

El.En

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	2.1	5.3%	-0.39	0.46	0.20	12.8	18.4	36.9	1.2%	16.9
2002	54.1	7.0	4.5	8.4%	26.0%	2.1	0.7	4.8%	-0.46	0.15	0.25	5.1	7.9	76.0	2.1%	11.7
2003	68.2	5.5	2.3	3.4%	9.9%	0.6	-1.0	1.2%	-0.19	(0.21)	0.25	12.0	28.4	(73.6)	1.6%	15.6
2004E	88.2	7.8	4.8	5.4%	15.4%	1.9	0.3	4.2%	-0.11	0.07	0.22	9.2	14.9	216.5	1.4%	15.6
2005E	99.4	11.1	8.1	8.1%	22.5%	3.4	1.9	7.5%	-0.11	0.42	0.40	6.3	8.7	37.2	2.5%	15.6

Sono attesi in buon miglioramento i risultati di Q2'04, in uscita il 5/08: il fatturato del trimestre dovrebbe crescere del 25.7%, trainato dal buon andamento del settore medicale e della controllata Cynosure – Attesi in crescita anche i margini

E' atteso ancora in forte crescita il fatturato del trimestre del gruppo El.En, trainato, oltre che dall'ampliamento del perimetro di consolidamento, dal buon andamento del settore medicale e in particolare della controllata americana Cynosure.

EUR m	H1'04E	H1'03	Q2'04E	Q2'03	Q1'04	Q1'03
Sales	40.6	30.2	21.6	17.2	18.9	13.0
growth	34.3%		25.7%		45.7%	
Change in finished goods	3.3	4.4	2.0	2.5	1.3	1.9
Other income	0.6	0.4	0.3	0.2	0.3	0.1
Value production	44.5	35.0	23.9	19.9	20.6	15.0
Purchases	-18.5	-16.8	-10.2	-9.9	-8.3	-6.9
growth	9.9%		2.3%		20.8%	
% on sales	-45.6%	-55.7%	-47.0%	-57.8%	-44.0%	-53.1%
Change in raw materials	0.5	1.2	0.2	0.5	0.3	0.7
Other direct cost	-4.1	-3.4	-2.2	-1.8	-1.9	-1.6
growth	20.8%		21.5%		19.9%	
% on sales	-10.1%	-11.2%	-10.0%	-10.3%	-10.2%	-12.3%
Gross Margin	22.5	16.0	11.8	8.7	10.7	7.2
growth	40.6%		35.3%		47.1%	
% on sales	55.4%	52.9%	54.6%	50.7%	56.3%	55.8%
Other cost and services	-9.0	-6.4	-4.7	-3.4	-4.3	-3.0
growth	40.6%		38.1%		43.4%	
% on sales	-22.2%	-21.2%	-21.9%	-19.9%	-22.5%	-22.9%
Value added	13.4	9.6	7.1	5.3	6.4	4.3
growth	40.7%		33.4%		49.7%	
% on sales	33.2%	31.7%	32.7%	30.8%	33.7%	32.8%
Labour cost	-10.1	-8.1	-5.1	-4.4	-5.0	-3.7
growth	25.2%		16.0%		36.0%	
% on sales	-24.9%	-26.8%	-23.5%	-25.4%	-26.6%	-28.5%
EBITDA	3.3	1.5	2.0	0.9	1.4	0.6
growth	125.2%		116.3%		139.8%	
% on sales	8.2%	4.9%	9.2%	5.3%	7.1%	4.3%
Deprec. and amortis.	-2.4	-1.6	-1.2	-0.8	-1.2	-0.8
EBIT	0.9	-0.2	0.8	0.1	0.2	-0.2
growth	-725.4%		1006.1%		n.m.	
% on sales	2.3%	-0.5%	3.6%	0.4%	0.8%	-1.7%

Price on August 02, 2004

EUR15.85

52-week range

EUR13.75 - 16.9

MIBTEL index

20,678

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

2,4,2%

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

3,6,(10)%

Share capital (total)

EUR2.4m

Shares outstanding (total)

4.62m

Market capitalisation (total)

72.1

Free float

20.9%

Avg. daily traded volume

2,782

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 10.1%
RESEARCH DEPARTMENT
Andrea Balloni

+39 02 7216 3991

UPDATE

Direzione Finanza

A fronte di una crescita attesa del giro d'affari del 25.7%, sono stimati in miglioramento sia in valori assoluti, che in percentuale sul fatturato, i margini reddituali: l'EBITDA dovrebbe passare nel trimestre da EUR0.9m a EUR2m, con un margine in miglioramento dal 5.3% al 9.2%, mentre l'EBIT dovrebbe incrementarsi da EUR0.1m ad EUR0.8m, con un ROS atteso al 3.6% (0.4% in Q2'03).

Il secondo trimestre, oltre ai buoni risultati sopra l'EBIT, dovrebbe beneficiare della plusvalenza pari ad EUR2.1m relativa alla cessione avvenuta in maggio della partecipazione detenuta nell'americana Sona.

Commento – Manteniamo al momento invariata la nostra valutazione sul titolo El.En., con il target ad EUR18.4 e il rating OUTPERFORM confermati. L'uscita dei risultati trimestrali è prevista per il 5/08.

Direzione Finanza

FINANCIALS

Balance sheet

EURm	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E
Intangible asset	0.1	0.0	1.5	1.7	8.2	7.9	8.2	7.0
Technical asset	3.5	3.4	3.7	3.7	6.2	7.3	7.8	8.2
Financial asset	1.1	1.0	1.1	0.8	1.0	1.8	1.8	1.8
Net fixed capital	4.6	4.5	6.3	6.2	15.4	17.1	17.9	17.1
Inventories	2.3	4.0	6.7	9.1	14.8	20.0	25.5	27.9
receivable	4.6	4.9	7.2	8.4	15.8	16.0	20.8	23.4
Other receivable	1.0	2.6	1.9	3.5	3.2	4.8	6.2	7.0
Trade payables	-4.2	-4.7	-6.1	-6.2	-11.9	-11.7	-14.4	-16.4
Other non-financial liabilities	-2.0	-3.4	-1.6	-2.0	-6.8	-5.8	-7.1	-8.1
Provisions	-0.7	-0.8	-1.3	-1.4	-2.6	-2.7	-3.5	-3.9
% on sales	-0.04	-0.03	-0.05	-0.05	-0.05	-0.04	-0.04	-0.04
Working capital	1.0	2.6	6.9	11.4	12.6	20.6	27.4	29.9
% on sales	5.8%	10.8%	26.4%	41.0%	23.2%	30.3%	31.1%	30.1%
Pension provision	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.9	-1.1	-1.4	-1.4
Net Working capital	0.6	2.1	6.3	10.7	11.6	19.5	26.1	28.5
NIC	5.2	6.6	12.6	16.9	27.0	36.6	43.9	45.6
growth	-22.3%	26.2%	91.4%	34.1%	60.0%	35.5%	20.0%	3.7%
ST financial debt	0.6	0.3	0.4	0.4	0.9	2.1	2	2
M/LT financial debt	3.3	3.4	3.0	2.2	1.9	1.8	1.9	1.9
Cash and deposit	-3.2	-4.8	-35.9	-32.5	-27.1	-16.8	-12.3	-12.2
Treasury stock	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4
NFP	0.7	-1.1	-32.4	-29.9	-24.7	-13.3	-8.8	-8.7
Shareholders' equity	1.2	1.2	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.6
Reserves	2.6	5.3	41.3	42.7	43.2	41.8	44.7	46.4
Group equity	3.9	6.6	43.7	45.0	45.6	44.2	47.3	49.0
Minorities	0.7	1.1	1.3	1.7	6.2	5.7	5.4	5.2
Net Equity	4.5	7.6	45.0	46.8	51.8	49.9	52.8	54.2
Total capital	5.2	6.6	12.6	16.9	27.0	36.6	43.9	45.6

Profit & loss account

EUR m	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E
Sales	17.4	23.9	26.0	27.8	54.1	68.2	88.2	99.4
growth	59.3%	37.5%	8.7%	7.3%	94.4%	26.0%	29.4%	12.6%
Change in finished goods	0.2	1.2	1.4	1.5	0.4	3.7	1.8	2.0
Other income	0.3	0.3	0.1	0.2	0.5	1.1	1.4	1.5
Value of production	17.8	25.3	27.5	29.5	55.0	72.9	91.4	102.9
Purchases	-7.8	-9.2	-11.2	-14.0	-22.8	-30.7	-36.6	-41.6
Change in row materials	0.3	0.6	1.2	1.1	1.1	2.3	2.0	2.3
Other direct cost	-1.6	-3.2	-3.2	-3.1	-5.8	-6.9	-8.8	-9.9
Gross Margin	8.8	13.6	14.3	13.5	27.4	37.7	48.0	53.6
Other cost and services	-3.1	-3.1	-3.4	-5.3	-9.4	-14.2	-18.4	-19.9
Value added	5.7	10.5	10.9	8.2	18.1	23.5	29.6	33.7
growth	65.8%	84.7%	4.5%	-24.6%	119.1%	30.1%	26.1%	14.0%
% on sales	32.6%	43.8%	42.1%	29.6%	33.4%	34.4%	33.6%	34.0%
Labour cost	-2.4	-3.1	-3.3	-4.3	-11.0	-18.0	-21.8	-22.7
growth	15.6%	26.8%	6.9%	31.7%	153.3%	63.1%	21.6%	3.8%
% on sales	-14.0%	-12.9%	-12.7%	-15.6%	-20.3%	-26.3%	-24.7%	-22.8%
EBITDA	3.2	7.4	7.6	3.9	7.0	5.5	7.8	11.1
growth	146.6%	128.4%	3.4%	-48.9%	80.9%	-21.6%	40.7%	42.5%
% on sales	18.6%	30.9%	29.4%	14.0%	13.0%	8.1%	8.8%	11.2%
Deprec./amortis./provision	-0.5	-0.5	-1.4	-1.2	-2.5	-3.2	-3.0	-3.0
% on sales	-2.7%	-2.3%	-5.3%	-4.3%	-4.6%	-4.7%	-3.4%	-3.0%
EBIT adj	2.8	6.8	6.3	2.7	4.5	2.3	4.8	8.1
growth	214.2%	148.2%	-8.6%	-56.8%	68.0%	-48.7%	106.2%	68.3%
% on sales	15.9%	28.7%	24.1%	9.7%	8.4%	3.4%	5.4%	8.1%
Goodwill	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.6	-0.9	-1.0	-1.0
EBIT	2.8	6.8	6.3	2.6	4.0	1.4	3.8	7.1
growth	214.2%	148.2%	-8.6%	-58.5%	53.1%	-64.7%	169.6%	87.5%
% on sales	15.9%	28.7%	24.1%	9.3%	7.3%	2.1%	4.3%	7.1%
Net financial charges	-0.2	-0.1	0.2	1.2	1.0	0.2	0.1	0.1
Adjustment	0.0	-0.2	0.1	0.0	0.2	0.5	0	0
Extraordinary items	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.4	0.1	2.8	0
EBT	2.5	6.4	6.5	3.8	5.5	2.2	6.7	7.2
Taxes	-1.1	-2.9	-2.9	-1.2	-2.7	-1.6	-3.2	-3.5
Gros Net profit	1.4	3.5	3.5	2.6	2.9	0.6	3.5	3.7
Minorities	-0.4	-0.6	-0.5	-0.4	-0.7	0.0	-0.3	-0.3
Net profit of the group	1.0	2.9	3.0	2.3	2.1	0.6	3.2	3.4

Direzione Finanza

Cash flow

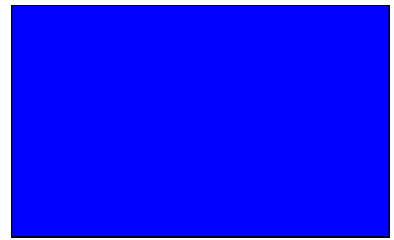
EUR m	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E
Initial NFP	-3.3	-0.7	1.1	32.4	29.9	24.7	13.3	10.4
Change in scope of consolidation								
Net income/loss	1.4	3.5	3.5	2.6	2.9	0.6	3.5	3.7
Depreciation & Amortization	0.4	0.4	0.9	1.1	2.7	3.4	3.6	3.6
(Gains)/Losses on sales of long term assets	0.0	0.0	0.0	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	1.2	-1.6	-4.3	-4.6	-1.2	-8.1	-6.8	-2.5
Net change in reserve for empl.term.in	0.1	0.0	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2	0.1
Transaction adjustments and other changes	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.0
Cash flows from operating activities	3.1	2.4	0.2	-0.7	4.6	-3.7	0.5	4.9
Long-term investments:								
intangible assets	0.0	0.0	-1.9	-0.7	-7.7	-1.2	-0.3	-0.3
goodwill	0.0	0.0	0.0	-0.5	-6.9	-1.1	0.0	0.0
other investments	0.0	0.0	-1.9	-0.1	-0.8	-0.1	-0.3	-0.3
fixed assets	-0.4	-0.3	-0.8	-0.6	-4.0	-3.2	-2.5	-2.5
other long-term investments	0.1	0.0	-0.1	0.3	-0.2	-0.9	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	-0.2	-0.3	-2.7	-1.0	-11.9	-5.3	-2.8	-2.8
Capital increases	-0.3	-0.3	34.5	0.0	3.1	-1.3	-0.3	-0.6
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	-0.3	-0.3	34.5	0.0	3.1	-1.3	-0.3	-0.6
Dividends	0.0	-0.1	-0.7	-0.9	-0.9	-1.1	-0.3	-1.7
Other adjustments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in net Financial position	2.6	1.7	31.4	-2.6	-5.2	-11.4	-2.9	-0.2
Final NFP	-0.7	1.1	32.4	29.9	24.7	13.3	10.4	10.2

Ratios

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E
EBITDA margin	18.6%	30.9%	29.4%	14.0%	13.0%	8.1%	8.8%	11.2%
ROS adj	15.9%	28.7%	24.1%	9.7%	8.4%	3.4%	5.4%	8.1%
ROS	15.9%	28.7%	24.1%	9.3%	7.3%	2.1%	4.3%	7.1%
ROE	32.6%	75.9%	48.6%	5.3%	4.8%	1.2%	7.2%	7.4%
ROI	57.2%	141.1%	73.3%	19.9%	26.0%	9.9%	15.4%	22.5%
ROCE	31.4%	80.1%	41.2%	10.3%	12.7%	2.7%	6.6%	11.4%
D/E	0.15	-0.14	-0.72	-0.64	-0.48	-0.27	-0.17	-0.16
D/MKT cap			-0.32	-0.39	-0.46	-0.19	-0.12	-0.12

Valuation

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004E
EV	n.a.	n.a.	70.9	49.8	35.7	66.2	69.7
EV/sales			2.73	1.79	0.66	0.97	0.79
EV/EBITDA			9.3	12.8	5.1	12.0	9.0
EV/EBITadj			11.3	18.4	7.9	28.4	14.5
EV/EBIT			11.3	19.2	9.0	47.3	18.5
P/E			33.7	34.1	25.4	129.4	22.6
P/E adj			34.0	36.9	76.0	-73.6	-29.0
P/CF			23.1	21.7	10.4	15.4	10.0
P/CF adj			23.3	22.8	14.3	22.9	47.5
P/Book			2.32	1.72	1.19	1.63	1.52



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	<i>Head of Research</i>	+39 02 7216 2746	Economists	
			Francesca Pini	+39 02 7216 4064
			Matteo Radaelli	+39 02 7216 4831
			Technical Analysts	
			Paola Carapelli	+39 02 7216 4040
			Amedeo Cocca	+39 02 7216 2838
			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
Equity 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		
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		
Bond Analysts				
Fabio Bonacasa	<i>Corporate Bond</i>	+39 02 7216 4044		

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 EL.EN. 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".

