

**EL.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            | 2.3                  | 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        | 92.3        | 10.0         | 5.9            | 6.4%  | 19.6% | 3.4            | 2.5                  | 7.7%  | -0.17        | 0.54       | 0.39  | 7.6         | 12.9      | 31.5  | 2.3%    | 17.0      |
| 2005E        | 105.3       | 13.0         | 9.2            | 8.8%  | 27.3% | 4.0            | 4.7                  | 8.7%  | -0.18        | 1.02       | 0.46  | 5.9         | 8.3       | 16.7  | 2.7%    | 17.0      |
| 2006E        | 116.1       | 16.7         | 12.9           | 11.1% | 35.2% | 5.8            | 6.4                  | 12.1% | -0.23        | 1.39       | 0.67  | 4.4         | 5.8       | 12.2  | 3.9%    | 17.0      |

- Cresce sostanzialmente in linea con le nostre attese il fatturato del terzo trimestre (+18.7%) ad EUR21.1m, con un EBITDA margin che passa dall'11.2% al 12.1%; in flessione l'EBIT per via dei maggiori ammortamenti legati alle recenti acquisizioni
- A trainare Q3'04 è stata soprattutto la divisione medica (+34.9%), con un ottimo andamento dei laser per estetica (+26.4%) e degli altri laser (da EUR0.5m ad EUR1.9m); torna in flessione la divisione dei laser industriali (-18.1%), con un andamento particolarmente negativo per il segmento della marcatura
- In flessione la PFN, positiva per EUR6.4m, rispetto agli EUR12.2m di fine giugno e agli EUR12.8m di fine 2003
- Nonostante i margini migliori delle nostre attese, manteniamo prudenzialmente invariate le nostre stime per la fine dell'esercizio, aspettandoci ricavi in crescita del 35.6% rispetto al 2003, con un EBITDA margin al 10.8% e un ROS al 4.5%; con un target ad EUR19.7 manteniamo invariato il nostro giudizio ad OUTPERFORM.

Price on November 16, 2004

**17.0**

52-week range

**EUR13.75 - 17.2**

MIBTEL index

**22,327**

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

**8,7,8%**

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

**+4,(4),(4)%**

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

**+5,(2),4**

Share capital (total)

**EUR2.4m**

Shares outstanding (total)

**4.65m**

Market capitalisation (total)

**78.6**

Free float

**22.9%**

Avg. daily traded volume

**3,011**

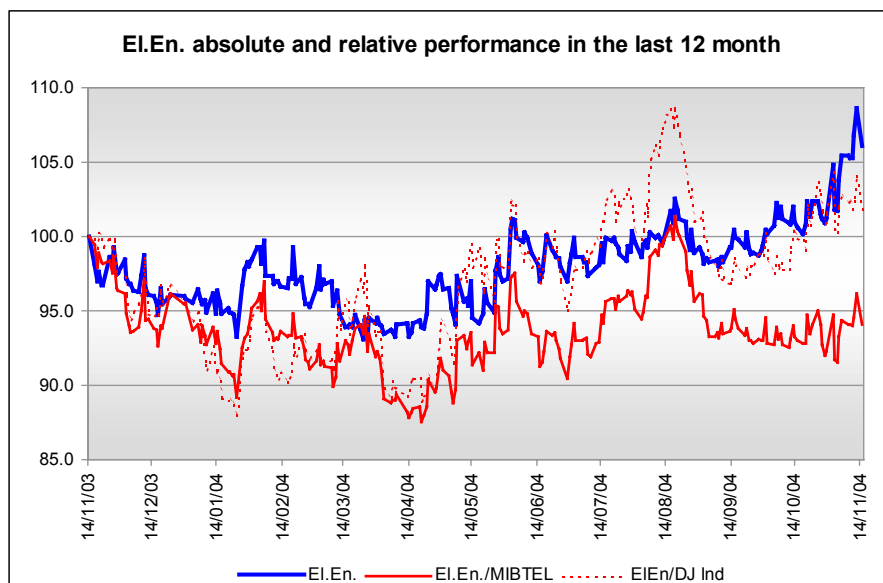
Reuters code

**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**

## Cresce Q3'04 a livello di fatturato e di margini: a trainare il trimestre il buon andamento della divisione medicale

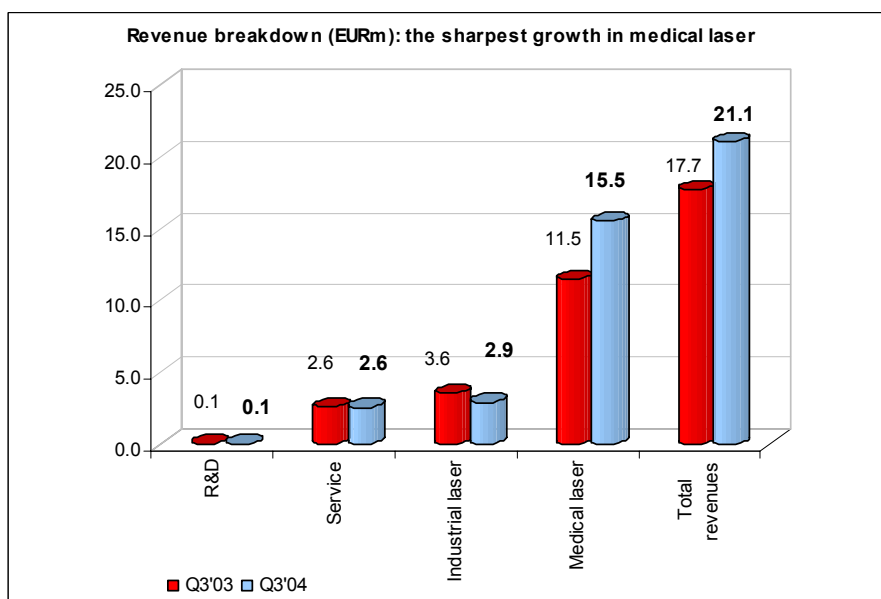
E' stato caratterizzato da una crescita a doppia cifra sia del fatturato, che dei margini, il terzo trimestre dell'esercizio, il cui giro d'affari è stato sostanzialmente in linea con le nostre attese, ma con un EBITDA e un EBIT superiori alla attese.

*In Q3'04 fatturato in crescita a doppia cifra e margini migliori dalle attese*

| EUR m                    | M9'04E      | M9'04       | M9'03       | Q3'04E      | Q3'04       | Q3'03       | Q2'04       | Q2'03       | Q1'04       | Q1'03       |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Sales</b>             | <b>65.9</b> | <b>66.1</b> | <b>48.0</b> | <b>20.9</b> | <b>21.1</b> | <b>17.7</b> | <b>26.1</b> | <b>17.2</b> | <b>18.9</b> | <b>13.0</b> |
| growth                   | 37.3%       | 37.7%       |             | 17.5%       | 18.7%       |             | 51.2%       |             | 45.7%       |             |
| Change in finished goods | 2.8         | 4.4         | 4.9         | 0.5         | 2.1         | 0.5         | 1.0         | 2.6         | 1.3         | 1.9         |
| Other income             | 0.8         | 0.7         | 0.4         | 0.1         | 0.1         | 0.0         | 0.4         | 0.2         | 0.3         | 0.1         |
| <b>Value production</b>  | <b>69.5</b> | <b>71.2</b> | <b>53.4</b> | <b>21.5</b> | <b>23.2</b> | <b>18.2</b> | <b>27.4</b> | <b>20.1</b> | <b>20.6</b> | <b>15.0</b> |
| Purchases                | -27.0       | -29.4       | -23.7       | -7.9        | -10.3       | -7.2        | -10.8       | -9.6        | -8.3        | -6.9        |
| Change in raw materials  | 0.3         | 1.3         | 1.4         | 0.1         | 1.1         | 0.3         | -0.2        | 0.4         | 0.3         | 0.7         |
| Other direct cost        | -5.9        | -6.1        | -4.9        | -1.7        | -1.8        | -1.4        | -2.3        | -1.8        | -1.9        | -1.6        |
| <b>Gross Margin</b>      | <b>36.8</b> | <b>37.0</b> | <b>26.2</b> | <b>12.0</b> | <b>12.2</b> | <b>9.9</b>  | <b>14.1</b> | <b>9.1</b>  | <b>10.7</b> | <b>7.2</b>  |
| Other cost and services  | -13.3       | -13.9       | -9.9        | -4.0        | -4.5        | -3.5        | -5.1        | -3.4        | -4.3        | -3.0        |
| <b>Value added</b>       | <b>23.5</b> | <b>23.2</b> | <b>16.3</b> | <b>8.0</b>  | <b>7.7</b>  | <b>6.5</b>  | <b>9.0</b>  | <b>5.6</b>  | <b>6.4</b>  | <b>4.3</b>  |
| Labour cost              | -16.4       | -15.8       | -12.7       | -5.8        | -5.2        | -4.5        | -5.6        | -4.5        | -5.0        | -3.7        |
| <b>EBITDA</b>            | <b>7.1</b>  | <b>7.4</b>  | <b>3.7</b>  | <b>2.3</b>  | <b>2.6</b>  | <b>2.0</b>  | <b>3.5</b>  | <b>1.1</b>  | <b>1.4</b>  | <b>0.6</b>  |
| growth                   | 91.9%       | 100.1%      |             | 12.9%       | 28.1%       |             | 206.9%      |             | 139.8%      |             |
| % on sales               | 10.8%       | 11.2%       | 7.7%        | 10.8%       | 12.1%       | 11.2%       | 13.4%       | 6.6%        | 7.1%        | 4.3%        |
| Deprec. and amortis.     | -4.6        | -4.6        | -2.7        | -1.3        | -1.3        | -0.8        | -2.1        | -1.1        | -1.2        | -0.8        |
| <b>EBIT</b>              | <b>2.5</b>  | <b>2.8</b>  | <b>1.0</b>  | <b>1.0</b>  | <b>1.3</b>  | <b>1.2</b>  | <b>1.4</b>  | <b>0.0</b>  | <b>0.2</b>  | <b>-0.2</b> |
| growth                   | 153.5%      | 184.6%      |             | -17.5%      | 8.8%        |             | n.m.        |             | n.m.        |             |
| % on sales               | 3.8%        | 4.2%        | 2.0%        | 4.6%        | 6.0%        | 6.5%        | 5.2%        | 0.3%        | 0.8%        | -1.7%       |
| Net financial charges    | 0.1         | 0.2         | -0.1        | 0.0         | 0.1         | -0.2        | -0.2        | 0.0         | 0.3         | 0.1         |
| Adjustment               | 0.1         | 0.1         | 0.5         | 0.0         | 0.0         | -0.1        | 0.0         | -0.1        | 0.1         | 0.7         |
| Extraordinary items      | 3.4         | 2.9         | 0.1         | 0.0         | -0.5        | 0.1         | 2.8         | 0.0         | 0.7         | 0.0         |
| <b>EBT</b>               | <b>6.1</b>  | <b>6.0</b>  | <b>1.5</b>  | <b>1.0</b>  | <b>0.8</b>  | <b>0.9</b>  | <b>4.0</b>  | <b>0.0</b>  | <b>1.2</b>  | <b>0.6</b>  |
| growth                   | 313.0%      | 304.1%      |             | 3.1%        | -11.2%      |             | n.m.        |             | 99.0%       |             |
| % on sales               | 9.3%        | 9.1%        | 3.1%        | 4.6%        | 3.9%        | 5.2%        | 15.2%       | -0.3%       | 6.4%        | 4.7%        |

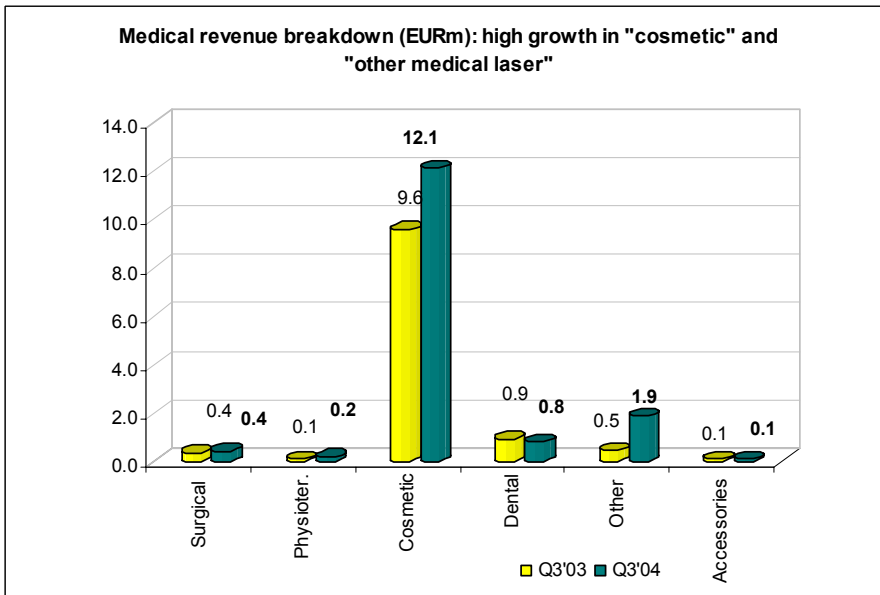
Il fatturato è cresciuto nel trimestre del 18.7% ad EUR21.1m, più delle nostre attese di EUR20.9m. A trainare la crescita del gruppo è stato principalmente il buon miglioramento della divisione medicale, che nei tre mesi mette a segno un incremento del 34.9%, a fronte di una riduzione della divisione industriale, in calo del 18.1%.

*Il giro d'affari in crescita del 18.7%, trainato dalla divisione medicale (+34.9%)*



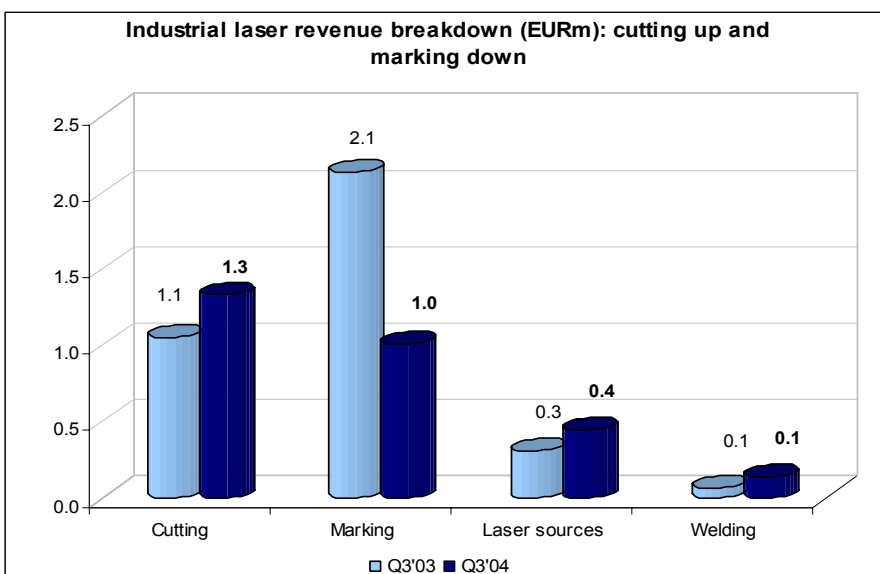
All'interno della divisione medicale, la crescita più rilevante in valore assoluto è quella evidenziata dai laser del segmento "cosmetica" (+26%) e dagli "altri laser", che crescono da EUR0.5m ad EUR1.9m; in flessione il segmento dentale che evidenzia una riduzione del 13%.

*Ancora bene il segmento dell'estetica: +26%*



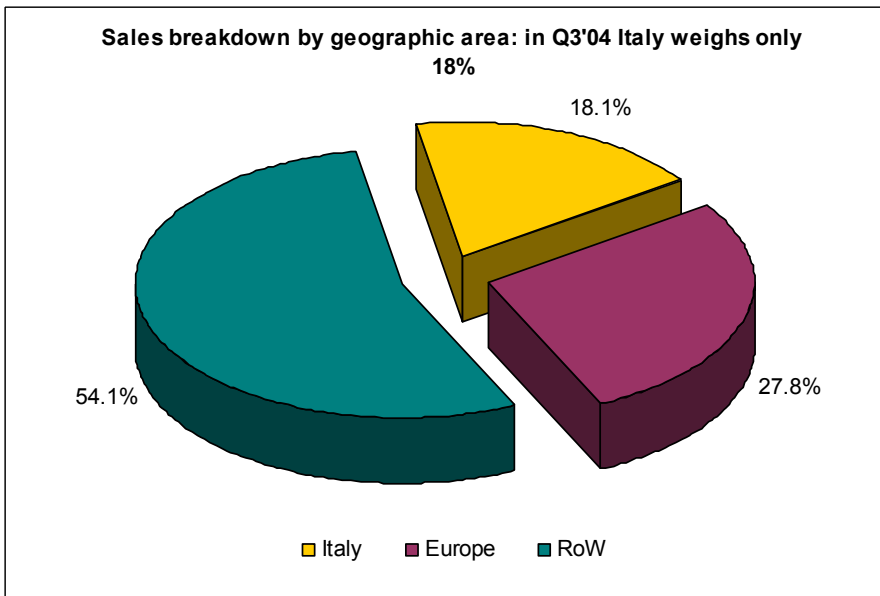
Tra i laser industriali, a fronte della performance positiva delle sorgenti, dei laser per saldatura e di quelli da taglio, si evidenzia un'altra battuta d'arresto per i laser da marcatura, che evidenziano una flessione del 53% da EUR2.1m ad EUR1.0m.

*Tra gli industriali, ancora in flessione i laser per la marcatura: -53%*



Da un punto di vista geografico, acquistano sempre più importanza le vendite realizzate fuori dall'Europa (in modo particolare in Nord America), che in Q3'04 pesano per il 54.1% del fatturato, a fronte di appena il 18.1% rappresentato dalle vendite sul territorio italiano.

*Pesano il 54.1% le vendite in Nord America*



Dal punto di vista della redditività, sono stati in buon miglioramento anche i margini, con un gross margin che cresce dal 55.9% al 58% e un EBITDA, in crescita del 28.1%, che fa registrare un miglioramento dell'incidenza sul fatturato dall'11.2% al 12.1%. I miglioramenti di questi margini sono legati principalmente al buon andamento di Cynosure, la cui redditività è più elevata di quella media del gruppo, oltre che al buon andamento di alcune controllate, tra cui Quanta System e Asclepion. Gli incrementi di redditività sono legati, oltre che a una riduzione dei costi industriali, anche a una flessione dell'incidenza del costo del lavoro, che passa dal 25.2% al 24.6%. Si segnala l'incremento dell'incidenza degli "Altri costi e servizi", che passano dal 19.5% al 21.3%: l'incremento di questa voce è legato principalmente a Cynosure e alle spese relative al potenziamento della rete di vendita e al suo rinnovamento.

A livello di EBIT, segnaliamo un incremento inferiore che si attesta all'8.8%, con una flessione dell'incidenza del margine sul fatturato dal 6.5% al 6%: la flessione è imputabile principalmente ai maggiori ammortamenti e in modo particolare a quelli legati all'avviamento.

A livello di utile ante imposte, il terzo trimestre evidenzia una flessione da EUR0.9m ad EUR0.8m legata sostanzialmente ad oneri straordinari per EUR0.5m, la maggior parte dei quali relativi a svalutazioni di brevetti effettuate dalla controllata Cynosure.

A livello dei nove mesi, la crescita del 37.7% del giro d'affari ha comportato un fatturato ad EUR66.1m, parte del quale imputabile anche a un maggiore perimetro di consolidamento legato alle recenti acquisizioni. L'EBITDA complessivamente si attesta ad EUR7.4m, in crescita del 100% rispetto ai nove mesi del 2003, con un EBITDA margin che passa dal 7.7% all'11.2%: i miglioramenti della redditività sono legati principalmente all'incremento dei volumi venduti e alla conseguente diluizione dell'incidenza dei costi fissi, oltre che a un migliore margine di contribuzione della controllata americana, i cui tassi di crescita sono stati decisamente elevati. L'incremento degli ammortamenti relativi all'avviamento è imputabile alle acquisizioni poste in essere nel corso dell'esercizio. La forte crescita dell'utile ante imposte deriva sia dall'incremento dei margini appena commentato, sia dalle plusvalenze

*Migliora l'EBITDA margin del gruppo, che beneficia dell'incremento dei volumi venduti e della minore incidenza del costo del lavoro*

*In flessione il ROS, per via del maggiore ammortamento dell'avviamento*

*Sull'utile ante imposte pesano gli oneri straordinari*

*Nei primi nove mesi dell'anno crescono fatturato e margini; sull'incremento dell'utile ante imposte pesano anche le plusvalenze*

legate all'operazione Sona (cessione avvenuta nei primi sei mesi) e a Quanta System.

La struttura finanziaria del gruppo evidenzia una riduzione della PFN, positiva a fine settembre e pari ad EUR6.5m, rispetto gli EUR12.2 di fine giugno e agli EUR12.8m di fine 2003. La riduzione della PFN è legata, oltre che a un incremento fisiologico del magazzino e del circolante conseguente alla rilevante crescita del giro d'affari, anche all'operazione d'incremento della partecipazione in Cynosure che ha comportato un esborso di circa USD5.0m.

*Si riduce la PFN del gruppo, per via dell'aumento del circolante e dell'incremento della partecipazione in Cynosure*

### **Invariate le nostre stime per la fine dell'esercizio: il quarto trimestre atteso ancora in crescita – Confermato il target di EUR19.7, con rating OUTPERFORM**

Nonostante i risultati leggermente superiori alle nostre attese, con riferimento in modo particolare ai margini, lasciamo invariate le nostre stime complessive per l'intero esercizio: per il quarto trimestre, che dovrebbe evidenziare un buon miglioramento con particolare riferimento alla divisione industriale, ci attendiamo un fatturato in crescita a tassi superiori al 30%, con un EBITDA margin in miglioramento dal 9% all'11% e con un ROS in crescita dal 2.3% al 6.3%. Complessivamente, quindi, per l'intero esercizio ci attendiamo un fatturato ad EUR92.3m (+35.6%), con un EBITDA margin al 10.8% (vs 8.1% del 2003) e un ROS al 4.5% (2.1% ROS'03); grazie anche alle plusvalenze realizzate nella prima parte dell'anno, ci attendiamo un EBT in crescita da EUR2.3m di fine 2003 ad EUR7.4m. L'esercizio in corso dovrebbe inoltre beneficiare delle perdite pregresse della Cynosure, per un ammontare pari a circa EUR3.0m.

*Manteniamo invariate le stime sull'anno: fatturato atteso in crescita a tassi superiori al 30%, con margini in miglioramento*

Non rivedendo per il momento le nostre previsioni, lasciamo invariata la valutazione del titolo El.En. ad EUR19.7, mantenendo la nostra raccomandazione OUTPERFORM, giustificata da un upside sul titolo pari al 15.8%.

*Invariato il target ad EUR19.7, con rating OUTPERFORM*

# 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          | 1.9          | 1.9          | 1.9          |
| <b>Net fixed capital</b>        | <b>6.3</b>   | <b>6.2</b>   | <b>15.4</b>  | <b>17.1</b>  | <b>18.8</b>  | <b>18.4</b>  | <b>18.3</b>  |
| Inventories                     | 6.7          | 9.1          | 14.8         | 20.0         | 25.0         | 28.0         | 30.1         |
| receivable                      | 7.2          | 8.4          | 15.8         | 16.0         | 21.7         | 24.8         | 27.3         |
| Other receivable                | 1.9          | 3.5          | 3.2          | 4.8          | 5.2          | 5.9          | 6.5          |
| Trade payables                  | -6.1         | -6.2         | -11.9        | -11.7        | -16.0        | -18.3        | -20.2        |
| Other non-financial liabilities | -1.6         | -2.0         | -6.8         | -5.8         | -8.4         | -9.6         | -10.6        |
| Provisions                      | -1.3         | -1.4         | -2.6         | -2.7         | -3.6         | -4.2         | -4.6         |
| <b>Working capital</b>          | <b>6.9</b>   | <b>11.4</b>  | <b>12.6</b>  | <b>20.6</b>  | <b>23.8</b>  | <b>26.6</b>  | <b>28.6</b>  |
| Pension provision               | -0.6         | -0.7         | -0.9         | -1.1         | -1.7         | -1.9         | -1.9         |
| <b>Net Working capital</b>      | <b>6.3</b>   | <b>10.7</b>  | <b>11.6</b>  | <b>19.5</b>  | <b>22.1</b>  | <b>24.8</b>  | <b>26.7</b>  |
| <b>NIC</b>                      | <b>12.6</b>  | <b>16.9</b>  | <b>27.0</b>  | <b>36.6</b>  | <b>41.0</b>  | <b>43.1</b>  | <b>45.0</b>  |
| 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        | -17.1        | -18.1        | -21.5        |
| Treasury stock                  | 0.0          | 0.0          | -0.4         | -0.5         | -0.4         | -0.4         | -0.4         |
| <b>NFP</b>                      | <b>-32.4</b> | <b>-29.9</b> | <b>-24.7</b> | <b>-13.3</b> | <b>-13.6</b> | <b>-14.6</b> | <b>-18.0</b> |
| 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         | 44.3         | 46.3         | 50.0         |
| <b>Group equity</b>             | <b>43.7</b>  | <b>45.0</b>  | <b>45.6</b>  | <b>44.2</b>  | <b>46.9</b>  | <b>48.9</b>  | <b>52.6</b>  |
| Minorities                      | 1.3          | 1.7          | 6.2          | 5.7          | 7.7          | 8.8          | 10.4         |
| <b>Net Equity</b>               | <b>45.0</b>  | <b>46.8</b>  | <b>51.8</b>  | <b>49.9</b>  | <b>54.6</b>  | <b>57.7</b>  | <b>63.0</b>  |
| <b>Total capital</b>            | <b>12.6</b>  | <b>16.9</b>  | <b>27.0</b>  | <b>36.6</b>  | <b>41.0</b>  | <b>43.1</b>  | <b>45.0</b>  |

## Profit & loss account

| EUR m                          | 2000        | 2001        | 2002        | 2003        | 2004E       | 2005E        | 2006E        |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>Sales</b>                   | <b>26.0</b> | <b>27.8</b> | <b>54.1</b> | <b>68.2</b> | <b>92.3</b> | <b>105.3</b> | <b>116.1</b> |
| growth                         | 8.7%        | 7.3%        | 94.4%       | 26.0%       | 35.4%       | 14.0%        | 10.3%        |
| Change in finished goods       | 1.4         | 1.5         | 0.4         | 3.7         | 1.6         | 1.8          | 2.0          |
| Other income                   | 0.1         | 0.2         | 0.5         | 1.1         | 0.9         | 1.1          | 1.2          |
| <b>Value of production</b>     | <b>27.5</b> | <b>29.5</b> | <b>55.0</b> | <b>72.9</b> | <b>94.9</b> | <b>108.2</b> | <b>119.4</b> |
| Purchases                      | -11.2       | -14.0       | -22.8       | -30.7       | -35.8       | -40.8        | -45.0        |
| Change in raw materials        | 1.2         | 1.1         | 1.1         | 2.3         | 1.0         | 1.1          | 1.2          |
| Other direct cost              | -3.2        | -3.1        | -5.8        | -6.9        | -8.2        | -9.5         | -10.5        |
| <b>Gross Margin</b>            | <b>14.3</b> | <b>13.5</b> | <b>27.4</b> | <b>37.7</b> | <b>51.9</b> | <b>59.0</b>  | <b>65.1</b>  |
| Other cost and services        | -3.4        | -5.3        | -9.4        | -14.2       | -19.0       | -21.1        | -23.0        |
| <b>Value added</b>             | <b>10.9</b> | <b>8.2</b>  | <b>18.1</b> | <b>23.5</b> | <b>32.9</b> | <b>38.0</b>  | <b>42.1</b>  |
| growth                         | 4.5%        | -24.6%      | 119.1%      | 30.1%       | 39.9%       | 15.6%        | 10.9%        |
| % on sales                     | 42.1%       | 29.6%       | 33.4%       | 34.4%       | 35.6%       | 36.1%        | 36.3%        |
| Labour cost                    | -3.3        | -4.3        | -11.0       | -18.0       | -22.9       | -25.0        | -25.4        |
| growth                         | 6.9%        | 31.7%       | 153.3%      | 63.1%       | 27.2%       | 9.2%         | 1.7%         |
| % on sales                     | -12.7%      | -15.6%      | -20.3%      | -26.3%      | -24.8%      | -23.7%       | -21.9%       |
| <b>EBITDA</b>                  | <b>7.6</b>  | <b>3.9</b>  | <b>7.0</b>  | <b>5.5</b>  | <b>10.0</b> | <b>13.0</b>  | <b>16.7</b>  |
| growth                         | 3.4%        | -48.9%      | 80.9%       | -21.6%      | 81.0%       | 30.2%        | 28.4%        |
| % on sales                     | 29.4%       | 14.0%       | 13.0%       | 8.1%        | 10.8%       | 12.4%        | 14.4%        |
| Deprec./amortis./provision     | -1.4        | -1.2        | -2.5        | -3.2        | -4.1        | -3.8         | -3.8         |
| % on sales                     | -5.3%       | -4.3%       | -4.6%       | -4.7%       | -4.4%       | -3.6%        | -3.3%        |
| <b>EBIT adj</b>                | <b>6.3</b>  | <b>2.7</b>  | <b>4.5</b>  | <b>2.3</b>  | <b>5.9</b>  | <b>9.2</b>   | <b>12.9</b>  |
| growth                         | -8.6%       | -56.8%      | 68.0%       | -48.7%      | 153.6%      | 56.4%        | 40.1%        |
| % on sales                     | 24.1%       | 9.7%        | 8.4%        | 3.4%        | 6.4%        | 8.8%         | 11.1%        |
| Goodwill                       | 0.0         | -0.1        | -0.6        | -0.9        | -1.7        | -1.0         | -0.8         |
| <b>EBIT</b>                    | <b>6.3</b>  | <b>2.6</b>  | <b>4.0</b>  | <b>1.4</b>  | <b>4.2</b>  | <b>8.3</b>   | <b>12.1</b>  |
| growth                         | -8.6%       | -58.5%      | 53.1%       | -64.7%      | 200.6%      | 96.2%        | 46.4%        |
| % on sales                     | 24.1%       | 9.3%        | 7.3%        | 2.1%        | 4.6%        | 7.8%         | 10.4%        |
| Net financial charges          | 0.2         | 1.2         | 1.0         | 0.2         | 0.2         | 0.2          | 0.2          |
| Adjustment                     | 0.1         | 0.0         | 0.2         | 0.5         | 0.1         | 0            | 0            |
| Extraordinary items            | 0.0         | 0.0         | 0.4         | 0.1         | 3.4         | 0            | 0            |
| <b>EBT</b>                     | <b>6.5</b>  | <b>3.8</b>  | <b>5.5</b>  | <b>2.2</b>  | <b>8.0</b>  | <b>8.5</b>   | <b>12.3</b>  |
| Taxes                          | -2.9        | -1.2        | -2.7        | -1.6        | -2.4        | -3.4         | -4.9         |
| <b>Gros Net profit</b>         | <b>3.5</b>  | <b>2.6</b>  | <b>2.9</b>  | <b>0.6</b>  | <b>5.6</b>  | <b>5.1</b>   | <b>7.4</b>   |
| Minorities                     | -0.5        | -0.4        | -0.7        | 0.0         | -2.0        | -1.1         | -1.6         |
| <b>Net profit of the group</b> | <b>3.0</b>  | <b>2.3</b>  | <b>2.1</b>  | <b>0.6</b>  | <b>3.6</b>  | <b>4.0</b>   | <b>5.8</b>   |

## Direzione Finanza

## Cash flow

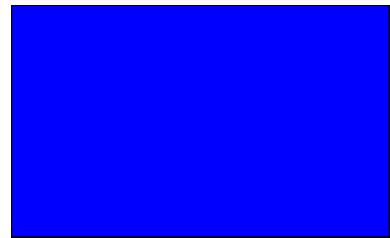
| EUR m   | 2000        | 2001        | 2002         | 2003        | 2004E       | 2005E       | 2006E       |
|---|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Initial NFP</b>                            | <b>1.1</b>  | <b>32.4</b> | <b>29.9</b>  | <b>24.7</b> | <b>13.3</b> | <b>13.6</b> | <b>14.2</b> |
| <b>Change in scope of consolidation</b>       |             |             |              |             |             |             |             |
| Net income/loss                               | 3.5         | 2.6         | 2.9          | 0.6         | 5.6         | 5.1         | 7.4         |
| 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        | -3.2        | -2.8        | -2.0        |
| Net change in reserve for empl.term.indemn.   | 0.1         | 0.1         | 0.3          | 0.2         | 0.6         | 0.2         | 0.0         |
| Transation adjustments and other changes      | 0.0         | 0.0         | -0.1         | 0.2         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| <b>Cash flows from operating activities</b>   | <b>0.2</b>  | <b>-0.7</b> | <b>4.6</b>   | <b>-3.7</b> | <b>7.5</b>  | <b>6.5</b>  | <b>9.4</b>  |
| 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        | -0.1        | 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         |
| <b>Cash flows from investing activities</b>   | <b>-2.7</b> | <b>-1.0</b> | <b>-11.9</b> | <b>-5.3</b> | <b>-6.3</b> | <b>-3.9</b> | <b>-3.9</b> |
| <b>FREE CASH FLOW</b>                         | <b>-2.5</b> | <b>-1.7</b> | <b>-7.3</b>  | <b>-9.0</b> | <b>1.2</b>  | <b>2.6</b>  | <b>5.5</b>  |
| 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         |
| <b>Cash flows from financings activities</b>  | <b>34.5</b> | <b>0.0</b>  | <b>3.1</b>   | <b>-1.3</b> | <b>0.2</b>  | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>  |
| Dividends                                     | -0.7        | -0.9        | -0.9         | -1.1        | -1.1        | -1.9        | -2.1        |
| 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       | 0.3         | 0.7         | 3.4         |
| <b>Final NFP</b>                              | <b>32.4</b> | <b>29.9</b> | <b>24.7</b>  | <b>13.3</b> | <b>13.6</b> | <b>14.2</b> | <b>17.6</b> |

## Ratios

|               | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004E | 2005E | 2006E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA margin | 29.4% | 14.0% | 13.0% | 8.1%  | 10.8% | 12.4% | 14.4% |
| ROS adj       | 24.1% | 9.7%  | 8.4%  | 3.4%  | 6.4%  | 8.8%  | 11.1% |
| ROS           | 24.1% | 9.3%  | 7.3%  | 2.1%  | 4.6%  | 7.8%  | 10.4% |
| ROE           | 48.6% | 5.3%  | 4.8%  | 1.2%  | 8.3%  | 8.6%  | 12.1% |
| ROI           | 73.3% | 19.9% | 26.0% | 9.9%  | 19.6% | 27.3% | 35.2% |
| ROCE          | 41.2% | 10.3% | 12.7% | 2.7%  | 8.9%  | 13.9% | 19.0% |
| D/E           | -0.72 | -0.64 | -0.48 | -0.27 | -0.25 | -0.25 | -0.29 |
| D/MKT cap     | -0.32 | -0.39 | -0.46 | -0.19 | -0.17 | -0.18 | -0.23 |

## Valuation

|            | 2000        | 2001        | 2002        | 2003        | 2004E       | 2005E       | 2006E       |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>EV</b>  | <b>70.9</b> | <b>49.8</b> | <b>35.7</b> | <b>64.0</b> | <b>76.9</b> | <b>77.2</b> | <b>75.3</b> |
| EV/sales   | 2.73        | 1.79        | 0.66        | 0.94        | 0.83        | 0.73        | 0.65        |
| EV/EBITDA  | 9.3         | 12.8        | 5.1         | 11.6        | 7.7         | 5.9         | 4.5         |
| EV/EBITadj | 11.3        | 18.4        | 7.9         | 27.5        | 13.0        | 8.4         | 5.8         |
| EV/EBIT    | 11.3        | 19.2        | 9.0         | 45.7        | 18.3        | 9.4         | 6.2         |
| P/E        | 33.7        | 34.1        | 25.4        | 125.9       | 21.9        | 20.1        | 13.8        |
| P/E adj    | 33.9        | 33.2        | 23.7        | 51.9        | 33.8        | 16.8        | 12.4        |
| P/CF       | 23.1        | 21.7        | 10.4        | 15.0        | 8.4         | 9.1         | 7.6         |
| P/CF adj   | 23.3        | 22.8        | 14.3        | 24.2        | 29.0        | 10.8        | 8.6         |
| P/Book     | 2.32        | 1.72        | 1.19        | 1.58        | 1.69        | 1.62        | 1.51        |



## 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 |
| Sara Apicella      | <i>Consumer / Industrial / Retail</i>        | +39 02 7216 5832 |
| Andrea Balloni     | <i>Media / F&amp;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 |

##### 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 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".

