

El.En.
BUY 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	92.9	10.0	5.9	6.3%	19.5%	3.1	1.8	7.1%	-0.19	0.40	0.36	7.0	11.9	39.4	2.3%	15.7
2005E	106.0	13.1	9.3	8.8%	27.4%	2.9	3.6	6.3%	-0.20	0.78	0.33	5.5	7.7	20.0	2.1%	15.7
2006E	116.9	16.8	13.0	11.1%	35.3%	4.2	4.8	8.9%	-0.26	1.05	0.48	4.2	5.5	15.0	3.1%	15.7

- Sono in forte crescita e sopra le nostre stime i risultati di El.En. in Q2'04: crescono i ricavi del 52% ad EUR26.1m (vs EUR21.6m di nostre stime) e sono in deciso miglioramento anche i margini, con l'EBITDA margin che passa dal 5.3% al 13.4% e il ROS che passa dallo 0.4% al 5.2%.
- Oltre all'ampliamento del perimetro di consolidamento (Asclepion e Quanta System), il secondo trimestre dell'esercizio ha beneficiato della forte ripresa di Cynosure, che è uno dei principali motivi alla base della crescita del 52.8% della divisione medicale, oltre che dei primi segnali di ripresa della divisione industriale (+30.1%).
- Rivediamo al rialzo le stime per l'esercizio in corso, con un fatturato atteso per fine anno intorno ad EUR92.9m vs precedenti stime di EUR88.2m, un EBITDA margin stimato al 10.7% vs 8.8% e un ROS che dovrebbe raggiungere il 4.5% vs 2.5%.
- In seguito alla revisione delle nostre stime, modifichiamo il target, calcolato attraverso il metodo DCF, da EUR18.6 ad EUR19.6. Con un upside del 25% rispetto gli attuali prezzi di mercato, alziamo il nostro rating da OUTPERFORM a BUY.

Price on September 28, 2004

EUR15.65

52-week range

EUR13.75 - 16.9

MIBTEL index

21,007

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

0,(1),(3)%

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

(3),(1),(13)%

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

(2),0,(11)

Share capital (total)

EUR2.4m

Shares outstanding (total)

4.63m

Market capitalisation (total)

72.3

Free float

28.0%

Avg. daily traded volume

2,870

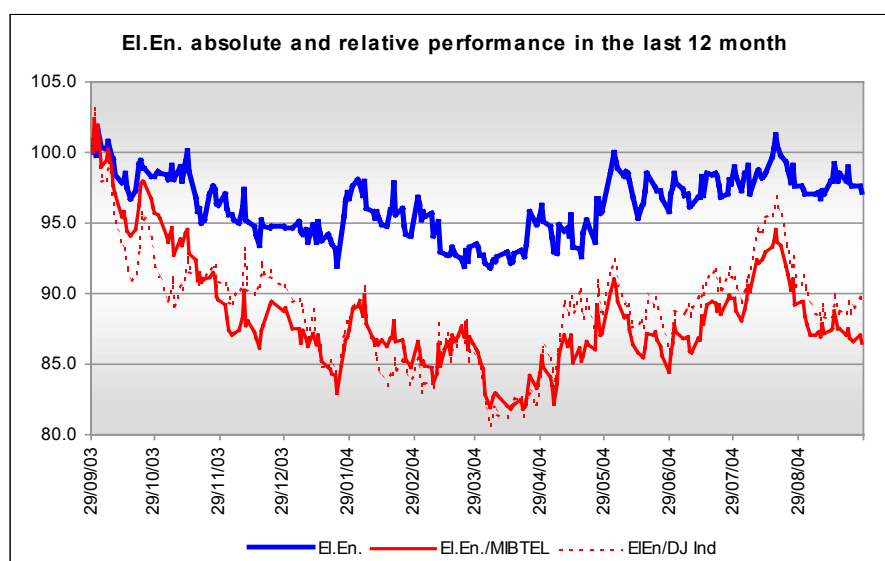
Reuters code

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

Index

VALUATION	3
Si alza il target ad EUR19.6 in seguito alla revisione delle stime.....	3
INVESTMENT STORY	6
Continua anche in Q2'04 la forte crescita del giro d'affari (+51.7%), che favorisce un buon miglioramento dei margini	6
Rivediamo le stime FY'04 e per i prossimi esercizi: la crescita trainata dall'estetica, dalle sorgenti e dalle vendite su nuovi mercati geografici	11
FINANCIALS	13

VALUATION

Si alza il target ad EUR19.6 in seguito alla revisione delle stime

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 2004-2018: 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 5 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 2.7% del 2003, al 20.7% 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.

Primo periodo: fino al 2008
- Nel corso dei 5 esercizi successivi (**secondo periodo**) alla base delle nostre stime vi è un tasso di crescita del **NOPAT** del **3%** 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.

Secondo periodo: 2008-2013
- Nel corso degli ultimi 5 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 2019.

Terzo periodo: 2013-2018
- Una delle principali conseguenze delle assunzioni fino a qui esposte è rappresentata da un calcolo del **terminal value (quarto periodo)** all'anno 2018 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.

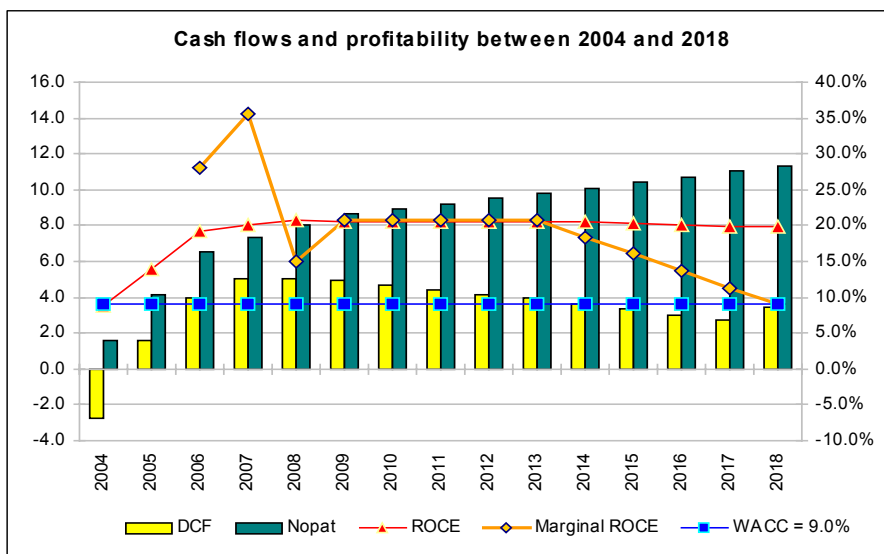
Quarto periodo: calcolo del terminal value

Direzione Finanza

La tabella successiva illustra il calcolo del costo medio del capitale, da noi stimato pari al 9.0% WACC al 9.0%

10y BTP interest rate	4.56%
Market risk premium	3.94%
Risk differential	-0.40%
Size differential	0.90%
Cost of equity	9.0%
WACC	9.0%

Il seguente grafico evidenzia le stime relative a NOPAT, DCF e redditività del periodo 2004-2018.



	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	1.4	4.2	8.3	12.2	13.5	14.7										
Tax	-1.3	-2.6	-4.2	-5.6	-6.2	-6.6										
NOPAT	0.1	1.6	4.1	6.5	7.4	8.0	8.7	9.0	9.2	9.5	9.8	10.1	10.4	10.7	11.0	11.3
Delta NWC	-7.9	-2.6	-2.7	-1.9	-1.0	-1.0										
Capex	-4.4	-6.2	-3.9	-3.9	-3.9	-4.0										
Depr/Amort	3.4	4.5	4.1	3.9	3.9	3.9										
Delta NIC	-8.9	-4.3	-2.5	-1.9	-1.0	-1.0	-1.3	-1.3	-1.3	-1.4	-1.4	-1.6	-1.9	-2.3	-2.9	0.0
FCFO	-8.8	-2.7	1.6	4.7	6.4	7.0	7.4	7.7	7.9	8.1	8.4	8.4	8.4	8.3	8.1	11.3
Average NIC adj	23.5	30.0	33.9	36.8	39.1	40.8	42.2	43.5	44.8	46.2	47.6	49.1	50.9	53.1	55.7	57.1
Marginal ROCE	23.2%	46.3%	67.0%	28.1%	35.6%	15.0%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%	18.4%	16.0%	13.7%	11.3%	9.0%
ROCE	2.7%	8.8%	14.0%	19.2%	20.0%	20.7%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%	20.5%	20.4%	20.2%	19.8%	19.9%
WACC	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Periods		-0.25	0.75	1.75	2.75	3.75	4.75	5.75	6.75	7.75	8.75	9.75	10.75	11.75	12.75	13.75
Disc factor		1.02	0.94	0.86	0.79	0.72	0.66	0.61	0.56	0.51	0.47	0.43	0.40	0.36	0.33	0.31
DCF		-2.8	1.5	4.0	5.0	5.1	4.9	4.7	4.4	4.2	3.9	3.6	3.3	3.0	2.7	3.5
Cumulated DCF		-2.8	-1.2	2.8	7.8	12.9	17.8	22.5	26.9	31.0	35.0	38.6	42.0	45.0	47.7	51.2

Il target che otteniamo dalla nostra valutazione di El.En. è di EUR19.6, con un upside rispetto agli attuali prezzi di borsa del 25.1%; modificiamo al rialzo il nostro giudizio d'acquisto sul titolo, che passa da OUTPERFORM a BUY.

Target a EUR19.6, con un upside del 25.1%; target alzato a BUY

Direzione Finanza

Valuation	per share		% of EV
Disc.FCFO '04-'18	51.2	11.1	57.0%
Terminal value	38.5	8.3	43.0%
EV	89.7	19.4	100%
NFP	13.3	2.9	
Discount on NFP (20%)	-2.7	-0.6	
Financial assets	1.8	0.4	
Equity value	102.2	22.1	
Minorities	11.7	2.5	
Net equity value	90.5	19.6	
Upside %		25.1%	

INVESTMENT STORY

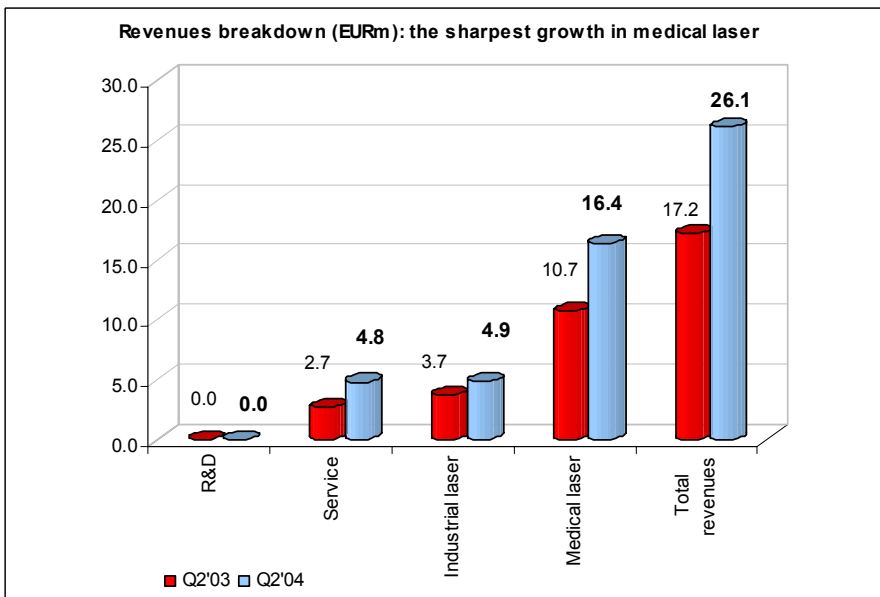
Continua anche in Q2'04 la forte crescita del giro d'affari (+51.7%), che favorisce un buon miglioramento dei margini

E' continuata anche nel secondo trimestre dell'esercizio, in linea con quanto avvenuto nei primi tre mesi dell'anno, la forte crescita del giro d'affari di El.En, il cui fatturato si incrementa del 51.7%, passando da EUR17.2m ad EUR26.1m, in netto miglioramento anche rispetto alle nostre stime di EUR21.6m.

Continua anche in Q2'04 la crescita del fatturato: +51.7%

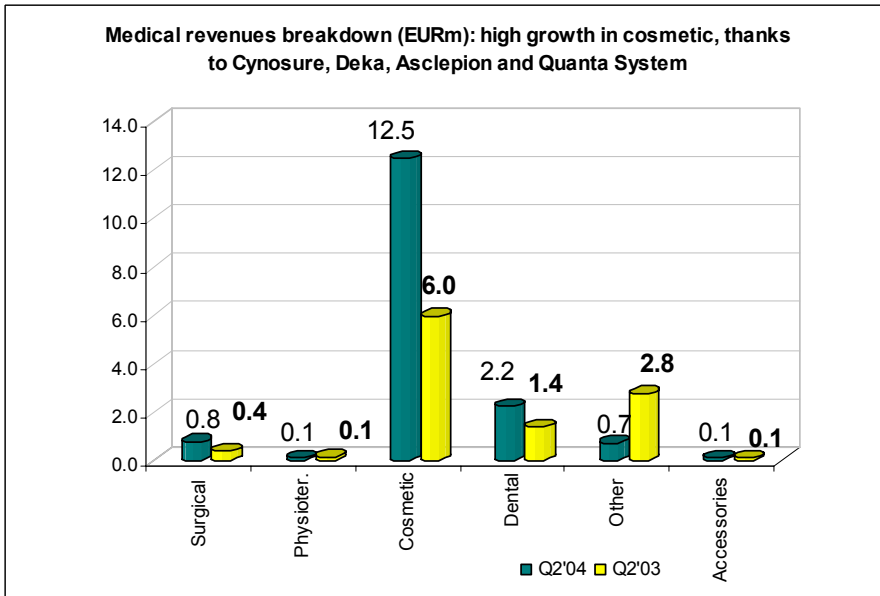
Come è evidenziato nel seguente grafico, la rilevante crescita del fatturato di Q2'04 è legata principalmente al forte incremento del giro d'affari della divisione medicale (+52.8%); segnaliamo anche l'ottimo andamento dei ricavi da assistenza (+77.3%) e i primi segnali di ripresa della divisione industriale che, grazie anche all'ampliamento del perimetro di consolidamento, mette a segno una crescita del 30%.

La crescita trainata dalla divisione Medica (+52.8%); bene anche la divisione industriale (+30.1%)



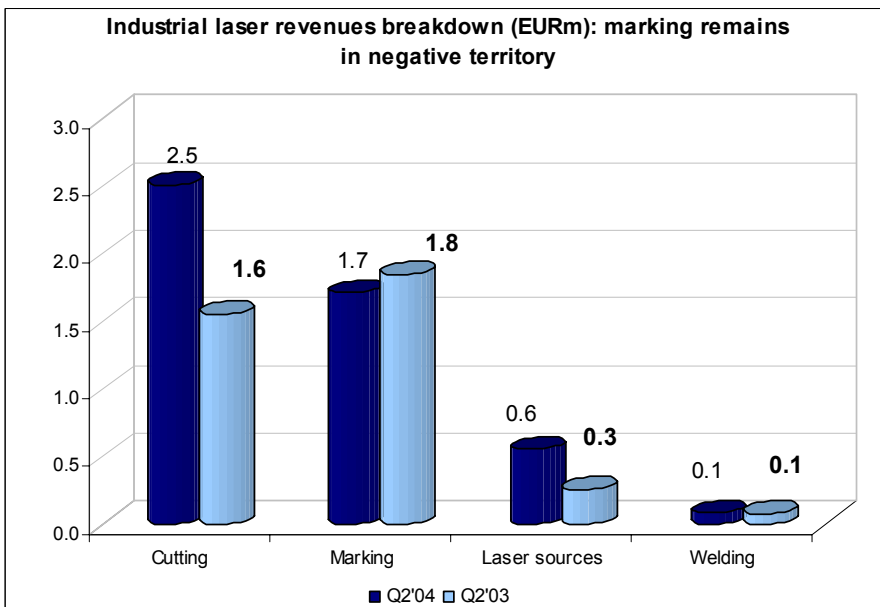
All'interno della divisione medicale la crescita maggiore è quella realizzata nel segmento dell'estetica (+109%), trainata dal buon andamento di tutti i marchi del gruppo (Cynosure, Deka, Asclepion e Quanta System); positiva anche la crescita del segmento dentale, grazie soprattutto all'ampliamento del perimetro di consolidamento relativo ad Asclepion e a Quantas. E' negativo invece l'andamento dei laser da terapia e degli altri laser, le cui flessioni in valori assoluti non sono comunque rilevanti.

La crescita del Medica legata all'estetica e all'ampliamento del perimetro di consolidamento



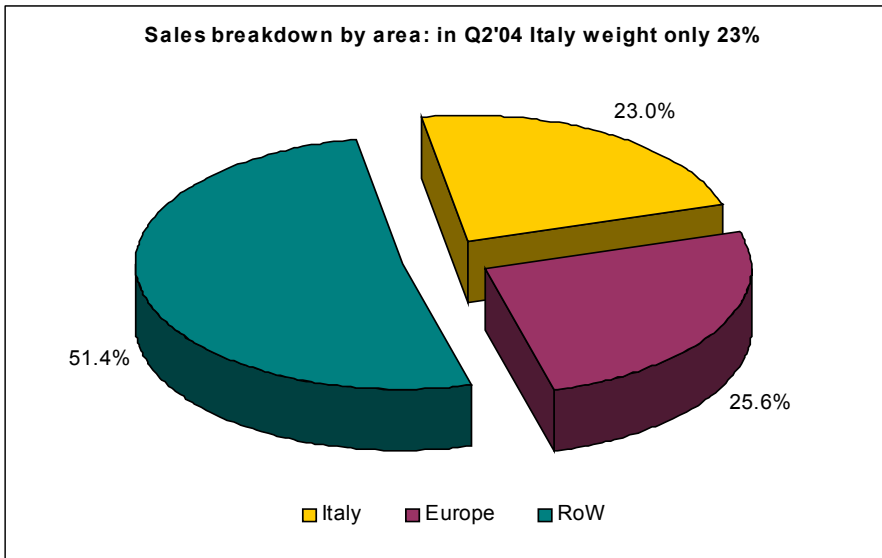
In merito alla divisione industriale, cresciuta del 30%, il secondo trimestre dell'esercizio ha evidenziato i primi segnali di ripresa del settore; l'elevata crescita di El.En, favorita anche dall'ampliamento del perimetro di consolidamento, è legata principalmente al forte incremento dei ricavi derivanti dai laser da taglio (+62%) e dalla cessioni di sorgenti (+115%). E' ancora negativo l'andamento dei laser per marcatura, che perdono il 7% rispetto a Q2'03.

Grazie ai laser da taglio, torna a crescere la divisione industriale



Da un punto di vista geografico, la crescita maggiore si è evidenziata sui mercati extraeuropei che hanno evidenziato un incremento del 62.3% legato principalmente all'ottimo andamento del mercato americano, sul quale la controllata Cynosure, beneficiando della rinnovata rete di vendita, ha messo a segno un incremento significativo passando da \$7.0m di Q2'03 a \$11.7m di Q2'04.

La crescita più forte sui mercati extraeuropei



Da un punto di vista reddituale, il forte incremento dei volumi di vendita, che ha riguardato in modo particolare la controllata Cynosure (che ha tradizionalmente margini più elevati di quelli medi del gruppo) e i buoni risultati di Quanta System e di Asclepion, hanno permesso di ottenere un buon incremento a tutti i livelli dei margini sia in valore assoluto, che in percentuale sul fatturato. Nel trimestre, il gross margin è cresciuto del 62.2% ad EUR14.1m, con un'incidenza sul fatturato che è passata dal 50.7% al 54.2%: il miglioramento è legato principalmente a una maggiore redditività dei prodotti venduti, con particolare riguardo a quelli di Cynosure, che ha comportato una conseguente minore incidenza dei costi per acquisti e degli altri costi diretti. Cresce di conseguenza anche il valore aggiunto, che passa da EUR5.3m ad EUR9.0m, con un'incidenza sul fatturato che cresce dal 30.8% al 34.7%. A influire su un EBITDA quasi quadruplicato da EUR0.9m a EUR3.5m, con un EBITDA margin che passa dal 5.3% al 13.4%, oltre ai miglioramenti già citati, segnaliamo anche una minore incidenza del costo del lavoro sul fatturato, che passa dal 25.4% al 21.3%; dopo i sensibili incrementi del costo del lavoro nel corso del passato esercizio, il 2004 sta evidenziando un ritorno significativo ai livelli di incidenza precedenti al 2003.

L'incremento dei volumi spinge i margini: l'EBITDA del trimestre passa dal 5.3% al 13.4% - In miglioramento l'incidenza del costo del lavoro

Direzione Finanza

EUR m	H1'04E	H1'04	H1'03	Q2'04E	Q2'04	Q2'03	Q1'04	Q1'03
Sales	40.6	45.0	30.2	21.6	26.1	17.2	18.9	13.0
growth	34.3%	49.1%		25.7%	51.7%		45.7%	
Change in finished goods	3.3	2.3	4.4	2.0	1.0	2.5	1.3	1.9
Other income	0.6	0.7	0.4	0.3	0.4	0.2	0.3	0.1
Value production	44.5	48.0	35.0	23.9	27.4	19.9	20.6	15.0
Purchases	-18.5	-19.1	-16.8	-10.2	-10.8	-9.9	-8.3	-6.9
growth	9.9%	13.5%		2.3%	8.4%		20.8%	
% on sales	-45.6%	-42.4%	-55.7%	-47.0%	-41.3%	-57.8%	-44.0%	-53.1%
Change in raw materials	0.5	0.2	1.2	0.2	-0.2	0.5	0.3	0.7
Other direct cost	-4.1	-4.3	-3.4	-2.2	-2.3	-1.8	-1.9	-1.6
growth	20.8%	25.9%		21.5%	31.3%		19.9%	
% on sales	-10.1%	-9.5%	-11.2%	-10.0%	-8.9%	-10.3%	-10.2%	-12.3%
Gross Margin	22.5	24.8	16.0	11.8	14.1	8.7	10.7	7.2
growth	40.6%	55.4%		35.3%	62.2%		47.1%	
% on sales	55.4%	55.1%	52.9%	54.6%	54.2%	50.7%	56.3%	55.8%
Other cost and services	-9.0	-9.4	-6.4	-4.7	-5.1	-3.4	-4.3	-3.0
growth	40.6%	46.2%		38.1%	48.7%		43.4%	
% on sales	-22.2%	-20.8%	-21.2%	-21.9%	-19.5%	-19.9%	-22.5%	-22.9%
Value added	13.4	15.4	9.6	7.1	9.0	5.3	6.4	4.3
growth	40.7%	61.5%		33.4%	71.0%		49.7%	
% on sales	33.2%	34.3%	31.7%	32.7%	34.7%	30.8%	33.7%	32.8%
Labour cost	-10.1	-10.6	-8.1	-5.1	-5.6	-4.4	-5.0	-3.7
growth	25.2%	31.3%		16.0%	27.2%		36.0%	
% on sales	-24.9%	-23.6%	-26.8%	-23.5%	-21.3%	-25.4%	-26.6%	-28.5%
EBITDA	3.3	4.8	1.5	2.0	3.5	0.9	1.4	0.6
growth	125.2%	226.3%		116.3%	279.4%		139.8%	
% on sales	8.2%	10.7%	4.9%	9.2%	13.4%	5.3%	7.1%	4.3%
Deprec. and amortis.	-2.4	-3.3	-1.6	-1.2	-2.1	-0.8	-1.2	-0.8
EBIT	0.9	1.5	-0.2	0.8	1.4	0.1	0.2	-0.2
growth	n.m.	n.m.		n.m.	n.m.		n.m.	
% on sales	2.3%	3.4%	-0.5%	3.6%	5.2%	0.4%	0.8%	-1.7%
Net financial charges	0.5	0.1	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	0.1	0.7
Extraordinary items	2.8	3.4	0.0	2.2	2.8	0.0	0.7	0.0
EBT	4.3	5.2	0.6	3.1	4.0	0.0	1.2	0.6
growth	n.m.	n.m.		n.m.	n.m.		99.0%	
% on sales	10.7%	11.5%	1.9%	14.5%	15.2%	-0.1%	6.4%	4.7%

Ritorna positivo l'EBIT di gruppo che, nonostante la maggiore incidenza degli ammortamenti passata dal 4.9% all'8.1%, aumenta da EUR0.1m ad EUR1.4m, con un ROS che cresce dallo 0.4% al 5.2%.

L'utile ante imposte, influenzato dai proventi straordinari pari ad EUR2.8m legati all'operazione di cessione della quota in Sona, ammonta ad EUR4.0m, in crescita rispetto al sostanziale pareggio dello stesso trimestre del passato esercizio.

Torna positivo l'EBIT ad EUR1.4m

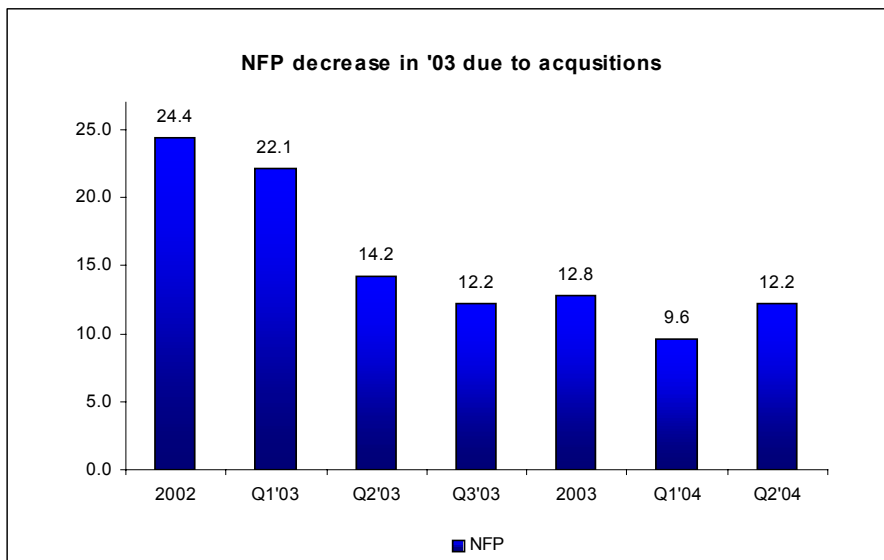
Complessivamente, i primi sei mesi dell'esercizio hanno messo a segno una crescita del fatturato che è stata del 49.1% (grazie anche all'ampliamento del perimetro di consolidamento), raggiungendo gli EUR45m (vs EUR40.6m di nostre stime); l'andamento migliore è stato quello della divisione medicale (+57%), trainata dal buon andamento dei laser dentali (+103.5%) e dei laser destinati all'estetica (+79.8%). In miglioramento anche la divisione industriale, che evidenzia una crescita complessiva del 20.6%, con un buon andamento delle sorgenti (+56.4%) e dei laser da taglio (+56.0%). Crescono i margini sul semestre, con l'EBITDA margin che passa dal 4.9% al 10.7% e il ROS che passa da negativo per 0.5% a positivo e pari al 3.4%. Si attesta ad EUR5.2m l'utile ante imposte, che beneficia di EUR3.4m di proventi straordinari.

In H1'04 la crescita del fatturato è stata del 49.1%, con un EBITDA margin al 10.7% e un ROS al 3.4%

Resta in linea con inizio anno la struttura finanziaria del gruppo

Nel corso del secondo trimestre, le disponibilità finanziarie nette del gruppo sono passate da EUR9.6m ad EUR12.2m: l'incremento nel corso dei tre mesi è stato realizzato principalmente grazie alla cessione della Sona, avvenuta in maggio per un controvalore di EUR4.8m, parzialmente compensato dai dividendi distribuiti pari ad EUR1.1m. Nel semestre la liquidità è restata sostanzialmente in linea con quella di fine 2003, pari ad EUR12.8m. La variazione negativa nell'arco dei sei mesi di EUR0.6m è legata ad un incremento delle attività immobilizzate pari a EUR6.1m, ad un incremento del circolante per EUR0.4m e a dividendi distribuiti pari ad EUR1.1m, sostanzialmente compensati da flussi generati dall'attività operativa per EUR7m.

Resta in linea con la fine del passato esercizio la PFN di gruppo, positiva per EUR12.2m



Rivediamo le stime FY'04 e per i prossimi esercizi: la crescita trainata dall'estetica, dalle sorgenti e dalle vendite su nuovi mercati geografici

In seguito alla comunicazione dei buoni risultati del primo semestre dell'esercizio in corso, decisamente superiori alle nostre attese, rivediamo al rialzo le stime per l'intero 2004 e per i prossimi esercizi.

Con riferimento al 2004FY, rivediamo le stime per tenere conto dei migliori andamenti, rispetto a quanto da noi atteso, delle sorgenti (+25.2% vs FY'03) e dei sistemi da taglio (+36.8%) per quanto attiene alla divisione industriale e per i laser per estetica (+56.1%) per quanto riguarda il settore medicale. La crescita del secondo semestre dell'esercizio, influenzata anche dalla neoconsolidata Quanta, risulterà comunque inferiore a quella dei primi sei mesi dell'anno, per via del fatto che verrà meno l'effetto legato all'ampliamento del perimetro di consolidamento relativo alle controllate Asclepion e Lasercut.

La forte crescita del fatturato per l'intero esercizio (+36.2%), favorito da un sensibile incremento dei volumi di vendita con riferimento particolare al mercato americano, è alla base della revisione al rialzo (forse ancora prudenziale) che ha riguardato anche i margini reddituali, con un EBITDA margin atteso al 10.7% (vs 8.8% delle precedenti stime) e un ROS adj atteso al 6.3% (vs 4.6% delle precedenti stime).

Il buon andamento delle sorgenti e dei laser per estetica ci induce a rivedere al rialzo le stime '04: fatturato stimato in crescita del 36.2% ed EBITDA margin al 10.7%

EUR m	2003	2004old	2004new	2005old	2005new	2006old	2006new	2007old	2007new	2008old	2008new	Cagr'05-'08
Sales	68.2	88.2	92.9	99.4	106.0	107.4	116.9	112.1	121.9	115.4	126.7	8.0%
<i>Growth</i>		29.3%	36.2%	12.7%	14.1%	8.0%	10.3%	4.4%	4.3%	2.9%	3.9%	
Gross Margin	37.7	48.0	51.9	53.6	59.2	58.0	65.3	60.5	68.1	62.3	70.8	8.3%
<i>Growth</i>		27.4%	37.8%	11.7%	14.1%	8.2%	10.3%	4.3%	4.3%	3.0%	3.9%	
EBITDA	5.5	7.8	10.0	11.1	13.1	13.9	16.8	15.9	18.2	17.7	19.3	15.9%
<i>Growth</i>		41.2%	80.4%	42.3%	31.3%	25.2%	28.5%	14.4%	8.0%	11.3%	6.3%	
EBIT adj	2.3	4.1	5.9	7.5	9.3	10.3	13.0	12.2	14.3	13.9	15.3	26.0%
<i>Growth</i>		76.2%	152.1%	82.9%	58.4%	37.3%	40.1%	18.4%	9.7%	13.9%	7.2%	
EBIT	1.4	2.2	4.2	6.6	8.3	9.6	12.2	11.5	13.5	13.3	14.7	31.4%
<i>Growth</i>		57.1%	198.1%	200.0%	99.4%	45.5%	46.3%	19.8%	11.3%	15.7%	8.3%	
EBT	2.2	5.7	7.9	6.7	8.5	9.6	12.4	11.6	13.9	13.4	15.0	37.6%
<i>Growth</i>		157.2%	258.1%	17.5%	7.4%	43.3%	45.6%	20.8%	11.6%	15.5%	8.6%	
Gross Margin %	55.3%	54.4%	55.9%	53.9%	55.9%	54.0%	55.9%	54.0%	55.9%	54.0%	55.9%	
EBITDA margin	8.1%	8.8%	10.7%	11.2%	12.4%	12.9%	14.4%	14.2%	14.9%	15.3%	15.2%	
ROS Adj	3.4%	4.6%	6.3%	7.5%	8.8%	9.6%	11.1%	10.9%	11.7%	12.0%	12.1%	
ROS	2.1%	2.5%	4.5%	6.6%	7.9%	8.9%	10.4%	10.3%	11.1%	11.5%	11.6%	
ROCE	2.7%	5.0%	8.8%	10.1%	14.0%	13.7%	19.2%	15.7%	20.0%	17.5%	20.7%	

Per gli esercizi dal 2005 al 2008, ci attendiamo un CAGR del fatturato dell'8%, con una crescita maggiore attesa per gli esercizi '05-'06; per via della minore visibilità e per l'elevata volatilità del business, stimiamo prudenzialmente una crescita più contenuta per gli esercizi '07-'08. Dal punto di vista reddituale, ci attendiamo un incremento dell'EBITDA margin dal 10.7% atteso per il 2004, al 15.2% nel 2008 e un miglioramento del ROS dal 4.5% all'11.6%. Il management del gruppo ha come obiettivo minimo il raggiungimento nei prossimi esercizi di un ROS superiore al 10%.

CAGR del fatturato '05-'08 all'8%, con un EBITDA margin in miglioramento fino al 15.2% e un ROS fino all'11.6%

La forte crescita del giro d'affari di El.En. e dei suoi margini è legata a una strategia d'espansione a livello geografico, oltre che allo sviluppo e al lancio di nuovi prodotti e ad ulteriori miglioramenti nella struttura dei costi delle ultime società acquisite.

La crescita dei prossimi esercizi legata ai nuovi prodotti, alla diversificazione geografica e alle sinergie legate alle recenti acquisizioni

- Da un punto di vista geografico, lo sviluppo di El.En sarà trainato ancora dal mercato americano, che continua a beneficiare dei rinnovamenti a livello della struttura di vendita apportati alla fine del passato esercizio. Oltre che dal mercato americano, lo sviluppo geografico sarà trainato anche dall'entrata di El.En, nei prossimi esercizi, in mercati in cui al momento è ancora poco presente.
- Da un'analisi per linee di prodotto, evidenziamo come la crescita del gruppo avverrà sia all'interno della divisione industriale, che di quella medicale. Per quanto riguarda la divisione industriale, i tassi maggiori saranno messi in evidenza tra le Sorgenti, con il consolidamento delle vendite di laser ad alta potenza (5000 e 6000 kw) e con lo sviluppo di nuove nicchie di mercato per i laser a media potenza, e all'interno della divisione Marcatura, che vedrà il lancio di nuovi prodotti più compatti, destinati alla lavorazione di piccole superfici. Con riguardo alla divisione medicale, ancora una volta la crescita sarà trainata dal segmento dei laser per estetica, con il lancio di nuovi prodotti sul mercato americano per la depilazione e il vascolare, con l'incremento (sempre sul mercato americano) delle vendite dei laser anti-cellulite recentemente lanciati e con la crescita delle vendite a Sona, la società americana venduta ad inizio anno ed attiva nella gestione di una catena di "laser medical spa center".
- I margini dei prossimi esercizi beneficeranno ancora della ristrutturazione delle società di più recentemente acquisizione, oltre che dello sfruttamento delle sinergie derivanti dall'integrazione dei diversi centri di ricerca del gruppo (in Italia, in Usa e in Germania) e del rinnovamento e dell'integrazione dell'attuale rete di vendita.

L'evoluzione della struttura finanziaria: in mancanza di nuove operazioni, torna a crescere la liquidità netta

Dopo due esercizi, il '03-'04, in cui la liquidità è restata sostanzialmente stabile intorno ad EUR13.5m, nel 2005 la PFN del gruppo dovrebbe tornare a crescere ad EUR14.5m, con una generazione di cassa attesa per gli anni successivi intorno agli EUR4-5m per esercizio. Alla base delle nostre stime vi sono ipotesi di payout costante intorno al 54%; non è da escludere che questa percentuale, in mancanza di eventuali acquisizioni, possa essere incrementata nei prossimi anni.

Ipotizzando un payout al 54%, per i prossimi esercizi ci attendiamo una PFN positiva in continuo miglioramento

Direzione Finanza

FINANCIALS

Balance sheet

EURm	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E
Intangible asset	1.5	1.7	8.2	7.9	8.4	7.1	6.1	5.2	4.5
Technical asset	3.7	3.7	6.2	7.3	8.6	9.4	10.3	11.2	12.0
Financial asset	1.1	0.8	1.0	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Net fixed capital	6.3	6.2	15.4	17.1	18.8	18.4	18.3	18.3	18.4
Inventories	6.7	9.1	14.8	20.0	25.1	28.1	30.3	31.4	32.5
receivable	7.2	8.4	15.8	16.0	21.8	24.9	27.5	28.7	29.8
Other receivable	1.9	3.5	3.2	4.8	5.2	5.9	6.5	6.8	7.1
Trade payables	-6.1	-6.2	-11.9	-11.7	-16.2	-18.4	-20.4	-21.2	-22.1
Other non-financial liabilities	-1.6	-2.0	-6.8	-5.8	-8.5	-9.7	-10.7	-11.2	-11.6
Provisions	-1.3	-1.4	-2.6	-2.7	-3.7	-4.2	-4.6	-4.8	-5.0
Working capital	6.9	11.4	12.6	20.6	23.8	26.7	28.6	29.7	30.7
Pension provision	-0.6	-0.7	-0.9	-1.1	-1.7	-1.9	-1.9	-1.9	-2.0
Net Working capital	6.3	10.7	11.6	19.5	22.1	24.8	26.7	27.7	28.7
NIC	12.6	16.9	27.0	36.6	41.0	43.2	45.1	46.1	47.1
ST financial debt	0.4	0.4	0.9	2.1	2	2	2	2	2
M/LT financial debt	3.0	2.2	1.9	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Cash and deposit	-35.9	-32.5	-27.1	-16.8	-17.1	-18.0	-21.5	-25.7	-30.1
Treasury stock	0.0	0.0	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
NFP	-32.4	-29.9	-24.7	-13.3	-13.6	-14.5	-18.0	-22.2	-26.6
Shareholders' equity	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
Reserves	41.3	42.7	43.2	41.8	44.3	46.4	50.0	53.4	56.9
Group equity	43.7	45.0	45.6	44.2	46.9	49.0	52.6	56.0	59.5
Minorities	1.3	1.7	6.2	5.7	7.6	8.8	10.4	12.2	14.2
Net Equity	45.0	46.8	51.8	49.9	54.6	57.7	63.0	68.2	73.7
Total capital	12.6	16.9	27.0	36.6	41.0	43.2	45.1	46.1	47.1

Direzione Finanza

Profit & loss account

EUR m	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E
Sales	26.0	27.8	54.1	68.2	92.9	106.0	116.9	121.9	126.7
growth	8.7%	7.3%	94.4%	26.0%	36.2%	14.1%	10.3%	4.3%	3.9%
Change in finished goods	1.4	1.5	0.4	3.7	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2
Other income	0.1	0.2	0.5	1.1	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3
Value of production	27.5	29.5	55.0	72.9	95.4	108.9	120.1	125.2	130.1
Purchases	-11.2	-14.0	-22.8	-30.7	-36.1	-41.2	-45.4	-47.4	-49.2
Change in raw materials	1.2	1.1	1.1	2.3	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3
Other direct cost	-3.2	-3.1	-5.8	-6.9	-8.4	-9.5	-10.5	-11.0	-11.4
Gross Margin	14.3	13.5	27.4	37.7	51.9	59.2	65.3	68.1	70.8
Other cost and services	-3.4	-5.3	-9.4	-14.2	-19.1	-21.2	-23.1	-23.9	-24.8
Value added	10.9	8.2	18.1	23.5	32.8	38.0	42.2	44.3	46.0
growth	4.5%	-24.6%	119.1%	30.1%	39.8%	15.9%	10.9%	4.9%	3.9%
% on sales	42.1%	29.6%	33.4%	34.4%	35.3%	35.9%	36.1%	36.3%	36.3%
Labour cost	-3.3	-4.3	-11.0	-18.0	-22.9	-25.0	-25.4	-26.1	-26.7
growth	6.9%	31.7%	153.3%	63.1%	27.2%	9.2%	1.7%	2.8%	2.3%
% on sales	-12.7%	-15.6%	-20.3%	-26.3%	-24.6%	-23.6%	-21.7%	-21.4%	-21.1%
EBITDA	7.6	3.9	7.0	5.5	10.0	13.1	16.8	18.2	19.3
growth	3.4%	-48.9%	80.9%	-21.6%	80.4%	31.3%	28.5%	8.0%	6.3%
% on sales	29.4%	14.0%	13.0%	8.1%	10.7%	12.4%	14.4%	14.9%	15.2%
Deprec./amortis./provision	-1.4	-1.2	-2.5	-3.2	-4.1	-3.8	-3.8	-3.9	-4.0
% on sales	-5.3%	-4.3%	-4.6%	-4.7%	-4.4%	-3.6%	-3.2%	-3.2%	-3.2%
EBIT adj	6.3	2.7	4.5	2.3	5.9	9.3	13.0	14.3	15.3
growth	-8.6%	-56.8%	68.0%	-48.7%	152.1%	58.4%	40.1%	9.7%	7.2%
% on sales	24.1%	9.7%	8.4%	3.4%	6.3%	8.8%	11.1%	11.7%	12.1%
Goodwill	0.0	-0.1	-0.6	-0.9	-1.7	-1.0	-0.8	-0.7	-0.6
EBIT	6.3	2.6	4.0	1.4	4.2	8.3	12.2	13.5	14.7
growth	-8.6%	-58.5%	53.1%	-64.7%	198.1%	99.4%	46.3%	11.3%	8.3%
% on sales	24.1%	9.3%	7.3%	2.1%	4.5%	7.9%	10.4%	11.1%	11.6%
Net financial charges	0.2	1.2	1.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Adjustment	0.1	0.0	0.2	0.5	0.1	0	0	0	0
Extraordinary items	0.0	0.0	0.4	0.1	3.4	0	0	0	0
EBT	6.5	3.8	5.5	2.2	7.9	8.5	12.4	13.8	15.0
Taxes	-2.9	-1.2	-2.7	-1.6	-2.4	-3.4	-5.0	-5.5	-6.0
Gros Net profit	3.5	2.6	2.9	0.6	5.6	5.1	7.4	8.3	9.0
Minorities	-0.5	-0.4	-0.7	0.0	-1.9	-1.1	-1.6	-1.8	-2.0
Net profit of the group	3.0	2.3	2.1	0.6	3.6	4.0	5.8	6.5	7.0

Cash flow

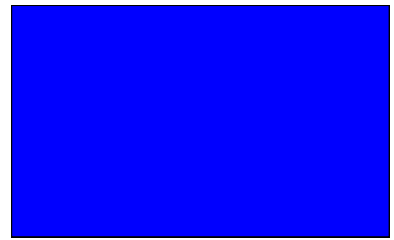
EUR m	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E
Initial NFP	1.1	32.4	29.9	24.7	13.3	13.5	14.2	17.7	21.8
Change in scope of consolidation									
Net income/loss	3.5	2.6	2.9	0.6	5.6	5.1	7.4	8.3	9.0
Depreciation & Amortization	0.9	1.1	2.7	3.4	4.5	4.1	3.9	3.9	3.9
(Gains)/Losses on sales of long term assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	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	0.0
Change in working capital	-4.3	-4.6	-1.2	-8.1	-3.2	-2.8	-2.0	-1.0	-1.0
Net change in reserve for empl.term.indemn.	0.1	0.1	0.3	0.2	0.6	0.2	0.0	0.1	0.0
Transaction adjustments and other changes	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flows from operating activities	0.2	-0.7	4.6	-3.7	7.5	6.5	9.4	11.2	12.0
Long-term investments:									
intangible assets	-1.9	-0.7	-7.7	-1.2	-2.9	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
goodwill	0.0	-0.5	-6.9	-1.1	-1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
other investments	-1.9	-0.1	-0.8	-0.1	-1.4	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
fixed assets	-0.8	-0.6	-4.0	-3.2	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3	-3.4
other long-term investments	-0.1	0.3	-0.2	-0.9	-0.1	0.0	0.0	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	0.0
Cash flows from investing activities	-2.7	-1.0	-11.9	-5.3	-6.3	-3.9	-3.9	-3.9	-4.0
FREE CASH FLOW	-2.5	-1.7	-7.3	-9.0	1.2	2.6	5.6	7.3	8.0
Capital increases	34.5	0.0	3.1	-1.3	0.2	0.0	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	0.0
Capital grants	0.0	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	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividends	-0.7	-0.9	-0.9	-1.1	-1.1	-1.9	-2.1	-3.1	-3.5
Other adjustments	0.0	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	0.2	0.7	3.4	4.2	4.5
Final NFP	32.4	29.9	24.7	13.3	13.5	14.2	17.7	21.8	26.3

Ratios

	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E
EBITDA margin	29.4%	14.0%	13.0%	8.1%	10.7%	12.4%	14.4%	14.9%	15.2%
ROS adj	24.1%	9.7%	8.4%	3.4%	6.3%	8.8%	11.1%	11.7%	12.1%
ROS	24.1%	9.3%	7.3%	2.1%	4.5%	7.9%	10.4%	11.1%	11.6%
ROE	48.6%	5.3%	4.8%	1.2%	8.3%	8.7%	12.2%	12.7%	13.0%
ROI	73.3%	19.9%	26.0%	9.9%	19.5%	27.4%	35.3%	36.6%	37.5%
ROCE	41.2%	10.3%	12.7%	2.7%	8.8%	14.0%	19.2%	20.0%	20.7%
D/E	-0.72	-0.64	-0.48	-0.27	-0.25	-0.25	-0.29	-0.32	-0.36
D/MKT cap	-0.32	-0.39	-0.46	-0.19	-0.19	-0.20	-0.25	-0.31	-0.37

Valuation

	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E
EV	70.9	49.8	35.7	64.0	68.7	68.9	66.8	64.1	61.1
EV/sales	2.73	1.79	0.66	0.94	0.74	0.65	0.57	0.53	0.48
EV/EBITDA	9.3	12.8	5.1	11.6	6.9	5.3	4.0	3.5	3.2
EV/EBITadj	11.3	18.4	7.9	27.5	11.7	7.4	5.1	4.5	4.0
EV/EBIT	11.3	19.2	9.0	45.7	16.5	8.3	5.5	4.7	4.2
P/E	33.7	34.1	25.4	125.9	20.0	18.1	12.5	11.2	10.3
P/E adj	33.9	33.2	23.7	51.9	31.0	15.2	11.2	10.3	9.6
P/CF	23.1	21.7	10.4	15.0	7.7	8.3	6.9	6.5	6.2
P/CF adj	23.3	22.8	14.3	24.2	26.5	9.8	7.8	7.2	6.7
P/Book	2.32	1.72	1.19	1.58	1.54	1.48	1.37	1.29	1.22



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	<i>Head of Research</i>	+39 02 7216 2746	Economists		
			Francesca Pini		+39 02 7216 4064
			Matteo Radaelli		+39 02 7216 4831
Equity Analysts			Technical Analysts		
Floriana Amari	<i>Insurance / Financial Services</i>	+39 02 7216 4061			
Sara Apicella	<i>Consumer / Industrial / Retail</i>	+39 02 7216 5832			
Andrea Balloni	<i>Media / F&B / Retail / Industrial</i>	+39 02 7216 3991			
Oriana Cardani	<i>Telecoms / Media / Industrial</i>	+39 02 7216 5730	Paola Carapelli		+39 02 7216 4040
Gabriele Ciotti	<i>Banks</i>	+39 02 7216 2362	Amedeo Cocca		+39 02 7216 2838
Gabriele Gambarova	<i>Auto / Industrial / Tech. / Constr.</i>	+39 02 7216 2102			
Giuseppe Rebuzzini	<i>Energy / Utilities</i>	+39 02 7216 4080	Research Assistants		
Bond Analysts			Aldo Bertinelli	<i>Editing</i>	+39 02 7216 5732
			Carla Castellani	<i>Translations</i>	+39 02 7216 4146
Fabio Bonacasa	<i>Corporate Bond</i>	+39 02 7216 4044	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 E.I. 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".

