

EI.En.
OUTPERFORM 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	2.1	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%	-0.18	(0.21)	0.25	12.1	28.8	(74.5)	1.6%	15.8
2004E	88.2	7.8	4.8	5.4%	15.4%	3.2	-2.5	7.2%	-0.12	(0.54)	0.37	9.1	14.7	(29.4)	2.4%	15.8
2005E	99.4	11.1	8.1	8.1%	22.5%	3.4	1.9	7.4%	-0.12	0.42	0.40	6.3	8.7	37.5	2.5%	15.8

Sono in forte crescita e sopra le nostre stime i risultati di EI.En. in Q2'04: crescono i ricavi del 52% ad EUR26.1m, trainati dal medicale e da i primi segnali di ripresa della divisione industriale – In deciso miglioramento anche i margini – Stime sull'anno in revisione

E' stata decisamente superiore alle nostre attese la crescita del fatturato del secondo trimestre dell'esercizio (+51.7%) ad EUR26.1m, trainato, oltre che dall'ampliamento del perimetro di consolidamento, dall'ottimo andamento della divisione medicale (+57%) e da una divisione industriale che mostra i primi segnali di ripresa (+20%); in deciso miglioramento la controllata americana Cynosure.

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%	-9.0%	-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%	55.3%		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%	279.3%		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%

Price on August 05, 2004

EUR15.8

52-week range

EUR13.75 - 16.9

MIBTEL index

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)

72.9

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

Il buon miglioramento del giro d'affari a livello complessivo si è riflesso in un più che proporzionale incremento dei margini in valore assoluto (EBITDA +279% ad EUR3.5m ed EBIT che passa da EUR0.1m ad EUR1.4m), con un EBITDA margin che passa dal 5.3% al 13.4% e un ROS che cresce dallo 0.4% al 5.2%.

Torna positivo anche il risultato ante imposte, ad EUR3.9m.

I buoni miglioramenti a livello reddituale sono legati sia al diverso mix dei ricavi (Cynosure ha margini più elevati rispetto a quelli medi di gruppo), oltre che dal forte incremento dei volumi venduti che ha permesso il raggiungimento di accresciute economie di scala e una minore incidenza del costo del lavoro.

In miglioramento anche la liquidità netta, che passa da EUR9.6m di fine marzo '04, ad EUR12.2m di fine giugno.

Commento – Sono stati decisamente sopra le attese i risultati del secondo trimestre di El.En, che tra le tante note positive, evidenzia in modo particolare l'ottimo andamento della controllata americana Cynosure e i primi segnali di ripresa della divisione industriale. Mettiamo in revisione al rialzo le nostre stime sull'esercizio, che potrebbero comportare un incremento del target, ad ora fissato in EUR18.4. Manteniamo al momento la raccomandazione OUTPERFORM.

Direzione Finanza

FINANCIALS

Balance sheet

EURm	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
Intangible asset	1.5	1.7	8.2	7.9	8.2	7.0	6.0
Technical asset	3.7	3.7	6.2	7.3	7.8	8.2	8.6
Financial asset	1.1	0.8	1.0	1.8	1.8	1.8	1.8
Net fixed capital	6.3	6.2	15.4	17.1	17.9	17.1	16.5
Inventories	6.7	9.1	14.8	20.0	25.5	27.9	29.5
receivable	7.2	8.4	15.8	16.0	20.8	23.4	25.3
Other receivable	1.9	3.5	3.2	4.8	6.2	7.0	7.6
Trade payables	-6.1	-6.2	-11.9	-11.7	-14.4	-16.4	-17.7
Other non-financial liabilities	-1.6	-2.0	-6.8	-5.8	-7.1	-8.1	-8.8
Provisions	-1.3	-1.4	-2.6	-2.7	-3.5	-3.9	-4.2
% on sales	-0.05	-0.05	-0.05	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04
Working capital	6.9	11.4	12.6	20.6	27.4	29.9	31.7
% on sales	26.4%	41.0%	23.2%	30.3%	31.1%	30.1%	29.5%
Pension provision	-0.6	-0.7	-0.9	-1.1	-1.4	-1.4	-1.5
Net Working capital	6.3	10.7	11.6	19.5	26.1	28.5	30.2
NIC	12.6	16.9	27.0	36.6	43.9	45.6	46.7
growth	91.4%	34.1%	60.0%	35.5%	20.0%	3.7%	2.5%
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	-12.3	-12.2	-13.7
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	-8.8	-8.7	-10.2
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	44.7	46.4	49.5
Group equity	43.7	45.0	45.6	44.2	47.3	49.0	52.1
Minorities	1.3	1.7	6.2	5.7	5.4	5.2	4.8
Net Equity	45.0	46.8	51.8	49.9	52.8	54.2	56.9
Total capital	12.6	16.9	27.0	36.6	43.9	45.6	46.7

Profit & loss account

EUR m	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
Sales	26.0	27.8	54.1	68.2	88.2	99.4	107.4
growth	8.7%	7.3%	94.4%	26.0%	29.4%	12.6%	8.1%
Change in finished goods	1.4	1.5	0.4	3.7	1.8	2.0	2.2
Other income	0.1	0.2	0.5	1.1	1.4	1.5	1.7
Value of production	27.5	29.5	55.0	72.9	91.4	102.9	111.3
Purchases	-11.2	-14.0	-22.8	-30.7	-36.6	-41.6	-45.0
Change in raw materials	1.2	1.1	1.1	2.3	2.0	2.3	2.4
Other direct cost	-3.2	-3.1	-5.8	-6.9	-8.8	-9.9	-10.7
Gross Margin	14.3	13.5	27.4	37.7	48.0	53.6	58.0
Other cost and services	-3.4	-5.3	-9.4	-14.2	-18.4	-19.9	-20.4
Value added	10.9	8.2	18.1	23.5	29.6	33.7	37.6
growth	4.5%	-24.6%	119.1%	30.1%	26.1%	14.0%	11.3%
% on sales	42.1%	29.6%	33.4%	34.4%	33.6%	34.0%	35.0%
Labour cost	-3.3	-4.3	-11.0	-18.0	-21.8	-22.7	-23.6
growth	6.9%	31.7%	153.3%	63.1%	21.6%	3.8%	4.2%
% on sales	-12.7%	-15.6%	-20.3%	-26.3%	-24.7%	-22.8%	-22.0%
EBITDA	7.6	3.9	7.0	5.5	7.8	11.1	13.9
growth	3.4%	-48.9%	80.9%	-21.6%	40.7%	42.5%	25.8%
% on sales	29.4%	14.0%	13.0%	8.1%	8.8%	11.2%	13.0%
Deprec./amortis./provision	-1.4	-1.2	-2.5	-3.2	-3.0	-3.0	-3.0
% on sales	-5.3%	-4.3%	-4.6%	-4.7%	-3.4%	-3.0%	-2.8%
EBIT adj	6.3	2.7	4.5	2.3	4.8	8.1	11.0
growth	-8.6%	-56.8%	68.0%	-48.7%	106.2%	68.3%	36.0%
% on sales	24.1%	9.7%	8.4%	3.4%	5.4%	8.1%	10.2%
Goodwill	0.0	-0.1	-0.6	-0.9	-1.0	-1.0	-0.9
EBIT	6.3	2.6	4.0	1.4	3.8	7.1	10.1
growth	-8.6%	-58.5%	53.1%	-64.7%	169.6%	87.5%	42.7%
% on sales	24.1%	9.3%	7.3%	2.1%	4.3%	7.1%	9.4%
Net financial charges	0.2	1.2	1.0	0.2	0.1	0.1	0.1
Adjustment	0.1	0.0	0.2	0.5	0	0	0
Extraordinary items	0.0	0.0	0.4	0.1	2.8	0	0
EBT	6.5	3.8	5.5	2.2	6.7	7.2	10.2
Taxes	-2.9	-1.2	-2.7	-1.6	-3.2	-3.5	-4.9
Gros Net profit	3.5	2.6	2.9	0.6	3.5	3.7	5.3
Minorities	-0.5	-0.4	-0.7	0.0	-0.3	-0.3	-0.4
Net profit of the group	3.0	2.3	2.1	0.6	3.2	3.4	4.9

Direzione Finanza

Cash flow

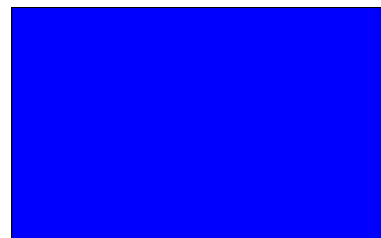
EUR m	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
Initial NFP	1.1	32.4	29.9	24.7	13.3	10.4	10.2
Change in scope of consolidation							
Net income/loss	3.5	2.6	2.9	0.6	3.5	3.7	5.3
Depreciation & Amortization	0.9	1.1	2.7	3.4	3.6	3.6	3.4
(Gains)/Losses on sales of long term a	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(Upward adj.)/writedowns of long term	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	-6.8	-2.5	-1.8
Net change in reserve for empl.term.in	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
Transation adjustments and other cha	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	0.5	4.9	7.0
Long-term investments:							
intangible assets	-1.9	-0.7	-7.7	-1.2	-0.3	-0.3	-0.3
goodwill	0.0	-0.5	-6.9	-1.1	0.0	0.0	0.0
other investments	-1.9	-0.1	-0.8	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3
fixed assets	-0.8	-0.6	-4.0	-3.2	-2.5	-2.5	-2.5
other long-term investments	-0.1	0.3	-0.2	-0.9	0.0	0.0	0.0
Proceeds from sale of long temmm ass	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	-2.8	-2.8	-2.8
Capital increases	34.5	0.0	3.1	-1.3	-0.3	-0.6	-0.8
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 activitie	34.5	0.0	3.1	-1.3	-0.3	-0.6	-0.8
Dividends	-0.7	-0.9	-0.9	-1.1	-0.3	-1.7	-1.8
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	-2.9	-0.2	1.5
Final NFP	32.4	29.9	24.7	13.3	10.4	10.2	11.7

Ratios

	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
EBITDA margin	29.4%	14.0%	13.0%	8.1%	8.8%	11.2%	13.0%
ROS adj	24.1%	9.7%	8.4%	3.4%	5.4%	8.1%	10.2%
ROS	24.1%	9.3%	7.3%	2.1%	4.3%	7.1%	9.4%
ROE	48.6%	5.3%	4.8%	1.2%	7.2%	7.4%	10.1%
ROI	73.3%	19.9%	26.0%	9.9%	15.4%	22.5%	28.8%
ROCE	41.2%	10.3%	12.7%	2.7%	6.6%	11.4%	15.4%
D/E	-0.72	-0.64	-0.48	-0.27	-0.17	-0.16	-0.18
D/MKT cap	-0.32	-0.39	-0.46	-0.18	-0.12	-0.12	-0.14

Valuation

	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
EV	70.9	49.8	35.7	67.1	70.6	70.0	67.5
EV/sales	2.73	1.79	0.66	0.98	0.80	0.70	0.63
EV/EBITDA	9.3	12.8	5.1	12.1	9.1	6.3	4.8
EV/EBITadj	11.3	18.4	7.9	28.8	14.7	8.7	6.2
EV/EBIT	11.3	19.2	9.0	47.9	18.7	9.9	6.7
P/E	33.7	34.1	25.4	130.8	22.8	21.3	15.0
P/E adj	34.0	36.9	76.0	-74.5	-29.4	37.5	20.4
P/CF	23.1	21.7	10.4	15.6	10.1	9.8	8.4
P/CF adj	23.3	22.8	14.3	23.2	48.1	12.3	9.8
P/Book	2.32	1.72	1.19	1.65	1.54	1.49	1.40



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
			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 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".

