabile periodica e dei principali eventi societari ritenuti rilevanti.

E' vietata la rielaborazione e/o la riproduzione e/o la diffusione, anche parziale, dello Studio, senza previo consenso scritto di RASBANK.

