

El. En.

OUTPERFORM (from NEUTRAL)

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%	20.8%	2.3	2.3	5.4%	-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%	26.9%	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%	10.4%	0.6	1.3	1.3%	-0.19	0.29	0.25	11.6	27.6	51.9	1.6%	15.2
2004	94.5	10.0	5.9	6.2%	17.1%	4.6	2.1	10.7%	-0.12	0.45	0.35	7.0	11.9	35.2	2.2%	15.8
2005	118.3	14.9	9.9	8.4%	22.5%	24.7	12.1	52.2%	-0.55	2.62	0.55	10.0	15.0	11.1	1.9%	29.1
2006E	140.3	17.6	11.9	8.5%	25.4%	5.3	5.3	7.3%	-0.58	1.15	0.55	8.3	12.3	25.4	1.9%	29.1
2007E	157.2	21.2	15.9	10.1%	33.1%	7.2	7.2	9.6%	-0.63	1.57	0.63	6.6	8.8	18.6	2.2%	29.1

- L'outlook Q1'06 mostra ricavi in crescita molto sostenuta ma in linea con le attese. I margini in lieve flessione, anche per maggiori accantonamenti e svalutazioni dei crediti da ricondursi al franchisor Sona, danno sufficiente visibilità per giustificare un marginale down-side sul nostro business plan, ma crediamo che agli attuali prezzi di mercato il titolo El.En., anche grazie alla recente correzione (-9.2% nell'ultimo mese), stia ora scontando uno scenario di crescita che riteniamo eccessivamente prudente.
- L'analisi dei multipli conferma la nostra view. Al momento El.En, tenuto conto delle minorities di Cynosure, è scambiata a 1.0x l'EV/Sales '06, 11.6x EV/EBIT '06 verso un valore mediano di 1.9x l'EV/Sales '06 e 14.8x EV/EBIT '06.
- Per questo, alziamo il rating ad **OUTPERFORM** da NEUTRAL ed aggiorniamo la valutazione sul Gruppo El.En portando il **target (post stacco cedola)** ad **EUR32.0** dal precedente EUR33.4.

Price on May 22th, 2006

29.1

52-week range

EUR25.1-34.5

MIBTEL index

27,265

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

-9.2,-5.9,+16.0%

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

+0.2,-0.1,+4.1%

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

+2.7,+1.6,-6.7%

Share capital (total)

EUR2.4m

Shares outstanding (total)

4.62m

Market capitalisation (total)

134.6m

Free float

30.2%

Avg. daily traded volume

13,340

Reuters code

ELN.MI

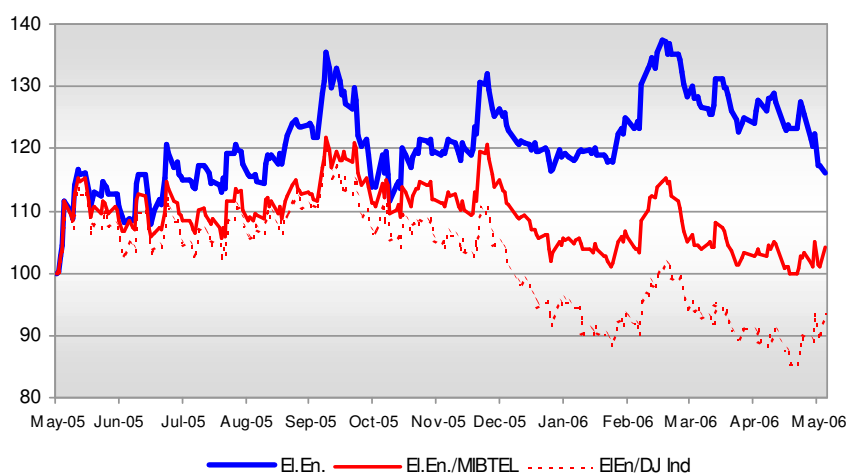
Bloomberg code

ELN IM

Major shareholders

Mr. A.Cangioli 13.5%
Mrs. B.Bazzocchi 10.6%
Mr. G.Clementi 10.6%
Mr. F.Muzzi 9.2%
Mr. A.Pecci 7.5%

El.En. absolute and relative performance in the last 12 month


RESEARCH DEPARTMENT

Carmelo Pappalardo

+39 02 7216 4562

Outlook Q1'06 complessivamente in linea alle attese

L'outlook che emerge dai risultati Q1'06 mostra una crescita molto sostenuta della top line ad EUR34.3m (+37.4% yoy), ma ampiamente in linea con le attese (EUR34.5m). La dinamica è stata trainata ancora una volta dal settore medicale ad EUR25.3m (+44.1% yoy), che beneficia della favorevole congiuntura delle applicazioni estetiche (+34.2% yoy), dentali, e della fisioterapia, nella quale pesa anche il consolidamento dei risultati di ASA Srl dal mese di novembre 2005.

L'outlook Q1'06 mostra una crescita molto sostenuta della top line ad EUR34.3m (+37.4% yoy), ma ampiamente in linea con le attese.

Crescite di tenore inferiore nel settore industriale ad EUR4.4m (+13.7% yoy) nel quale si distinguono sia i sistemi per marcatura (+19.0% yoy) che le sorgenti a CO2 di alta potenza prodotte da El.En. e le sorgenti a stato solido prodotte da Quanta System.

Crescite di tenore inferiore nel settore industriale ad EUR4.4m (+13.7% yoy).

Relativamente ai margini sottolineiamo, come già anticipato dalla release di Cynosure lo scorso 4 Maggio, pesino circa EUR0.75m, dovuti al write-down del magazzino e alla perdita su crediti da ricondursi alla risoluzione di due accordi commerciali in precedenza stipulati con il franchisor Sona.

Sui margini ha pesato il write-down del magazzino e alla perdita su crediti da ricondursi al franchisor Sona.

Rileviamo come l'incidenza di Sona sulle revenues di Cynosure sia passata dal 2% nel 2005, allo 0.7% nel Q1'06. Al netto di tale effetto la redditività complessiva (ROS) sarebbe in crescita yoy.

L'incidenza di Sona passa dal 2% nel '05, allo 0.7% nel Q1'06.

EUR m	Q1'06	Q1'05	Δ abs	Δ %	Q1'06	Q1'06E	Δ abs	Δ %
Revenues	34.3	25.0	9.3	37.4%	34.3	34.5	-0.1	-0.4%
- Sistemi industriali	4.4	3.8	0.5	13.7%	4.4	4.3	0.0	0.5%
- Laser medicali	25.3	17.6	7.7	44.1%	25.3	25.2	0.1	0.5%
- Others	8.6	4.4	4.1	93.3%	8.6	4.9	3.6	73.4%
Value production	38.3	25.9	12.4	48.0%	38.3	35.5	2.8	7.8%
- Purchases	-17.6	-10.6	-7.0	65.6%	-17.6	-15.2	-2.5	16.2%
- Change in row materials	1.1	0.7	0.4	59.8%	1.1	1.1	0.0	-0.8%
- Other direct cost	-3.7	-2.2	-1.4	65.5%	-3.7	-3.0	-0.6	20.1%
Gross Margin	18.1	13.7	4.4	32.1%	18.1	18.4	-0.3	-1.7%
% on sales	52.6%	54.7%	-2.1%		52.6%	53.3%	-0.7%	
- Other cost and services	-7.2	-5.2	-2.0	38.9%	-7.2	-7.1	-0.1	0.8%
Value added	10.9	8.5	2.4	27.9%	10.9	11.2	-0.4	-3.3%
- Labour cost	-8.0	-6.2	-1.8	28.6%	-8.0	-7.9	0.0	0.3%
EBITDA	2.9	2.3	0.6	25.9%	2.9	3.3	-0.4	-11.8%
% on sales	8.5%	9.2%	-0.8%		8.5%	9.6%	-1.1%	
- Deprec. and amortis.	-1.2	-0.8	-0.4	42.6%	-1.2	-1.3	0.1	-4.0%
EBIT	1.7	1.5	0.2	16.2%	1.7	2.0	-0.3	-16.6%
% on sales	5.0%	5.9%	-0.9%		5.0%	5.9%	-1.0%	
- Net financial charges	0.4	0.1	0.3	327.0%	0.4	0.4	0.0	6.7%
EBT	2.1	1.6	0.6	36.1%	2.1	2.4	-0.3	-12.8%
% on sales	6.2%	6.3%	-0.1%		6.2%	7.1%	-0.9%	
EUR m	Q1'06	2005	Δ abs	Δ %				
Net Financial Position	70.8	73.4	-2.6	-3.6%				

Complessivamente giudichiamo neutrale il newsflow relativo ai risultati del Q1'06. A fronte di una dinamica di crescita particolarmente robusta sulla top line, che comunque attendiamo meno brillante nel Q2'06 anche per effetto del cambio EUR/USD meno favorevole, notiamo una flessione della marginalità.

Giudichiamo neutrale il newsflow dei risultati Q1'06.

Direzione Finanza

In accordo alle indicazioni del management tale circostanza non dovrebbe impattare sulle guidance 2006 che rimangono confermate: Revenues ad EUR140m ed EBIT a circa EUR12m.

Confermate le guidance 2006: revenues a EUR140m ed EBIT ad EUR12m.

Forecast & Valuation update

Dall'outlook che emerge a seguito della release sul Q1'06, procediamo all'aggiornamento delle stime su El.En.. Se pur non apportiamo modifiche di rilievo sul 2006, se non per le maggiori svalutazioni dei crediti che fanno seguito alla risoluzione degli accordi commerciali con il franchisor Sona, per gli anni a venire estrapoliamo uno scenario di crescita che fattorizza:

Aggiorniamo le stime su El.En: non apportiamo modifiche di rilievo sul 2006, ma teniamo conto di:

- Up-side dei ricavi, che è marginale nel breve periodo (+0.4% al 2007, +0.7% al 2008 rispetto alle nostre precedenti stime), e più consistente nel lungo periodo (+1.5% al 2009 e +3.5% al 2010) trainato essenzialmente dal consolidamento delle applicazioni medicali ed estetiche.
- Seguendo le indicazioni del Q1'06, manteniamo delle prudenze sui margini, ipotizzando un ribasamento dell'EBITDA margin che viene rivisto al ribasso di 0.3pp al 2007, 0.7pp al 2008 1.1pp al 2009 e 1.2pp al 2010.

...up-side dei ricavi più consistente nel lungo periodo (+1.5% al 2009 e +3.5% al 2010);

... manteniamo delle prudenze sui margini, che sono rivisti al ribasso (0.3pp al 07, 0.7pp al 08, 1.1pp al 09 e 1.2pp al '10.

Change in Estimates	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
New Revenues	140.3	157.2	171.8	186.3	201.2
Old Revenues	140.3	156.6	170.6	183.6	195
Δ new vs old	0.0%	0.4%	0.7%	1.5%	3.2%
New EBITDA	17.6	21.2	23.9	26.9	29.6
Old EBITDA	17.6	21.6	25.0	28.4	31.0
Δ new vs old	0.0%	-2.0%	-4.3%	-5.4%	-4.5%
New Ebitda Margin	12.5%	13.5%	13.9%	14.4%	14.7%
Old Ebitda margin	12.5%	13.8%	14.7%	15.5%	15.9%
Δ new vs old	0.0%	-0.3%	-0.7%	-1.1%	-1.2%
New EBIT	11.9	15.9	18.6	21.4	24.1
Old EBIT	12.5	16.4	19.8	23.0	25.6
Δ new vs old	-4.9%	-3.0%	-5.9%	-6.9%	-6.0%
New FCF	7.3	9.9	14.0	17.0	19.2
Old FCF	9.1	11.3	14.6	17.7	19.8
Δ new vs old	-19.6%	-12.8%	-4.2%	-4.0%	-3.2%

Sulla base del nuovo scenario procediamo all'aggiornamento della valutazione del Gruppo El.En. che ora restituisce un target di EUR32.1 per azione rispetto al precedente EUR33.4 pre-stacco cedola. In particolare:

Aggiorniamo la valutazione del Gruppo El.En. che ora restituisce un target di EUR32.1 per azione.

- teniamo conto dello stacco cedola di EUR0.55 avvenuto lo scorso 15 Maggio, per un cash out complessivo di circa EUR2.5m;
- Aggiorniamo la stima del costo del capitale ora al 9.7% rispetto al precedente 9.2%, recependo, in accordo alla nostra nuova policy, assumptions meno premianti sul Risk free rate target al 4.8% (da 4.6%) e sull'Equity risk premium target al 4.2% (da 3.9%);

...teniamo conto dello stacco cedola di EUR0.55.

...aggiorniamo la stima del costo del capitale al 9.7%.

Direzione Finanza

- Adeguiamo il valore delle minorities di Cynosure agli attuali prezzi di mercato ovvero ad USD15.0 per azione. Rileviamo che ad oggi la capitalizzazione del 100% di Cynosure è pari a circa EUR130m.

... adeguiamo il valore delle minorities di Cynosure agli attuali prezzi di mercato.

DCF - Competitive Adv. Period	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2020E
EBIT	11.9	15.9	18.6	21.2	23.9						
Tax	-5.8	-7.4	-8.5	-9.5	-10.7						
NOPAT	6.1	8.5	10.1	11.6	13.3	15.0	16.6	18.3	19.8	21.3	24.4
growth YoY	21.0%	40.2%	18.9%	14.7%	14.1%	12.7%	11.3%	9.9%	8.5%	7.1%	0.0%
Change in Net Working Capital	-1.5	-1.5	0.7	1.5	1.6						
Capex	-5.3	-5.7	-5.8	-6.0	-6.0						
Deprec. & Amort.	3.3	3.4	3.4	3.5	3.6						
Reinvestment ratio	-0.5	-0.8	-3.1	-4.0	-4.1	-3.6	-3.2	-2.8	-2.4	-2.0	0.0
Op. Free Cash Flow	2.5	4.7	8.3	10.7	12.5	11.3	13.4	15.5	17.4	19.2	24.4
growth YoY	-174.1%	86.5%	78.2%	28.5%	16.7%	-9.5%	18.5%	15.3%	12.7%	10.4%	1.7%
Avg Net Invested Capital Adj	46.9	48.0	48.0	46.3	43.8	45.5	51.8	58.3	64.8	71.1	86.5
Marginal ROCE	30.6%	34.9%	26.9%	21.2%	29.9%	27.8%	25.8%	23.7%	21.6%	19.5%	9.2%
ROCE	13.0%	17.8%	21.1%	25.1%	30.3%	32.8%	32.1%	31.4%	30.6%	29.9%	28.2%
WACC	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
Periods	0.11	1.11	2.11	3.11	4.11	5.11	6.11	7.11	8.11	9.11	14.11
Discount factor	0.99	0.90	0.82	0.75	0.68	0.62	0.57	0.52	0.47	0.43	0.27
DFCF	2.5	4.2	6.9	8.0	8.5	7.0	7.6	8.0	8.2	8.3	6.6
Cumulated DFCF	2.5	6.7	13.6	21.6	30.1	37.2	44.8	52.8	61.0	69.3	106.7

Source: Rasbank Estimates

WACC Assumptions	Old	New
Gross cost of debt	4.7%	4.9%
Spread over 10y BTP	0.1%	0.1%
Fiscal effect	-1.5%	-1.6%
Tax Rate	33.0%	33.0%
Cost of debt	3.2%	3.4%
weight of Debt	0.0%	0.0%
Market Cost of Equity	8.5%	9.0%
Risk differential	-0.2%	-0.2%
Size differential	0.9%	0.9%
Cost of equity	9.2%	9.7%
weight of Equity	100.0%	100.0%
WACC	9.2%	9.7%

Source: Rasbank Estimates

DCF - Competitive Adv Period	EURm	per share
Σ '06-'20 DFCF	106.7	23.1
Terminal value	68.1	14.7
Financial assets	1.4	0.3
Group Enterprise Value	176.2	38.1
Minorities EV	59.2	12.8
Cynosure minorities	44.9	9.7
Other minorities @ 10x EV/EBIT 2006	14.3	3.1
Enterprise Value to El.En.	117.1	25.3
Group NFP '05	73.4	15.9
Minorities NFP	39.6	8.6
Cynosure minorities	39.6	8.6
Other minorities	0.0	0.0
NFP to El.En.	33.8	7.3
Dividend	2.5	0.55
Equity Value to El. En.	148.3	32.1
El. En. Market Price		29.1
Potential Up-side (Down-side)		10.2%

Source: Rasbank Estimates

Ad oggi riteniamo dunque che, sebbene esista sufficiente visibilità per giustificare un marginale down-side sul nostro business plan e dell'EBITDA in particolare, gli attuali prezzi di mercato del titolo El.En., anche grazie alla recente correzione (-9.2% nell'ultimo mese), stiano scontando uno scenario di crescita che ora riteniamo eccessivamente prudente.

Esiste visibilità per giustificare un down-side dell'EBITDA, ma i prezzi di mercato scontano uno scenario che riteniamo prudente.

- A parità di altre condizioni, i prezzi di mercato stanno scontando una ulteriore revisione al ribasso dell'EBITDA nel triennio '06-'08 pari a circa -2% per anno rispetto alle nostre ipotesi.

I prezzi di mercato scontano una ulteriore revisione al ribasso dell'EBITDA nel triennio '06-'08.

Direzione Finanza

- L'analisi dei multipli dei principali comparable conferma la nostra view. Al momento El.En, tenuto conto delle minorities di Cynosure consolidata integralmente e posseduta al 35.12%, è scambiata a 1.0x l'EV/Sales '06, 0.9x l'EV/Sales '07, 11.6x EV/EBIT '06 ed 8.5x EV/EBIT '07 verso un valore mediano di 1.9x l'EV/Sales '06, 1.7x l'EV/Sales '07, 14.8x EV/EBIT '06 ed 11.6x EV/EBIT '07.

Al momento El.En, è scambiata a 1.0x l'EV/Sales '06, e 11.6x EV/EBIT '06 verso un valore mediano di 1.9x l'EV/Sales '06 e 14.8x EV/EBIT '06.

Target price Sensitivity on EBITDA changes							
Changes in '06-'08 annual EBITDA growth							
32.1	-6.0%	-4.0%	-2.0%	0.0%	2.0%	4.0%	6.0%
10.1%	23.7	26.2	28.8	31.5	34.3	37.3	40.3
10.0%	23.8	26.3	28.9	31.6	34.5	37.4	40.5
9.9%	23.9	26.4	29.1	31.8	34.6	37.6	40.7
9.8%	24.0	26.6	29.2	31.9	34.8	37.8	40.8
WACC 9.7%	24.1	26.7	29.3	32.1	34.9	37.9	41.0
9.6%	24.3	26.8	29.5	32.2	35.1	38.1	41.2
9.5%	24.4	27.0	29.6	32.4	35.3	38.3	41.4
9.4%	24.5	27.1	29.8	32.6	35.5	38.5	41.6
9.3%	24.7	27.2	29.9	32.7	35.6	38.6	41.8

Source: Rasbank Estimates

Multiples	EV/Revenues 06	EV/Revenues 07	EV/EBIT 06	EV/EBIT 07
BioLase Technology Inc	2.1x	1.7x		15.2x
Candela Corp.	1.9x		10.6x	
Laserscope	2.9x	2.5x	17.9x	12.7x
Rofin Sinar Technologies	1.9x	1.7x	10.2x	9.0x
Cutera Inc	2.3x	1.8x	17.0x	8.9x
Wavelight Laser Technologie AG	0.7x	0.6x	15.4x	5.7x
Syneron Medical Ltd.	7.6x	6.2x	16.2x	12.7x
Prima Industrie SpA	0.8x	0.7x	10.5x	9.9x
Quantel SA	1.4x	1.3x	14.8x	12.4x
Cynosure	1.3x	1.1x	14.7x	11.6x
MEDIAN	1.9x	1.7x	14.8x	11.6x
El. En. Group	1.0x	0.9x	11.6x	8.5x
El. En. Discount vs MEDIAN	47.8%	47.7%	21.9%	26.4%
El. En. Group @ Target	1.1x	1.0x	12.9x	9.5x

Source: JCF & Rasbank Estimates

Nel complesso riteniamo come l'outlook sul titolo possa ulteriormente beneficiare di una maggiore visibilità sulla modalità di impiego *cash-in* post IPO di Cynosure. La struttura finanziaria del Gruppo, al momento sub-ottimale, ha forte capacità di leverage ed una capienza tale da garantire una forte crescita esterna, ipotesi che, l'Ing. Cangiolì, ha confermato più volte essere un'opzione strategica possibile, ma non nel breve periodo.

L'outlook sul titolo può ulteriormente beneficiare di una maggiore visibilità sulla modalità di impiego cash-in post IPO di Cynosure.

Per questi motivi portiamo il nostro target ad EUR32.1 ed alziamo il nostro rating a **OUTPERFORM** dal precedente **NEUTRAL** emesso per l'ultima volta il 16 Maggio 2006 per il titolo El.En.

Per questi motivi portiamo il nostro target ad EUR32.1 ed alziamo il nostro rating a OUTPERFORM dal precedente NEUTRAL.

Direzione Finanza

FINANCIALS

Balance sheet

EUR m	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
- Intangible asset	11.1	7.4	7.3	7.3	7.2	7.0	6.8
- Tangible asset	10.1	11.3	11.5	11.4	11.3	10.9	10.3
- Financial asset	3.0	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
Net Fixed Asset	24.2	23.1	23.2	23.1	22.9	22.4	21.5
Current Asset	52.2	68.2	74.6	80.1	85.7	90.5	94.5
Current Liabilities	-29.5	-38.4	-43.8	-51.1	-57.1	-62.6	-67.3
Net Working Capital	21.0	27.6	28.5	26.7	26.1	25.3	24.4
Net Invested Capital	45.2	50.7	51.7	49.8	49.0	47.6	45.9
- Short Term Financial Debt	4.0	2.2	2	2	2	2	2
- M/LT Financial Debt	2.6	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
- Cash and Deposit	-15.1	-77.1	-81.8	-92.9	-104.0	-117.3	-132.1
- Treasury Stock	-0.3	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
Net Financial Debt	-8.7	-73.4	-78.3	-89.4	-100.5	-113.8	-128.6
- Paid in Capital	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
- Reserves	45.9	71.3	74.1	79.4	85.3	92.2	99.8
Group Shareholder Equity	48.3	73.7	76.5	81.9	87.8	94.6	102.2
- Minorities Shareholder Equity	5.6	50.4	53.5	57.3	61.8	66.8	72.3
Total Shareholder Equity	53.9	124.1	130.0	139.2	149.5	161.4	174.5
Net Invested Capital	45.2	50.7	51.7	49.8	49.0	47.6	45.9

Rasbank Estimates & Company data

Profit & loss account

EUR m	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Revenues	94.5	118.3	140.3	157.2	171.8	186.3	201.2
growth	38.6%	25.2%	18.6%	12.0%	9.3%	8.5%	8.0%
Change in finished goods	3.2	4.0	4.3	4.7	5.2	5.6	6.0
Other income	1.5	2.0	2.3	2.6	2.9	3.1	3.4
Value of production	99.2	124.3	147.0	164.5	179.8	195.1	210.6
Purchases	-39.4	-50.2	-59.6	-66.5	-72.5	-78.5	-84.6
Change in raw materials	1.3	1.7	2.0	2.3	2.5	2.7	2.9
Other direct cost	-9.0	-11.0	-13.0	-14.6	-16.0	-17.3	-18.7
Gross Margin	52.1	64.8	76.5	85.7	93.9	101.9	110.2
Other cost and services	-19.4	-23.4	-28.8	-32.2	-35.2	-38.2	-41.2
Value added	32.7	41.5	47.7	53.5	58.7	63.7	69.0
Labour cost	-22.6	-26.6	-30.1	-32.3	-34.7	-37.1	-39.5
EBITDA	10.0	14.9	17.6	21.2	23.9	26.6	29.5
% on sales	10.6%	12.6%	12.5%	13.5%	13.9%	14.3%	14.7%
Deprec./amortis./provision	-4.2	-4.9	-5.7	-5.3	-5.3	-5.4	-5.5
EBIT	5.9	10.0	11.9	15.9	18.6	21.2	23.9
% on sales	6.2%	8.4%	8.5%	10.1%	10.8%	11.4%	11.9%
Net financial income	0.0	0.9	1.7	1.8	2.0	2.3	2.6
Adjustment	0.2	0.0	0	0	0	0	0
Extraordinary items	3.3	19.6	0	0	0	0	0
EBT	9.4	30.5	13.6	17.7	20.7	23.5	26.6
Taxes	-3.0	-4.4	-5.2	-6.7	-7.9	-8.9	-10.1
Group Net profit	6.4	26.1	8.4	11.0	12.8	14.6	16.5
Minorities	-1.8	-1.4	-3.1	-3.8	-4.5	-5.1	-5.5
Net profit	4.6	24.7	5.3	7.2	8.3	9.5	11.0

Rasbank Estimates & Company data

Direzione Finanza

Cash flow

EUR m	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Beginning NFP	13.3	8.7	73.4	78.3	89.4	100.5	113.8
Net income/loss	6.4	24.7	5.3	7.2	8.8	10.4	11.7
Depreciation & Amortization	3.0	2.8	3.3	3.4	3.4	3.6	3.7
Change in working capital	-2.1	-7.1	-1.0	1.7	0.4	0.7	0.8
Net change in reserve for empl.term.indemn	0.6	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Other changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flows from operating activities	7.9	20.9	7.8	12.5	12.8	14.9	16.3
Intangible assets	-0.7	-0.1	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
Tangible assets	-3.9	-4.0	-4.5	-4.8	-4.9	-5.0	-5.0
Financial Investments	-1.1	-1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other change	-5.6	3.9	1.9	2.3	2.6	2.8	3.0
Cash flows from investing activities	-11.3	-1.8	-3.5	-3.3	-3.2	-3.1	-2.9
FREE CASH FLOW	-3.4	19.2	4.3	9.2	9.5	11.8	13.5
Capital increases	-0.1	45.7	0.0	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
Cash flows from financings activities	-0.1	45.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividends	-1.1	-1.6	-2.5	-1.9	-2.9	-3.5	-4.2
Other change	0.0	1.4	3.1	3.8	4.5	5.1	5.5
Change in Net Financial Position	-4.6	64.7	4.9	11.1	11.1	13.3	14.8
Final NFP	8.7	73.4	78.3	89.4	100.5	113.8	128.6

Rasbank Estimates & Company data

Ratios

EUR m	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
EBITDA margin	10.6%	12.6%	12.6%	13.8%	14.7%	15.5%	16.0%
ROS adj	6.2%	8.4%	8.5%	10.1%	11.3%	12.2%	12.8%
ROS	6.2%	8.4%	8.5%	10.1%	11.3%	12.2%	12.8%
ROE	10.7%	52.2%	7.3%	9.6%	10.9%	12.1%	12.7%
ROI	17.1%	22.5%	25.4%	34.2%	42.8%	51.3%	59.2%
ROCE	7.8%	11.3%	13.0%	18.3%	23.4%	28.5%	33.2%

Rasbank Estimates & Company data

Valuation

EUR m	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
EV	70.0	151.0	148.3	137.2	126.7	113.7	99.0
EV/sales	0.7x	1.3x	1.1x	0.9x	0.7x	0.6x	0.5x
EV/EBITDA	7.0x	10.1x	8.4x	6.3x	5.1x	4.0x	3.2x
EV/EBIT	11.9x	15.2x	12.5x	8.7x	6.6x	5.1x	4.0x
P/E	16.1x	5.5x	25.6x	18.8x	15.5x	13.1x	11.6x
P/E adj	35.2x	11.2x	25.6x	18.8x	15.5x	13.1x	11.6x
P/CF	8.4x	4.6x	12.3x	10.4x	9.3x	8.3x	7.6x
P/CF adj	17.0x	19.0x	12.3x	10.4x	9.3x	8.3x	7.6x
P/Book	1.5x	1.8x	1.8x	1.7x	1.5x	1.4x	1.3x

Rasbank Estimates & Company data

Direzione Finanza

Il presente Studio è stato preparato da Carmelo Pappalardo, che svolge mansioni di analista azionario all'interno del Research Department di RASBANK S.p.A. RASBANK S.p.A., soggetto giuridico responsabile della produzione del presente Studio, è intermediario autorizzato da Banca d'Italia all'esercizio professionale nei confronti del pubblico di servizi di investimento.

Il presente Studio riguarda un Emittente incluso nella politica di copertura di RASBANK S.p.A. Pur non essendo prevista una frequenza minima di aggiornamento delle raccomandazioni, gli Emittenti oggetto di copertura sono costantemente sotto osservazione al fine di poter tempestivamente ed efficacemente rivedere le relative raccomandazioni emesse.

Il presente Studio è stato diffuso mediante canali di divulgazione in data 23 maggio 2006 (di seguito, Data di Diffusione).

RASBANK S.p.A. dichiara di avere un proprio specifico interesse riguardo agli emittenti oggetto dello Studio dovuto:

- al ruolo di specialista svolto da RASBANK S.p.A. per la società EL.EN S.p.A.

RASBANK S.p.A. dichiara che la remunerazione dei propri analisti non è mai legata ad operazioni di finanza aziendale effettuate dalla propria controllata RASFIN SIM S.p.A.

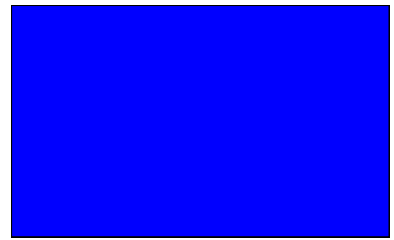
RASBANK S.p.A. dichiara che le informazioni contenute nel presente Studio provengono dagli emittenti e da altre fonti ritenute attendibili. Le fonti ritenute attendibili sono: ABI, ACEA, ADEFA, AGICI, AIEE, ANFAC, ANFAVEA, ANFIA, ANIA, ANSA, ASSOCARBONI, ASSOELETTRICA, ASSOGESTIONI, ASSORETI, le AUTHORITIES, le BANCHE CENTRALI, BLOOMBERG, BORSA ITALIANA, CCFA, le COMMISSIONI EUROPEE, CONFINDUSTRIA, CONSOB, COVIP, DATAMONITOR, DITTBERNER & ASSOCIATES, DOW JONES, ECOWIN, EURELECTRIC, EUROGAS, FONDAZIONE ENRICO MATTEI, le FONTI GOVERNATIVE, FROST & SULLIVAN, ISVAP, JCF, PROMETEIA, REUTERS, RIGZONE.COM, SEMI, SIA, SMMT, le SOCIETA' EMITTENTI, le UNIVERSITA', UNRAE, UPSTREAMONLINE.COM, YANKEE GROUP e VDA.

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 S.p.A. non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo dello Studio. Le informazioni rese disponibili attraverso lo Studio non devono essere infatti intese come un invito di RASBANK S.p.A. 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 S.p.A., 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 negli studi. Ogni opinione espressa può essere soggetta a cambiamenti e modifiche senza preavviso. 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 S.p.A. si è dotata di procedure interne idonee a garantire l'indipendenza dei propri analisti.

Legenda esplicativa del significato delle raccomandazioni:

BUY	l'analista ritiene che vi sia un'elevata probabilità che il total return del titolo azionario nel corso dei successivi 12 mesi possa risultare superiore di almeno il 10% rispetto al total return dell'indice Mibtel
OUTPERFORM	l'analista ritiene che vi sia un'elevata probabilità che il total return del titolo azionario nel corso dei successivi 12 mesi possa risultare superiore rispetto al total return dell'indice Mibtel
NEUTRAL	l'analista ritiene che vi sia un'elevata probabilità che il total return del titolo azionario nel corso dei successivi 12 mesi possa risultare prossimo rispetto al total return dell'indice Mibtel
UNDERPERFORM	l'analista ritiene che vi sia un'elevata probabilità che il total return del titolo azionario nel corso dei successivi 12 mesi possa risultare inferiore rispetto al total return dell'indice Mibtel
SELL	l'analista ritiene che vi sia un'elevata probabilità che il total return del titolo azionario nel corso dei successivi 12 mesi possa risultare inferiore di almeno il 10% rispetto al total return dell'indice Mibtel
(U.R.)	nel caso la raccomandazione sia seguita dall'indicazione (U.R.) significa che la raccomandazione stessa è in fase di revisione

Laddove non sia indicato diversamente i prezzi dei titoli azionari menzionati nel presente studio si riferiscono alla fase di chiusura della seduta precedente la Data di Diffusione o, per quanto riguarda i prezzi utilizzati per il calcolo di indicatori storici relativi agli esercizi chiusi nel 2004 e precedentemente, alla media semplice annuale dei prezzi di chiusura giornalieri dell'esercizio di riferimento.



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 *Head of Research* +39 02 7216 2746

Equity Analysts

Oriana Cardani	<i>Telecoms / Media / Financial Serv.</i>	+39 02 7216 5730
Stefania Forti	<i>Media / Fin. Serv. / Ind. / Tech.</i>	+39 02 7216 3991
Gabriele Gambarova	<i>Oil / Auto / Ind. / Tech. / Constr. / HC</i>	+39 02 7216 2102
Luigi Monica	<i>Utilities / Industrial / Technology</i>	+39 02 7216 5832
Carmelo Pappalardo	<i>Tlc / P&HG / Ind. / T&L / Auto / Tech.</i>	+39 02 7216 3990
Elena Perini	<i>Banks</i>	+39 02 7216 4080

Corporate Bond Analyst

Enrico Esposti +39 02 7216 4044

Economists

Francesca Pini	+39 02 7216 4064
Matteo Radaelli	+39 02 7216 4831

Research Assistants

Aldo Bertinelli	<i>Editing & Publishing</i>	+39 02 7216 5732
Carla Castellani	<i>Translations</i>	+39 02 7216 4146
Stefania Pasinetti	<i>Secretary</i>	+39 02 7216 4562

