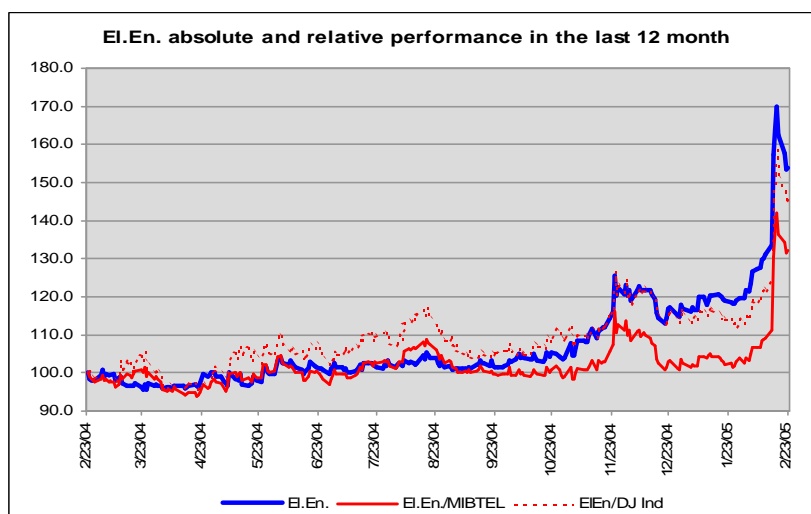


El.En.
NEUTRAL (from **OUTPERFORM**)

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
2004E	94.6	10.6	6.7	7.1%	21.9%	3.5	2.3	8.1%	-0.08	0.51	0.41	11.4	17.9	49.6	1.6%	25.1
2005E	110.2	13.8	10.0	9.1%	29.0%	4.3	5.0	9.3%	-0.13	1.09	0.50	8.7	11.9	23.0	2.0%	25.1
2006E	121.7	17.2	13.4	11.0%	36.4%	5.9	6.6	12.4%	-0.16	1.43	0.69	6.9	8.8	17.6	2.7%	25.1

- In forte crescita e sopra le nostre attese i risultati di Q4'04: fatturato ad EUR28.5m (+41.4%), EBITDA all'11.4% (vs 9.0% di Q4'03) e ROS all'8.1% (vs 2.3% di Q4'03); complici anche le acquisizioni, crescono i laser medicali (+60.2%), ma anche quelli industriali (+13.4%).
- A trainare Q4'04 è stata soprattutto la divisione medica (+60.2%), con un ottimo andamento dei laser per estetica (più che raddoppiati); dopo un terzo trimestre in flessione, torna a crescere la divisione dei laser industriali (+13.4%), con un andamento particolarmente positivo per il segmento dei laser da taglio (+43.4%).
- Rispetto a quella di fine 2003 di EUR12.9m, è in flessione la PFN dichiarata a fine anno, positiva per EUR8.7m, mentre è in crescita rispetto a quella di fine settembre, pari ad EUR6.5m.
- La buona crescita dell'ultimo trimestre dell'esercizio, sia in termini di ricavi, che in termini di margini, ci porta a rivedere al rialzo le nostre stime per i prossimi esercizi.
- In seguito alla variazione delle nostre stime, abbiamo modificato il nostro target da EUR19.3 ad EUR23.3. Dopo il recente rally del titolo, abbassiamo il nostro rating da OUTPERFORM a NEUTRAL.



Price on february 25, 2005

25.0

52-week range

EUR13.75 - 26.65

MIBTEL index

24,085

Abs. Perf. (1,3,12 months)

30,28,54%

Rel. to MIBTEL (1,3,12 months)

30,20,32%

Rel. to DJ Ind (1,3,12 months)

29,21,46%

Share capital (total)

EUR2.4m

Shares outstanding (total)

4.66m

Market capitalisation (total)

115.9

Free float

22.9%

Avg. daily traded volume

5,785

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%
MPS 10.0%

RESEARCH DEPARTMENT

Andrea Balloni

+39 02 7216 3991

UPDATE

Q4 in forte crescita, meglio delle attese: a trainare è ancora il medicale

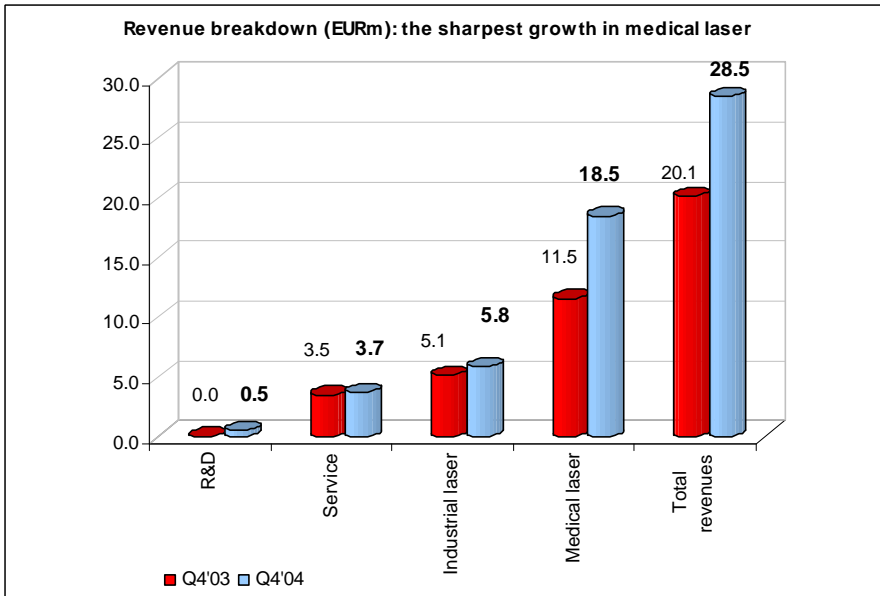
Sono stati in forte crescita e sopra le nostre attese i risultati del quarto trimestre '04 di El.En, sia a livello di fatturato (+41.4% rispetto Q4'03), che a livello di margini reddituali. A trainare la crescita è stato in modo particolare il segmento medicale, con un apporto decisamente positivo da parte della controllata americana Cynosure.

In forte crescita e migliori delle stime i risultati di Q4'04

EUR m	2004E	2004	2003	Q4'04E	Q4'04	Q4'03	Q3'04	Q3'03	Q2'04	Q2'03	Q1'04	Q1'03
Sales	92.6	94.6	68.1	26.5	28.5	20.1	21.1	17.7	26.1	17.2	18.9	13.0
growth	35.9%	38.8%		31.5%	41.4%		18.7%		51.2%		45.7%	
Change in finished goods	3.2	2.9	3.5	-1.2	-1.5	-1.4	2.1	0.5	1.0	2.6	1.3	1.9
Other income	0.9	1.5	1.1	0.1	0.8	0.6	0.1	0.0	0.4	0.2	0.3	0.1
Value production	96.6	99.0	72.7	25.4	27.8	19.3	23.2	18.2	27.4	20.1	20.6	15.0
Purchases	-38.2	-39.4	-30.8	-8.7	-10.0	-7.1	-10.3	-7.2	-10.8	-9.6	-8.3	-6.9
Change in row materials	2.0	1.9	2.5	0.7	0.6	1.1	1.1	0.3	-0.2	0.4	0.3	0.7
Other direct cost	-8.4	-8.9	-6.7	-2.3	-2.8	-1.9	-1.8	-1.4	-2.3	-1.8	-1.9	-1.6
Gross Margin	52.1	52.6	37.6	15.1	15.6	11.4	12.2	9.9	14.1	9.1	10.7	7.2
Other cost and services	-19.5	-19.8	-14.2	-5.7	-5.9	-4.3	-4.5	-3.5	-5.1	-3.4	-4.3	-3.0
Value added	32.6	32.8	23.4	9.4	9.7	7.1	7.7	6.5	9.0	5.6	6.4	4.3
Labour cost	-22.3	-22.2	-17.9	-6.5	-6.4	-5.3	-5.2	-4.5	-5.6	-4.5	-5.0	-3.7
EBITDA	10.3	10.6	5.5	2.9	3.3	1.8	2.6	2.0	3.5	1.1	1.4	0.6
growth	87.1%	93.2%		60.6%	79.0%		28.1%		206.9%		139.8%	
% on sales	11.1%	11.3%	8.1%	11.0%	11.4%	9.0%	12.1%	11.2%	13.4%	6.6%	7.1%	4.3%
Deprec. and amortis.	-5.9	-5.6	-4.1	-1.3	-1.0	-1.4	-1.3	-0.8	-2.1	-1.1	-1.2	-0.8
EBIT	4.5	5.1	1.4	1.7	2.3	0.5	1.3	1.2	1.4	0.0	0.2	-0.2
growth	209.1%	253.0%		261.0%	397.8%		8.8%		n.m.		n.m.	
% on sales	4.8%	5.4%	2.1%	6.3%	8.1%	2.3%	6.0%	6.5%	5.2%	0.3%	0.8%	-1.7%
Net financial charges	0.3	0.0	0.1	0.1	-0.2	0.2	0.1	-0.2	-0.2	0.0	0.3	0.1
Adjustment	0.1	0.1	0.6	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.1	0.7
Extraordinary items	2.9	3.3	0.1	0.0	0.4	0.0	-0.5	0.1	2.8	0.0	0.7	0.0
EBT	7.8	8.5	2.3	1.8	2.5	0.8	0.8	0.9	4.0	0.0	1.2	0.6
growth	243.5%	274.6%		127.5%	218.3%		-11.2%		n.m.		99.0%	
% on sales	8.4%	9.0%	3.3%	6.7%	8.7%	3.9%	3.9%	5.2%	15.2%	-0.3%	6.4%	4.7%

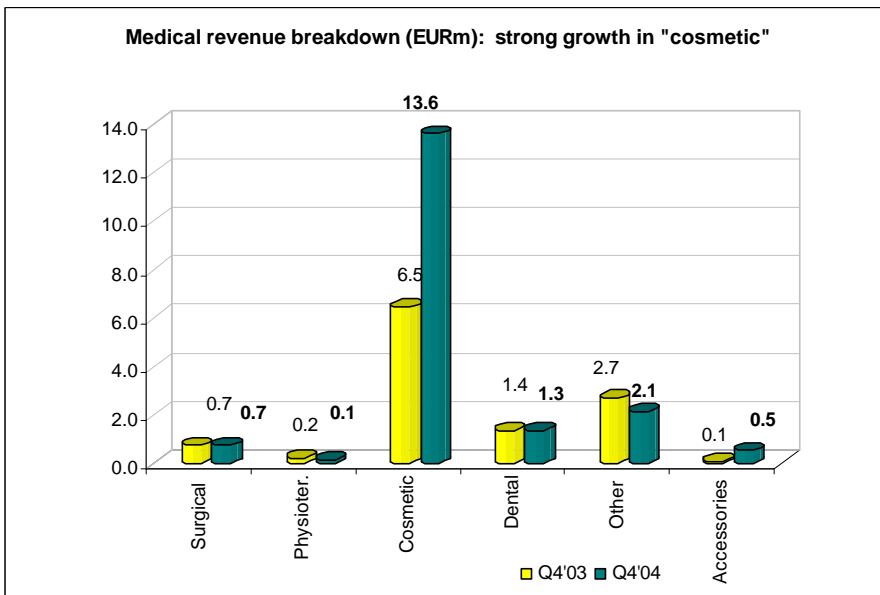
Il giro d'affari, attestatosi nel trimestre ad EUR28.5m (superiore di EUR2m rispetto alle nostre attese), ha beneficiato della crescita del 60.2% della divisione medicale, i cui ricavi si sono attestati ad EUR18.5m (vs nostre stime di EUR15.4m); contrariamente a quanto successo in Q3'04, nell'ultimo trimestre dell'esercizio è tornata a crescere anche la divisione industriale, che ha messo a segno un incremento dei ricavi del 13.4% ad EUR5.8m, sostanzialmente in linea con le nostre attese.

A trainare la crescita è soprattutto il segmento medicale



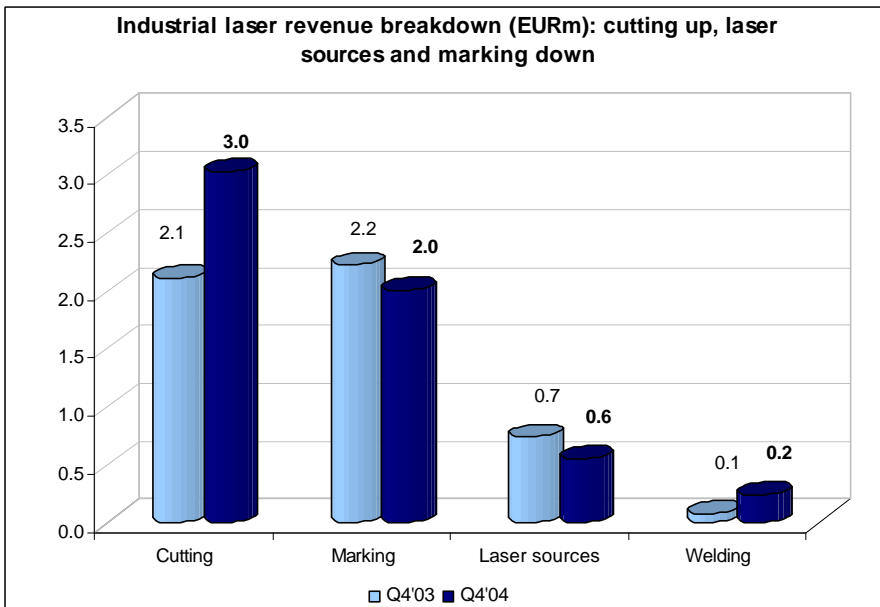
All'interno della divisione medica, in linea con quanto accaduto negli ultimi 2 esercizi, il segmento con i tassi di crescita maggiormente significativi è ancora quello dell'estetica, che nell'ultimo trimestre dell'anno evidenzia un fatturato più che raddoppiato rispetto a Q3'03 (+111%, ad EUR13.6m), a fronte di una complessiva flessione degli altri segmenti.

Brillano ancora i laser per estetica: +111%



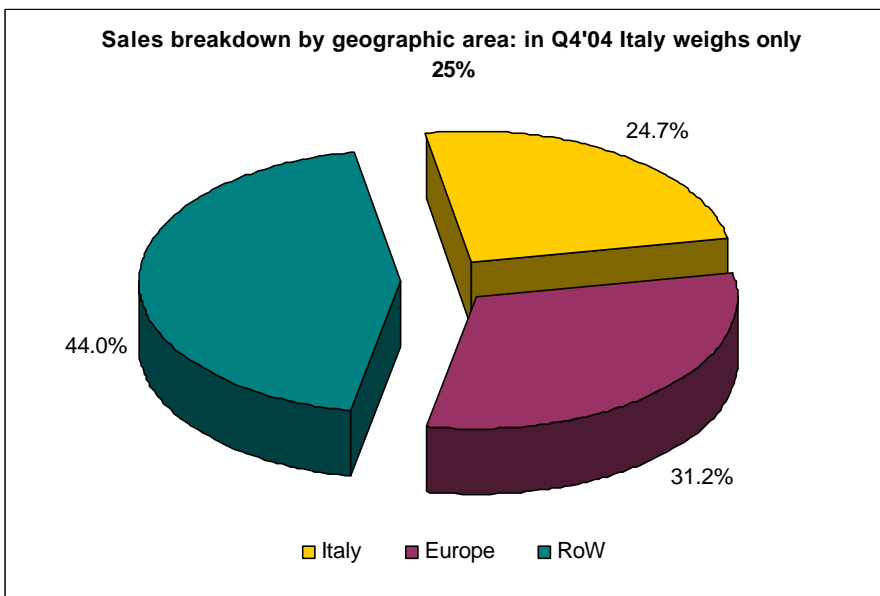
All'interno del segmento industriale, invece, si segnala la buona performance dei laser da taglio, in crescita del 43.4% ad EUR3m e l'ulteriore battuta d'arresto, in linea con quanto evidenziato nei primi nove mesi dell'anno, dei laser da marcatura, in flessione del 9.6% ad EUR2.0m. In controtendenza con quanto successo nei primi nove mesi dell'anno, sono in flessione anche i ricavi da sorgenti laser.

Tra i laser industriali, in forte crescita quelli da taglio



Da un'analisi del breakdown del fatturato del trimestre, si evidenzia come i ricavi generati in Italia ormai pesino meno del 25%, a fronte di ricavi generati in Europa il cui peso è del 31.2% e di quelli nel resto del mondo (prevalentemente Nord America) che incidono per il 44%.

Solo un quarto del fatturato è generato in Italia



Anche nel quarto trimestre, come nei primi nove mesi dell'anno, il forte incremento del fatturato è uno dei motivi principali alla base dei miglioramenti che si sono evidenziati a livello di redditività, con margini che sono cresciuti sia in valori assoluti, che in percentuale sul fatturato. A trainare la crescita dei margini è stata anche la Cynosure, controllata americana con redditività tradizionalmente superiore a quella media del gruppo El.En. e che anche nel corso del quarto trimestre '04 è cresciuta a tassi decisamente elevati. A fronte di una minore incidenza del gross margin in percentuale sul fatturato,

Anche in Q4'04 forte crescita dei margini: a pesare è soprattutto ancora la Cynosure

che passa dal 56.5% al 54.7% (con una crescita in valori assoluti che è stata comunque del 27%), con un EBITDA che passa da EUR1.8m ad EUR3.3m, l'EBITDA margin del trimestre passa dal 9% all'11.4%, con un incremento del ROS dal 2.3% all'8.1%. Il rilevante incremento dei volumi venduti nel corso del quarto trimestre, nonostante una maggiore incidenza dei costi variabili rispetto a Q4'03, ha permesso un maggiore sfruttamento della leva operativa; segnaliamo in modo particolare l'incidenza del costo del lavoro, che in percentuale sul fatturato passa dal 26.1% al 22.5%. In forte crescita risulta essere anche l'utile ante imposte, che sul trimestre passa da EUR0.8m ad EUR2.5m.

L'intero esercizio ha chiuso con una crescita complessiva del fatturato del 38.8%, principalmente trainata dalla forte espansione del segmento medicale-estetico e dall'ampliamento del perimetro di consolidamento, con margini in buon miglioramento sia in termini di EBITDA margin (dall'8.1% all'11.3%), che in termini di ROS (dal 2.1% al 5.4%). A livello di risultato netto, non ancora comunicato dalla società, ci attendiamo un utile di bottom line di EUR3.5m, in forte crescita rispetto agli EUR0.6m del 2003 grazie anche agli elevati proventi straordinari realizzati ad inizio esercizio.

Chiude in crescita del 38.8% il giro d'affari dell'intero 2004

La struttura finanziaria del gruppo evidenzia una riduzione della PFN, positiva a fine dicembre e pari ad EUR8.7m, rispetto gli EUR12.9 di fine 2003. L'assorbimento di liquidità nel corso dell'anno è avvenuto principalmente per via delle operazioni d'incremento della partecipazione in Cynosure e d'acquisto di Quanta, soltanto parzialmente compensate dalla cessione della Sona; la forte crescita del giro d'affari dovrebbe avere inoltre comportato un fisiologico incremento del circolante nel corso soprattutto dei primi nove mesi dell'anno (a fine settembre la PFN era ulteriormente diminuita ad EUR6.5), parzialmente diminuito nel corso del quarto trimestre attraverso lo smaltimento di parte del magazzino.

Le acquisizioni e l'incremento del circolante riducono la liquidità rispetto a fine '03

Riviste le stime per i prossimi esercizi: attesi in forte crescita anche i prossimi 4 esercizi

In seguito al buon andamento dell'ultimo trimestre '04, dopo un confronto con la società, abbiamo deciso di rivedere al rialzo le nostre stime per i prossimi esercizi. La revisione ha riguardato in modo particolare i tassi di crescita del giro d'affari per il biennio '07-'08, per i quali il management del gruppo si attende ancora una crescita double digit che noi, più prudenzialmente, stimiamo a un tasso dell'8%.

Rivediamo al rialzo le stime di crescita del fatturato

Il forte incremento per i prossimi 4 esercizi, per i quali ci attendiamo un CAGR del 10.7% del fatturato, è legato sia alle buone attese relative alla divisione medicale, le cui vendite, soprattutto sul mercato americano tramite la controllata Cynosure, sono stimate ancora in forte crescita, sia alle stime di 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, Dekka, 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	2004E	2005old	2005new	2006old	2006new	2007old	2007new	2008old	2008new	Cagr'05-'08
Sales	94.6	92.6	104.1	110.2	114.7	121.7	119.5	131.5	124.1	142.0	10.7%
<i>Growth</i>			12.4%	16.5%	10.2%	10.5%	4.2%	8.0%	3.8%	8.0%	
Gross Margin	52.5	52.1	58.2	61.4	64.1	67.8	66.8	73.3	69.4	79.1	10.8%
<i>Growth</i>			11.7%	16.8%	10.1%	10.5%	4.2%	8.0%	3.9%	8.0%	
EBITDA	10.6	10.3	13.1	13.8	16.7	17.2	18.0	20.0	19.1	23.1	21.4%
<i>Growth</i>			27.2%	30.3%	27.5%	24.5%	7.8%	15.8%	6.1%	15.5%	
EBIT adj	6.7	6.2	9.3	10.0	12.9	13.4	14.1	16.1	15.1	19.1	29.7%
<i>Growth</i>			50.0%	49.0%	38.7%	33.8%	9.3%	19.6%	7.1%	18.5%	
EBIT	5.1	4.5	8.3	9.1	12.1	12.6	13.4	15.4	14.5	18.4	38.2%
<i>Growth</i>			84.4%	79.7%	45.8%	38.8%	10.7%	21.8%	8.2%	20.0%	
EBT	8.5	7.8	8.7	9.1	12.5	12.7	13.9	15.4	15.1	18.5	21.6%
<i>Growth</i>			11.5%	7.9%	43.7%	38.8%	11.2%	21.8%	8.6%	20.0%	
Gross Margin %	55.5%	56.3%	55.9%	55.7%	55.9%	55.7%	55.9%	55.7%	55.9%	55.7%	
EBITDA margin	11.2%	11.1%	12.6%	12.6%	14.6%	14.2%	15.1%	15.2%	15.4%	16.2%	
ROS Adj	7.1%	6.7%	8.9%	9.1%	11.2%	11.0%	11.8%	12.2%	12.2%	13.4%	
ROS	5.3%	4.9%	8.0%	8.2%	10.5%	10.4%	11.2%	11.7%	11.7%	13.0%	

A fronte di una redditività mantenuta sostanzialmente invariata nel corso del biennio '05-'06, rivediamo al rialzo EBITDA margin e ROS del '07-'08 per via principalmente dell'effetto leva generato dall'incremento del fatturato rispetto alle precedenti stime. Complessivamente, 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 da un punto di vista della ricerca.

Rivisti al rialzo anche i margini '07-'08

Alziamo il target ad EUR23.3; dopo il rally del titolo, rivediamo il rating da OUTPERFORM a NEUTRAL

La revisione delle stime dei prossimi esercizi ci ha portato a rivedere al rialzo anche la nostra valutazione sul titolo, che passa da EUR19.3 ad EUR23.3. In seguito al rally messo a segno dal titolo in borsa nel corso delle scorse settimane (+30% nell'ultimo mese; +54% nell'ultimo anno), rivediamo al ribasso il nostro rating sul titolo da OUTPERFORM a NEUTRAL.

Con un target ad EUR23.3, abbassiamo il rating a NEUTRAL per via della corsa del titolo nell'ultimo mese

FINANCIALS

Balance sheet

EURm	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
Intangible asset	1.5	1.7	8.2	7.9	8.4	7.1	6.1
Technical asset	3.7	3.7	6.2	7.3	8.6	9.4	10.3
Financial asset	1.1	0.8	1.0	1.8	4.0	2.0	2.0
Net fixed capital	6.3	6.2	15.4	17.1	20.9	18.5	18.4
Inventories	6.7	9.1	14.8	20.0	26.5	29.3	31.8
receivable	7.2	8.4	15.8	16.0	22.2	25.9	28.6
Other receivable	1.9	3.5	3.2	4.8	5.2	6.1	6.7
Trade payables	-6.1	-6.2	-11.9	-11.7	-17.1	-19.8	-21.9
Other non-financial liabilities	-1.6	-2.0	-6.8	-5.8	-7.6	-10.4	-11.5
Provisions	-1.3	-1.4	-2.6	-2.7	-3.7	-4.4	-4.8
Working capital	6.9	11.4	12.6	20.6	25.5	26.7	28.8
Pension provision	-0.6	-0.7	-0.9	-1.1	-1.7	-1.9	-2.0
Net Working capital	6.3	10.7	11.6	19.5	23.8	24.8	26.9
NIC	12.6	16.9	27.0	36.6	44.7	43.3	45.3
ST financial debt	0.4	0.4	0.9	2.1	2	2	2
M/LT financial debt	3.0	2.2	1.9	1.8	1.9	1.9	1.9
Cash and deposit	-35.9	-32.5	-27.1	-16.8	-13.2	-18.2	-21.5
Treasury stock	0.0	0.0	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4
NFP	-32.4	-29.9	-24.7	-13.3	-9.7	-14.7	-18.0
Shareholders' equity	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.6	2.6
Reserves	41.3	42.7	43.2	41.8	44.2	46.6	50.2
Group equity	43.7	45.0	45.6	44.2	46.8	49.2	52.8
Minorities	1.3	1.7	6.2	5.7	7.6	8.8	10.5
Net Equity	45.0	46.8	51.8	49.9	54.5	58.0	63.3
Total capital	12.6	16.9	27.0	36.6	44.7	43.3	45.3

Profit & loss account

EUR m	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
Sales	26.0	27.8	54.1	68.2	94.6	110.2	121.7
growth	8.7%	7.3%	94.4%	26.0%	38.7%	16.5%	10.5%
Change in finished goods	1.4	1.5	0.4	3.7	2.9	3.4	3.8
Other income	0.1	0.2	0.5	1.1	1.5	1.8	1.9
Value of production	27.5	29.5	55.0	72.9	99.0	115.3	127.4
Purchases	-11.2	-14.0	-22.8	-30.7	-39.4	-45.7	-50.5
Change in raw materials	1.2	1.1	1.1	2.3	1.8	2.1	2.3
Other direct cost	-3.2	-3.1	-5.8	-6.9	-8.9	-10.4	-11.4
Gross Margin	14.3	13.5	27.4	37.7	52.5	61.4	67.8
Other cost and services	-3.4	-5.3	-9.4	-14.2	-19.7	-22.9	-25.1
Value added	10.9	8.2	18.1	23.5	32.8	38.5	42.7
growth	4.5%	-24.6%	119.1%	30.1%	39.7%	17.2%	11.1%
% on sales	42.1%	29.6%	33.4%	34.4%	34.7%	34.9%	35.1%
Labour cost	-3.3	-4.3	-11.0	-18.0	-22.2	-24.6	-25.5
growth	6.9%	31.7%	153.3%	63.1%	23.6%	10.9%	3.6%
% on sales	-12.7%	-15.6%	-20.3%	-26.3%	-23.5%	-22.3%	-20.9%
EBITDA	7.6	3.9	7.0	5.5	10.6	13.8	17.2
growth	3.4%	-48.9%	80.9%	-21.6%	92.3%	30.3%	24.5%
% on sales	29.4%	14.0%	13.0%	8.1%	11.2%	12.6%	14.2%
Deprec./amortis./provision	-1.4	-1.2	-2.5	-3.2	-3.9	-3.8	-3.8
% on sales	-5.3%	-4.3%	-4.6%	-4.7%	-4.1%	-3.4%	-3.1%
EBIT adj	6.3	2.7	4.5	2.3	6.7	10.0	13.4
growth	-8.6%	-56.8%	68.0%	-48.7%	189.9%	49.0%	33.8%
% on sales	24.1%	9.7%	8.4%	3.4%	7.1%	9.1%	11.0%
Goodwill	0.0	-0.1	-0.6	-0.9	-1.7	-1.0	-0.8
EBIT	6.3	2.6	4.0	1.4	5.1	9.1	12.6
growth	-8.6%	-58.5%	53.1%	-64.7%	260.9%	79.7%	38.8%
% on sales	24.1%	9.3%	7.3%	2.1%	5.3%	8.2%	10.4%
Net financial charges	0.2	1.2	1.0	0.2	0.0	0.0	0.1
Adjustment	0.1	0.0	0.2	0.5	0.1	0	0
Extraordinary items	0.0	0.0	0.4	0.1	3.3	0	0
EBT	6.5	3.8	5.5	2.2	8.5	9.1	12.7
Taxes	-2.9	-1.2	-2.7	-1.6	-3.0	-3.6	-5.1
Gros Net profit	3.5	2.6	2.9	0.6	5.5	5.5	7.6
Minorities	-0.5	-0.4	-0.7	0.0	-1.9	-1.2	-1.7
Net profit of the group	3.0	2.3	2.1	0.6	3.5	4.3	5.9

Cash flow

EUR m	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
Initial NFP	1.1	32.4	29.9	24.7	13.3	9.7	14.4
Change in scope of consolidation							
Net income/loss	3.5	2.6	2.9	0.6	5.5	5.5	7.6
Depreciation & Amortization	0.9	1.1	2.7	3.4	4.5	4.1	3.9
(Gains)/Losses on sales of long term assets	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
Change in working capital	-4.3	-4.6	-1.2	-8.1	-4.8	-1.2	-2.1
Net change in reserve for empl.term.indemn.	0.1	0.1	0.3	0.2	0.6	0.2	0.1
Transation adjustments and other changes	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
Cash flows from operating activities	0.2	-0.7	4.6	-3.7	5.7	8.5	9.5
Long-term investments:							
intangible assets	-1.9	-0.7	-7.7	-1.2	-2.9	-0.6	-0.6
goodwill	0.0	-0.5	-6.9	-1.1	-1.5	0.0	0.0
other investments	-1.9	-0.1	-0.8	-0.1	-1.4	-0.6	-0.6
fixed assets	-0.8	-0.6	-4.0	-3.2	-3.3	-3.3	-3.3
other long-term investments	-0.1	0.3	-0.2	-0.9	-2.2	2.0	0.0
Proceeds from sale of long term assets	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	-8.4	-1.9	-3.9
FREE CASH FLOW	-2.5	-1.7	-7.3	-9.0	-2.6	6.6	5.6
Capital increases	34.5	0.0	3.1	-1.3	0.2	0.0	0.0
Contribution by shareholders	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
Cash flows from financings activities	34.5	0.0	3.1	-1.3	0.2	0.0	0.0
Dividends	-0.7	-0.9	-0.9	-1.1	-1.1	-1.9	-2.3
Other adjustments	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	-3.6	4.7	3.3
Final NFP	32.4	29.9	24.7	13.3	9.7	14.4	17.7

Ratios

	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
EBITDA margin	29.4%	14.0%	13.0%	8.1%	11.2%	12.6%	14.2%
ROS adj	24.1%	9.7%	8.4%	3.4%	7.1%	9.1%	11.0%
ROS	24.1%	9.3%	7.3%	2.1%	5.3%	8.2%	10.4%
ROE	48.6%	5.3%	4.8%	1.2%	8.1%	9.3%	12.4%
ROI	73.3%	19.9%	26.0%	9.9%	21.9%	29.0%	36.4%
ROCE	41.2%	10.3%	12.7%	2.7%	10.5%	15.1%	19.9%
D/E	-0.72	-0.64	-0.48	-0.27	-0.18	-0.25	-0.28
D/MKT cap	-0.32	-0.39	-0.46	-0.19	-0.08	-0.13	-0.16

Valuation

	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
EV	70.9	49.8	35.7	64.0	121.0	119.9	118.9
EV/sales	2.73	1.79	0.66	0.94	1.28	1.09	0.98
EV/EBITDA	9.3	12.8	5.1	11.6	11.4	8.7	6.9
EV/EBITadj	11.3	18.4	7.9	27.5	17.9	11.9	8.8
EV/EBIT	11.3	19.2	9.0	45.7	23.9	13.2	9.4
P/E	33.7	34.1	25.4	125.9	32.7	27.2	19.6
P/E adj	33.9	33.2	23.7	51.9	49.6	23.0	17.6
P/CF	23.1	21.7	10.4	15.0	12.4	12.8	11.0
P/CF adj	23.3	22.8	14.3	24.2	44.7	15.1	12.4
P/Book	2.32	1.72	1.19	1.58	2.47	2.36	2.19



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 Opipari *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>Tlc / 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
Giuseppe Rebuzzini	<i>Energy / Utilities</i>	+39 02 7216 4080

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	<i>Editing</i>	+39 02 7216 5732
Carla Castellani	<i>Translations</i>	+39 02 7216 4146
Stefania Pasinetti	<i>Secretary</i>	+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 EI.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.

