

El. En.

NEUTRAL (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%	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	14.8	10.1	8.5%	21.4%	8.9	3.3	18.8%	-0.48	0.71	0.58	10.5	15.3	46.8	1.7%	33.4
2006E	140.3	17.6	12.5	8.9%	24.6%	5.4	5.4	6.5%	-0.53	1.18	0.41	8.5	12.0	28.3	1.2%	33.4
2007E	156.6	21.6	16.4	10.5%	33.7%	7.4	7.3	8.4%	-0.60	1.59	0.64	6.5	8.5	21.0	1.9%	33.4

- Riteniamo che le applicazioni medicali ed estetiche rappresentino il vero *driver* dell'*industry* del laser e del Gruppo El.En., con crescite trainate da fenomeni demografici (processo d'invecchiamento della popolazione), sociologici (crescente grado di "vanità" del tessuto sociale) e tecnologici (trattamenti estetici con soluzioni sempre meno invasive e più sicure).
- Giudichiamo molto positivamente i risultati 2005, al di sopra delle attese e delle *guidance* confermate dal *management* in occasione del Q3'05, ed abbiamo apprezzato le nuove *guidance* sul 2006: tali elementi sono alla base della rivisitazione del nostro outlook di lungo periodo.
- Valutiamo però che alla luce della sostenuta recente performance del titolo (+11.7% nell'ultimo mese), si sia gradualmente ridotto l'upside potenziale, ed ora il mercato stia correttamente prezzando il Gruppo El.En. Per questo **alziamo il target ad EUR33.2 per share** (+18.4% rispetto al precedente EUR28.0) ma manteniamo rating a **NEUTRAL**.

Price on March 1, 2006

33.4

52-week range

EUR22.8-34.0

MIBTEL index

28,784

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

12,10,33%

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

8, 0, (7)%

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

9, (7), 0%

Share capital (total)

EUR2.4m

Shares outstanding (total)

4.62m

Market capitalisation (total)

154.3m

Free float

30.2%

Avg. daily traded volume

13,340

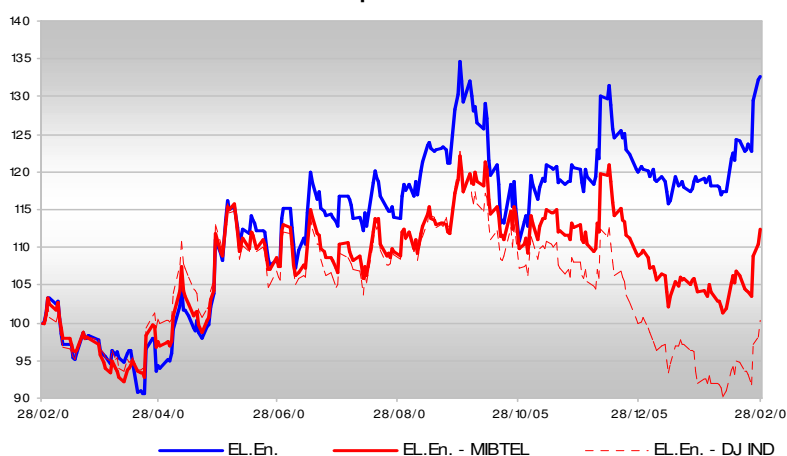
Reuters code

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 months

RESEARCH DEPARTMENT

Carmelo Pappalardo

+39 02 7216 3990

Index

INVESTMENT SUMMARY	3
L' <i>industry</i> delle applicazioni laser garantisce crescita molto sostenute ma già recepite nei prezzi di mercato	3
VALUATION	4
Tramite il DCF stimiamo nuovo target a EUR33.2	4
<i>Sanity Check</i> : multipli del Gruppo El.En. in linea con i <i>comparables</i> , Cynosure a premio.....	6
INVESTMENT STORY	7
Il Gruppo El. En.....	7
La tecnologia laser.....	11
Le applicazioni della tecnologia laser	12
I <i>key driver</i> del mercato delle applicazioni medicali ed estetiche	13
Le applicazioni industriali	16
Lo scenario di riferimento, i <i>financials</i> 2005 e le <i>guidance</i> 2006	18
L' <i>outlook</i> di lungo periodo	21
FINANCIALS	24

INVESTMENT SUMMARY

L'industry delle applicazioni laser garantisce crescite molto sostenute, già recepite nei prezzi di mercato

El.En. S.p.A. controlla un Gruppo industriale *high-tech* che produce e distribuisce a livello mondiale: sorgenti laser a gas; apparecchiature laser medicali utilizzate in dermatologia, chirurgia, estetica, fisioterapia, otorinolaringoiatria, odontoiatria, ginecologia; sistemi laser industriali per applicazioni che vanno dal taglio, saldatura di metalli, marcatura di legno, plastica, vetro, alla decorazione di pelli e tessuti, fino al restauro conservativo di opere d'arte.

El.En. controlla un Gruppo high-tech che produce e distribuisce sorgenti laser, apparecchiature laser medicali e sistemi laser industriali

Sebbene il mercato delle applicazioni laser abbia avuto nel suo complesso, sin dall'introduzione delle prime apparecchiature, una dinamica evolutiva caratterizzata da fasi di crescita molto sostenute, le caratteristiche di versatilità e le numerose applicazioni per le quali il laser trova impiego, identificano mercati e segmenti di *industry* con caratteristiche strutturali, cicli di vita e prospettive di crescita molto differenziate.

La versatilità della tecnologia laser identifica mercati e segmenti di industry con caratteri strutturali, cicli di vita e prospettive molto differenziate

Riteniamo che le applicazioni medicali ed estetiche, in particolare, rappresentino il vero *driver* dell'*industry*, che a nostro avviso potrà essere trainata da fenomeni demografici (processo d'invecchiamento della popolazione), sociologici (crescente grado di "vanità" del tessuto sociale) e tecnologici (trattamenti estetici con soluzioni sempre meno invasive e più sicure).

Le applicazioni medicali ed estetiche rappresentano il vero driver dell'industry

Giudichiamo molto positivamente i risultati 2005, ampiamente al di sopra delle nostre attese e delle *guidance* confermate dal *management* in occasione dei risultati del Q3'05 ed abbiamo apprezzato le nuove *guidance* sul 2006: tali elementi sono alla base della rivisitazione del nostro outlook di lungo periodo.

Risultati 2005 e guidance 2006 sono alla base della rivisitazione del nostro outlook

Pur riconoscendo un forte *appeal* speculativo legato alle modalità di impiego della ingente liquidità derivante dall'IPO di Cynosure, riteniamo che, alla luce della sostenuta recente performance del titolo (+11.7% nell'ultimo mese), si sia gradualmente ridotto l'*up-side* potenziale ed ora il mercato stia correttamente prezzando il Gruppo El.En. Per questo motivo alziamo il **target ad EUR33.2 per share** (+18.4% rispetto al precedente target di EUR28.0 per share) ma manteniamo il rating a **NEUTRAL**.

La performance del titolo ha ridotto l'upside potenziale: alziamo il target ad EUR33.2 per share ma manteniamo NEUTRAL

VALUATION

Tramite il DCF stimiamo nuovo target a EUR33.2

Alla luce delle evidenze emerse a seguito dei risultati 2005 e delle *guidance* sul 2006, procediamo all'aggiornamento della valutazione del Gruppo El.En.

Aggiorniamo la valutazione di El.En. alla luce dei risultati 2005 e delle guidance 2006

Tramite il DCF (WACC invariato al 9.2%), stimiamo EV del Gruppo ad EUR198m. Deduciamo un valore complessivo delle minorities di EUR75.8m tenendo conto di:

Tramite DCF stimiamo EV totale ad EUR198m, ma deduciamo:

- EUR60.2m relativi alle *minorities* di Cynosure (consolidata integralmente e posseduta dal Gruppo El.En. al 35.14%) corrispondente ad una valutazione con DCF del 100% dell'equity di EUR159m, inferiore dell'8.1% rispetto ai prezzi di mercato.
- EUR15.6m relativi alla valorizzazione delle altre *minorities* con multiplo 8xEV/EBIT 2006. La minore redditività delle applicazioni industriali, giustifica l'utilizzo di multipli inferiori rispetto al segmento medicale.

...EUR60.2m per le minorities di Cynosure

...EUR15.6m per le altre minorities

Dopo una stima di EUR30.8m relativa alla NFP proporzionale del Gruppo, determiniamo un valore dell'*equity* ad EUR153.2m equivalente ad **un target di EUR33.2 per share** (+18.4% rispetto al precedente target di EUR28.0 per share). Sottolineiamo che, ancorché le nostre *assumptions* scontino crescite molto sostenute e la società sia in grado di beneficiare della favorevole evoluzione della domanda delle applicazioni laser soprattutto nel segmento medicale, il mercato stia correttamente valutando tali *assets*. Per questo motivo non rileviamo evidenti up-side potenziali rispetto alle attuali quotazioni e manteniamo rating a **NEUTRAL**.

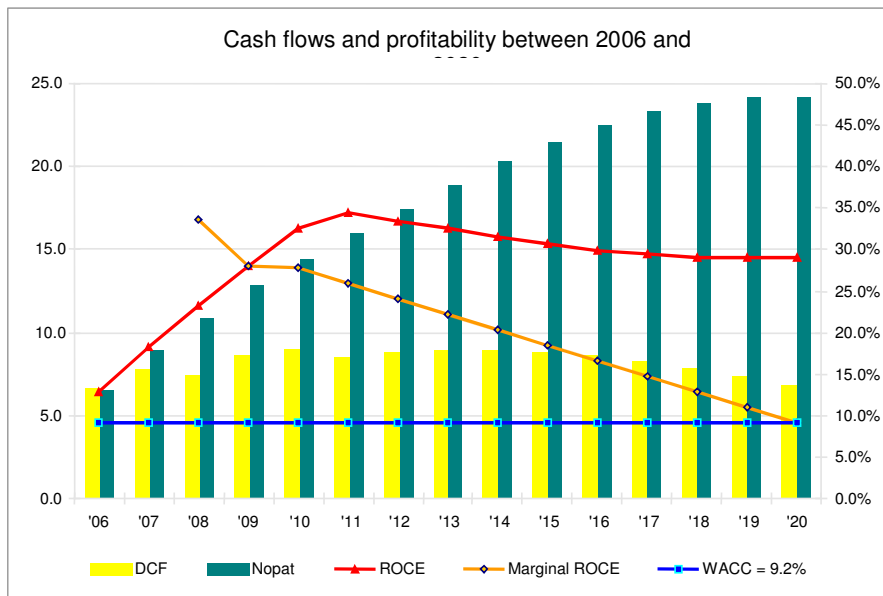
*Nuovo target ad EUR33.2
Manteniamo rating a NEUTRAL*

DCF - Competitive Adv. Period	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBIT	12.5	16.4	19.8	23.0	25.6										
Tax	-6.0	-7.5	-8.9	-10.1	-11.2										
% on EBIT	-48.0%	-45.9%	-44.8%	-44.1%	-43.7%										
NOPAT	6.5	8.9	10.9	12.9	14.4	16.0	17.5	18.9	20.3	21.5	22.5	23.3	23.9	24.2	24.2
growth YoY	26.5%	36.5%	22.7%	18.0%	11.9%	10.7%	9.5%	8.3%	7.1%	5.9%	4.8%	3.6%	2.4%	1.2%	0.0%
Change in Net Working Capital	2.1	1.8	0.4	0.7	0.8										
Capex	-5.3	-5.6	-5.8	-5.9	-5.9										
Deprec./Amort.	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9										
Reinvestment ratio	-3.9	-3.9	-2.6	-2.8	-2.7	-2.4	-2.1	-1.9	-1.6	-1.3	-1.1	-0.8	-0.5	-0.3	0.0
Op. Free Cash Flow	6.8	8.7	9.2	11.6	13.3	13.6	15.3	17.1	18.7	20.2	21.4	22.5	23.3	23.9	24.2
Avg Net Invested Capital Adj	50.9	48.7	47.2	45.9	44.2	46.2	52.2	58.2	64.2	69.9	75.1	79.4	82.4	83.4	83.4
Marginal ROCE	34.1%	34.0%	33.7%	28.1%	27.9%	26.0%	24.1%	22.3%	20.4%	18.5%	16.7%	14.8%	12.9%	11.1%	9.2%
ROCE	12.8%	18.3%	23.1%	28.0%	32.6%	34.5%	33.5%	32.5%	31.6%	30.7%	30.0%	29.4%	29.0%	28.9%	28.9%
WACC	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
Periods	0.34	1.34	2.34	3.34	4.34	5.34	6.34	7.34	8.34	9.34	10.34	11.34	12.34	13.34	14.34
Discount factor	0.97	0.89	0.81	0.75	0.68	0.63	0.57	0.52	0.48	0.44	0.40	0.37	0.34	0.31	0.28
DFCF	6.6	7.7	7.5	8.6	9.1	8.5	8.8	8.9	9.0	8.9	8.6	8.3	7.9	7.4	6.8
Cumulated DFCF	6.6	14.3	21.8	30.4	39.5	48.0	56.7	65.7	74.7	83.5	92.1	100.4	108.3	115.7	122.5

Direzione Finanza

DCF - Competitive Adv Period	EURm	per share
Σ '06-'20 DFCF	122.5	26.5
Terminal value	74.3	16.1
Financial assets	1.4	0.3
Group Enterprise Value	198.2	42.9
Minorities EV	75.8	16.4
Cynosure minorities	60.2	13.0
Other minorities @ 8x EV/EBIT 2006	15.6	3.4
Enterprise Value to EI.En.	122.4	26.5
Group NFP '05	73.4	15.9
Minorities NFP	42.6	9.2
Cynosure minorities	42.6	9.2
Other minorities	0.0	0.0
NFP to EI.En.	30.8	6.7
Equity Value to EI. En.	153.2	33.2

WACC Assumptions	
Gross cost of debt	5.0%
Spread over 10y BTP	0.4%
Fiscal effect	-1.7%
Tax Rate	33.0%
Cost of debt	3.8%
gearing	0.0%
Market Cost of Equity	8.5%
Risk differential	-0.2%
Size differential	0.9%
Cost of equity	9.2%
gearing	100.0%
WACC	9.2%



Sanity Check: multipli del Gruppo El.En. in linea con i comparables, Cynosure a premio

Agli attuali prezzi il Gruppo El.En. esprime un multiplo, rettificato per tenere conto della valorizzazione delle *minorities*, di 12.7xEV/EBIT 2006, sostanzialmente in linea con il settore (13.1x xEV/EBIT 2006) che, per altro, evidenzia elevata dispersione rispetto ai valori mediani. I minori multipli di Rofin Sinar Technologies sono imputabili al fatto che la Società sia un *player* industriale puro e non opera nel segmento medicale caratterizzato da marginalità superiori.

Multipli a 12.7xEV/EBIT 06 sostanzialmente in linea con il settore

Rileviamo infine come al momento Cynosure sia scambiata a forte premio rispetto ai *comparable* medicali: dopo il *listing* a USD15 *per share* equivalenti a 16xEV/EBIT 2006, il titolo ora tratta a 22.5xEV/EBIT 2006.

Cynosure a premio: tratta 22.5xEV/EBIT 06

	@ Market Value			@ Targets		
	Cynosure	Others	to El.En	Cynosure	Others	to El.En
EBIT '06	4.7	7.8	9.4	4.7	7.8	9.4
Revenues '06	55.4	84.9	104.4	55.4	84.9	104.4
MKT Cap	172.5	90.5	151.1	158.5	97.5	153.2
Net Debt	-65.7	-7.7	-30.8	-65.7	-7.7	-30.8
EV	106.8	82.8	120.3	92.9	89.8	122.4
EV/EBIT	22.5	10.6	12.7	19.6	11.5	13.0
EV/Revs	1.9	1.0	1.2	1.7	1.1	1.2

EV/EBIT	2005	2006
Candela Corp.	13.5	11.0
Laserscope	15.7	11.6
Rofin Sinar Technologies	12.3	9.8
Cutera Inc	19.0	17.9
Syneron Medical Ltd.	19.8	15.2
Average	16.0	13.1

INVESTMENT STORY

Il Gruppo El. En.

El.En. S.p.A. controlla un Gruppo industriale *high-tech* che progetta, produce e distribuisce a livello mondiale:

- Sorgenti laser a gas, allo stato solido e allo stato liquido;
- Apparecchiature laser medicali utilizzate in dermatologia, chirurgia, estetica, fisioterapia, otorinolaringoiatria, odontoiatria, ginecologia;
- Sistemi laser industriali per applicazioni che vanno dal taglio, saldatura di metalli, marcatura di legno, plastica, vetro, alla decorazione di pelli e tessuti, fino al restauro conservativo di opere d'arte.

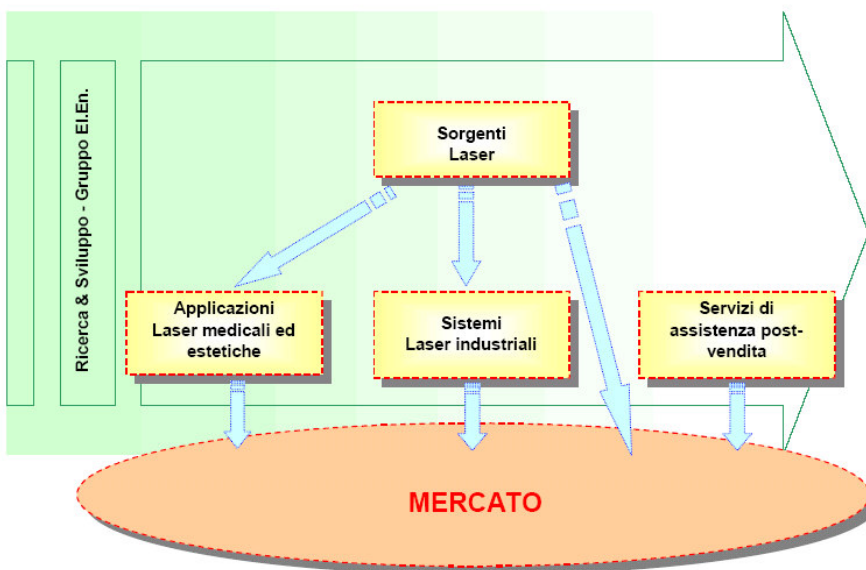
El.En. controlla un Gruppo high-tech che progetta, produce e distribuisce:

Sorgenti laser

Apparecchiature laser medicali

Apparecchiature laser industriali

Inoltre fornisce assistenza post-vendita ai propri clienti.



La struttura del Gruppo riflette in primo luogo i diversi segmenti di *business* e la diversificata presenza internazionale che oggi caratterizzano il posizionamento di El.En.:

La struttura del Gruppo riflette i diversi segmenti di business su cui El.En. si posiziona

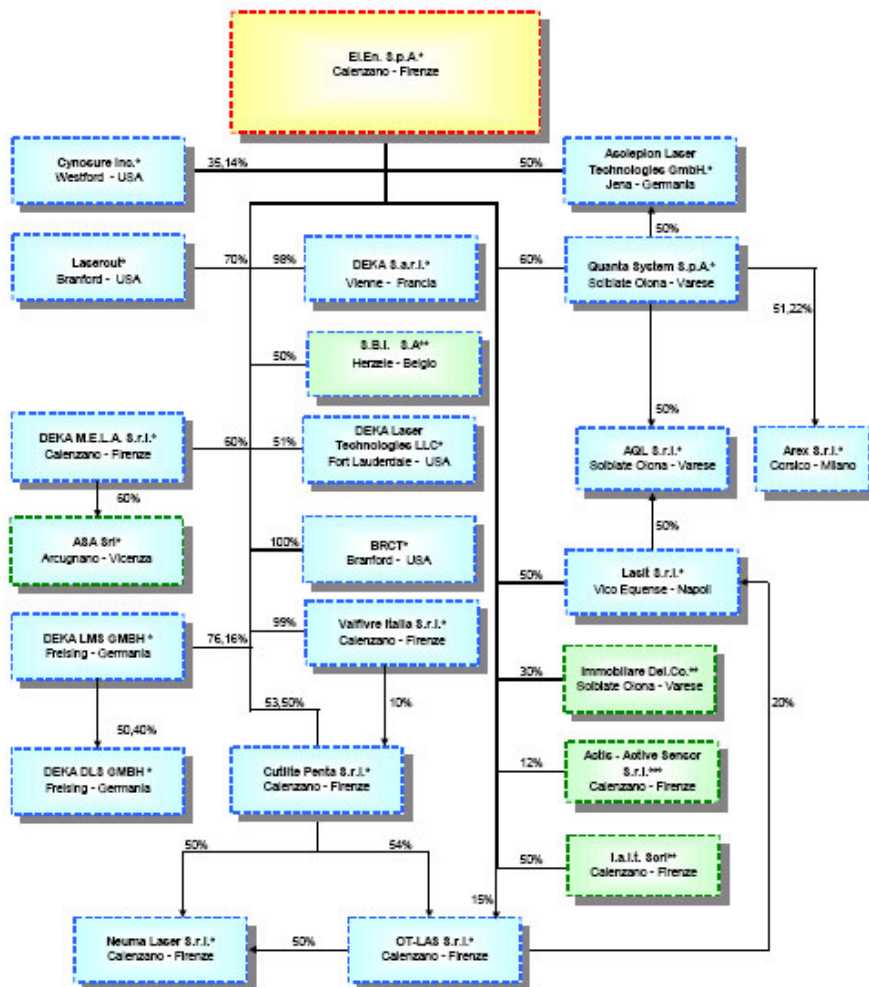
- Cynosure Inc. ed Asclepion Laser Technologies GmbH sviluppano, producono e distribuiscono sistemi laser medicali;
- Deka M.E.L.A. Srl, Deka Sarl, Deka Lms GmbH, Deka Dls GmbH e Deka Laser Technologies LLC distribuiscono apparecchiature laser medicali;
- Cutlite Penta Srl e Lasercut Inc. sono focalizzate sulla sistemistica per i sistemi laser di taglio piano, Ot-Las Srl per le marcatrici di grande superfici, Lasit per le marcatrici a campo piccolo;

Cynosure e Asclepion per le apparecchiature laser medicali

Deka MELA, Deka Sarl, Deka Lms, Deka Dls, distribuiscono laser medicali

Cutlite Penta e Lasercut per la sistemistica dei sistemi di taglio piano

- Neuma Laser svolge attività commerciale e di *service* all'estero; *Neuma laser per le attività commerciali*
- Valvivre Italia sviluppa e progetta sistemi laser speciali per applicazioni industriali di taglio, marcatura e saldatura; *Valvivre per lo sviluppo di sistemi speciali per le applicazioni industriali*
- Quanta System sviluppa, produce e distribuisce sistemi laser per la medicina, l'industria e la ricerca scientifica. *Quanta System per la produzione di sistemi per la medicina*



Cynosure Inc.

La società si posiziona tra i leader mondiali nel settore della progettazione, produzione e vendita di sistemi laser per applicazioni medicali ed estetiche. La sede operativa è stata di recente trasferita a Westford, nello stato del Massachussets (USA), ed ha sedi in Europa ed in Asia, raggiungendo l'attuale dimensione grazie anche al successo dei laser a coloranti (DYE) per applicazioni vascolari e ad alessandrite per l'epilazione.

Leader mondiale nei sistemi laser per applicazioni medicali ed estetiche

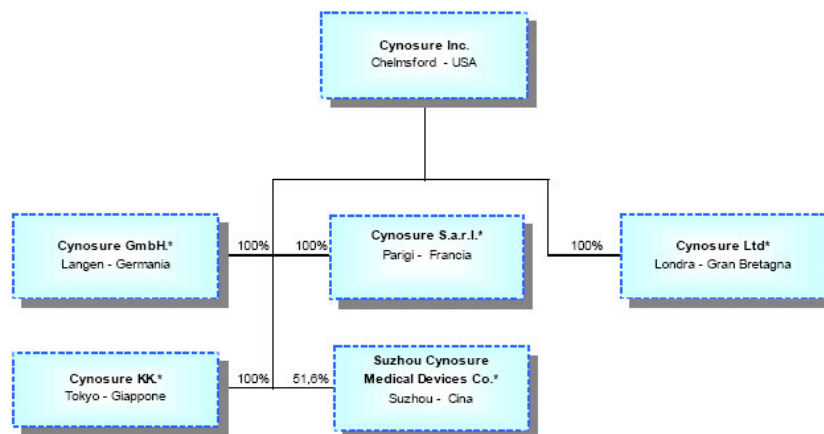
Direzione Finanza

La società cura direttamente l'attività commerciale e di marketing sul mercato USA e sui mercati internazionali avvalendosi delle proprie *subsidiaries* e di una rete di distributori (ad oggi circa 27 unità in USA). La produzione è svolta quasi totalmente a *Westford*, come pure l'attività di ricerca e sviluppo, fattore critico di successo nell'*industry*.

Cura direttamente l'attività commerciale di marketing e di R&D

Cynosure Inc. è a capo di un Gruppo di società che, operando in segmenti di business omogenei e contigui alla capogruppo, include: Cynosure Sarl in Francia, Cynosure Ltd in Gran Bretagna, Cynosure GmbH in Germania e Cynosure KK in Giappone. Tali entities sono controllate al 100% e svolgono funzione di distributori locali e di servizio tecnico post vendita. La società Suzhou Cynosure nella Repubblica Popolare Cinese (controllata al 52%) svolge principalmente attività di produzione di apparecchiature per la dermatologia.

Controlla un aggregato di società operanti in segmenti omogenei



* Consolidate integralmente

Acquisita nel 2002 in un momento di difficoltà operativa e risultati reddituali negativi, Cynosure ha affrontato un importante *turnaroud* che ha avuto avvio nel 2003, partendo dall'arricchimento della gamma, integrata con prodotti del Gruppo El.En., e continuato con la sostituzione del *top management*.

Acquisita nel 2002, Cynosure sta affrontando un importante turnaroud

I risultati di tale ristrutturazione sono stati evidenti nel corso del 2004, anno in cui la società è tornata alla redditività, e sono stati poi consolidati nell'ulteriore incremento della redditività operativa riscontrato nel corso del 2005: *top line* ad USD56.3m (+35% YoY), *operating income* a USD4.6m (USD1.2m del 2004).

Il turnaroud dà i primi risultati nel 2004 e definitivamente nel 2005

Al momento il Gruppo offre un'ampia gamma di laser e *light-based technologies* (Alexandrite, Pulse Dye, Nd:YAG, diode laser) e commercializza 14 sistemi per il trattamento estetico, tra cui i più noti: *Apologee Alite* per l'epilazione, *Cynergy System* per le lesioni vascolari, *Photosilk Plus* per il ringiovanimento della pelle, *Triactive Laser Dermology System* per il trattamento della cellulite. Vale ricordare il grande interesse per quest'ultimo segmento, che nel 2005 ha superato il valore di USD500m (fonte *Medical Insight*).

Al momento il Gruppo offre un'ampia gamma di laser e light-based technologies

Direzione Finanza

Product	Laser/Light Source	Year	Application						
			Hair Removal	Vascular Lesions	Skin Rejuv	Pigm Lesions	Cellulite	Acne	Tattoo
Main Products									
Apogee Elite	Alexandrite Nd:Yag	2004	x	x	x	x	-	-	-
Apogee 5500 NL	Alexandrite	2004	x	-	-	x	-	-	-
Acclaim 7000 NL	Nd:Yag	2004	x	x	x	x	-	-	-
Cynergy III	Pulse Dye Nd:Yag, Pulsed	2005	x	x	x	x	-	-	-
Cynergy	Pulse Dye Nd:Yag	2005	x	x	x	x	-	-	-
VStar	Pulse Dye	2000	-	x	-	-	-	x	-
Acclaim 7000 NL	Nd:Yag	2004	x	x	x	-	-	-	-
Cynergy PL(2)	Pulsed Light	2005	x	x	x	x	-	-	-
TriActive	Diode Laser	2004	-	-	-	-	x	-	-
PhotoSilk Plus(3)	Pulsed Light	2005	x	x	x	x	-	-	-
Other Products									
Affinity QS(4)	Q-Switch, 1064/532, Nd:Yag	2005	-	-	-	x	-	-	x
Apogee 9300	Alexandrite	2000	x	-	-	-	-	-	-
Acclaim 9300	Nd:Yag	2004	x	x	x	x	-	-	-
PhotoLight(3)	Pulsed Light	2003	x	x	x	x	-	-	-
PhotoGenica MiniV	Pulse Dye	2001	-	x	-	-	-	-	-

Source: Company data.

Il 9 Dicembre è stata perfezionata l'IPO di Cynosure Inc. al Nasdaq. Cynosure Inc. ha offerto al mercato 5 milioni di azioni, delle quali 4 milioni di nuova emissione (con diritto di voto limitato) ed un milione in vendita da parte del Gruppo El.En. Il range di prezzo, dopo una iniziale forchetta definita tra USD12 e USD14 per share, è stato di USD15.

Perfezionata il 9 Dicembre l'IPO al NASDAQ. Prezzo di collocamento pari a USD15 per share

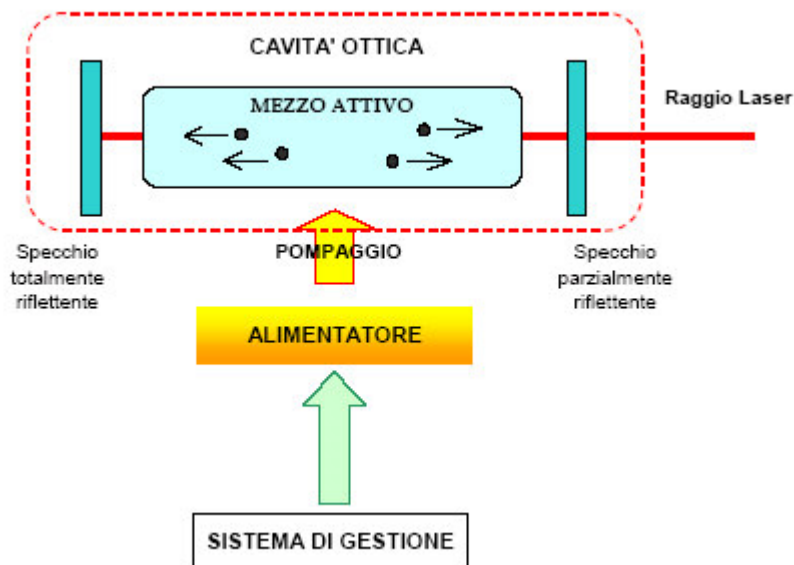
A seguito dell'emissione di ulteriori 750.000 azioni di nuova emissione per effetto dell'esercizio dell'opzione greenshoe concessa alle banche collocatrici (Citigroup, Needham, Jeffries), il cash-in totale, al netto delle commissioni e delle spese di collocamento, è stato pari a circa USD64m oltre ai USD14m in capo ad El. En.. A conclusione dell'iter di quotazione El.En. diluisce la propria partecipazione al 35.14% ma continuerà a consolidare Cynosure integralmente in virtù del mantenimento della maggioranza del capitale ordinario.

Cash-in totale pari a circa USD64m. El.En. post-IPO diluisce la propria quota al 35.14%

La tecnologia laser

Il posizionamento del Gruppo converge attorno alla tecnologia laser (*Light Amplification by Stimulated Emission of Radiation*). Il nucleo di tutte le applicazioni *laser* è la sorgente, rappresentata da un sistema ottico ed elettronico dal quale fuoriesce il fascio di onde elettromagnetiche (o fascio laser).

Il posizionamento del gruppo converge intorno alla tecnologia laser. Il nucleo di tutte le applicazioni è la sorgente



Da un punto di vista tecnico, la sorgente è costituita da tre principali elementi:

- una cavità ottica risonante che seleziona la direzione del fascio;
- un mezzo attivo in cui avviene la radiazione elettromagnetica e che determina il valore della lunghezza d'onda che può essere nella banda visibile oppure nell'infrarosso o nell'ultravioletto;
- un sistema di pompaggio di energia al mezzo attivo che costituisce la fonte primaria di alimentazione.

La sorgente si compone di tre elementi essenziali

La cavità ottica

Il mezzo attivo

Il sistema di pompaggio dell'energia

L'energia viene fornita al mezzo attivo dal sistema di alimentazione elettrico direttamente o tramite opportuni dispositivi. La sorgente viene gestita da un calcolatore dedicato e da *software* specifici che permettono all'operatore di regolarne il comportamento. Il sistema viene poi integrato in un sistema fluidodinamico che permette il condizionamento termico della cavità ottica e del mezzo attivo e ne garantisce la stabilità.

L'energia viene fornita al mezzo attivo dal sistema elettrico. La sorgente è gestita da calcolatori e software dedicati

La sorgente laser viene quindi collegata all'applicatore di energia attraverso opportuni sistemi di trasporto, quali le fibre ottiche di potenza e i bracci articolati con specchi riflettenti. Il mezzo attivo può essere gassoso, liquido, solido o a semiconduttore.

La sorgente laser è collegata all'applicatore di energia attraverso opportuni mezzi di trasporto dell'energia

Le applicazioni della tecnologia laser

Il laser identifica una tecnologia estremamente versatile ed è utilizzata in numerosissime applicazioni. Tra quelle di particolare interesse per il Gruppo, includiamo:

- le applicazioni medicali ed estetiche, nelle quali il laser interagisce in modo diverso con i tessuti biologici a seconda della lunghezza d'onda e dell'intensità della potenza che investe il tessuto. Si possono così ottenere effetti di taglio, ablazione superficiale, cauterizzazione di vasi sanguigni e di biostimolazione con enormi benefici in termini di riduzione sostanziale dell'impatto invasivo degli interventi chirurgici;
- le applicazioni industriali. L'uso della tecnologia laser presenta il vantaggio di essere fortemente focalizzata e concentrata su superfici anche molto ridotte, per tagliare o incidere con estrema precisione un'ampia gamma di materiali, quali i metalli, il legno, la plastica, il PVC ed il vetro.

Il mercato delle applicazioni laser ha avuto, a partire dall'introduzione delle prime apparecchiature nel 1960, una dinamica evolutiva caratterizzata da fasi di crescita molto sostenute.

Occorre comunque notare come le caratteristiche di versatilità e dunque le numerose applicazioni per le quali il laser trova impiego, identifichino mercati e segmenti di *industry* con caratteristiche strutturali, cicli di vita e prospettive di crescita molto differenziate.

Il laser identifica una tecnologia estremamente versatile ed utilizzata in numerose applicazioni

Applicazioni medicali ed estetiche per il taglio, ablazione superficiale, cauterizzazione e biostimolazione

Applicazioni industriali per tagliare o incidere un'ampia gamma di materiali (metalli, legno, plastica, PVC e vetro)

Il mercato delle applicazioni laser ha avuto una dinamica evolutiva caratterizzata da crescite molto sostenute

La versatilità identifica mercati e segmenti di industry con caratteristiche strutturali molto differenziate

I key driver del mercato delle applicazioni medicali ed estetiche

Tra le applicazioni laser, quelle medicali ed estetiche hanno sperimentato nel corso degli ultimi anni crescite di estremo interesse.

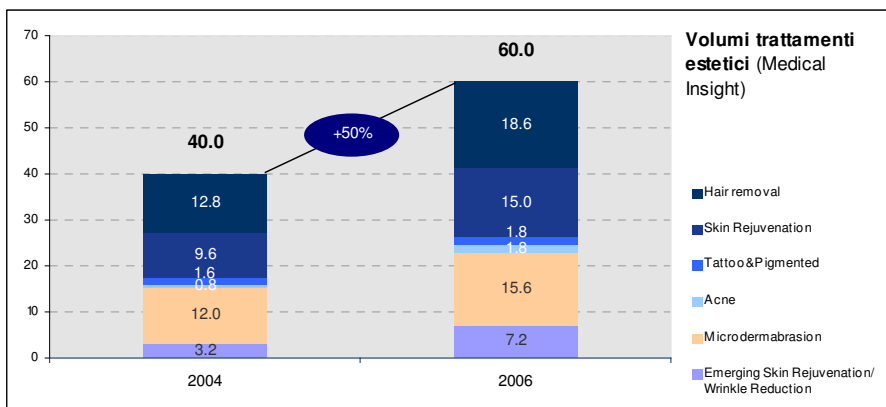
Nel segmento medicale i dispositivi laser sono da anni utilizzati negli interventi oftalmologici, principalmente per la correzione di miopia e presbiopia, ma più di recente l'uso dei laser ha trovato sempre maggior consenso tra i medici ed è oggi utilizzato in numerosi settori, dal dentale al chirurgico dal terapeutico al diagnostico.

L'estetica rappresenta di gran lunga il segmento di maggior interesse. Nel 2004 il volume totale degli interventi e dei trattamenti estetici è stato pari a circa 40 milioni con stime che riguardano circa 60 milioni al 2006 (fonte: *Medical Insight Inc.*). Il solo mercato nordamericano delle applicazioni estetiche è atteso crescere da USD350m del 2004 a circa USD760m al 2009 con CAGR del 15.2%.

Le applicazioni medicali ed estetiche hanno sperimentato crescite notevoli

Nel medicale, i laser sono utilizzati da anni in oftalmologia

L'estetica rappresenta il segmento di maggior interesse: 60 mln di interventi attesi nel 2006 (+50% verso il 2004)



Fonte: elaborazioni su dati Medical Insight

L'imitando l'analisi ai dati forniti dall'ISAPS 2004 (*International Society of Aesthetic Plastic Surgery*), che comprende solo le procedure effettuate da chirurghi plastici membri dell'associazione, emerge che:

- Gli USA si confermano, per il terzo anno consecutivo, il paese con il più alto numero di procedure estetiche effettuate;
- Il Messico per il secondo anno consecutivo si conferma il secondo paese al mondo, anche grazie all'emergente fenomeno del "turismo chirurgico" proveniente principalmente dagli USA;
- Aumenta in modo deciso il peso degli interventi effettuati sugli uomini (11.4% del totale al 2004);
- "boom of plastic surgery in adolescents": il 12% degli interventi è stato effettuato su "pazienti" di età inferiore ai 20 anni ed il 61% tra i 21 e i 50 anni;

In accordo ai dati ISAPS sul 2004 emerge quanto segue:

gli USA confermano il primato del maggior numero di trattamenti eseguiti

Il Messico è il second best grazie anche al turismo chirurgico degli USA

Aumento del numero degli interventi effettuati sugli uomini

Aumento del numero degli interventi effettuati sugli adolescenti

Direzione Finanza

- Nel 40% circa dei principali interventi estetici effettuati nel corso del 2004, il laser può rappresentare o rappresenta un'alternativa di estremo interesse.
 Il laser rappresenta un'alternativa nel 40% circa degli interventi estetici

Aesthetic Plastic Surgery Procedures								
Country	N. of Procedures		% on total		Rank		Main procedures	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2004	
USA	85.635	76.091	16.3%	13.0%	1	1	Botox Injection	13.7%
MEXICO	50.490	54.074	9.6%	9.2%	2	2	Breast Augmentation	11.0%
ARGENTINA	31.232	49.590	6.0%	8.5%	5	3	Blepharoplasty	9.7%
SPAIN	28.757	47.680	5.5%	8.1%	6	4	Lipoplasty	9.1%
FRANCE	25.265	38.070	4.8%	6.5%	7	5	Fat Injection	7.7%
GERMANY	20.114	36.607	3.8%	6.2%	8	6	Rhinoplasty	6.9%
BRAZIL	47.162	35.728	9.0%	6.1%	3	7	Breast Reduction	5.2%
SOUTH AFRICA	18.324	23.698	3.5%	4.0%	10	8	Facelift	4.7%
TURKEY	9.160	22.827	1.7%	3.9%	18	9	Restylane Injection	4.6%
JAPAN	19.837	17.227	3.8%	2.9%	9	10	Abdominoplasty	3.8%
SWITZERLAND	9.415	15.622	1.8%	2.7%	17	11	Breast Lift	3.6%
SOUTH KOREA	14.619	13.797	2.8%	2.4%	12	12	Perlane Injection	3.2%
CANADA	31.460	13.189	6.0%	2.3%	4	13	Lip Augmentation	2.6%
AUSTRALIA	10.293	13.072	2.0%	2.2%	16	14	Forehead Lift	2.1%
TAIWAN	13.160	11.018	2.5%	1.9%	13	15	Otoplasty	1.8%
LEBANON	n.d.	10.790	n.d.	1.8%	n.d.	16	Collagen Injection	1.4%
CHILE		10.430	0.0%	1.8%	n.d.	17	Chemical Peel	1.3%
GREECE	7.787	9.783	1.5%	1.7%	19	18	Laser Skin Resurfacing	1.2%
SERBIA-MONTENEGRO	n.d.	9.438	n.d.	1.6%	n.d.	19	Dermabrasion	1.1%
RUSSIA	1.830	8.754	0.3%	1.5%	n.d.	20	Chin Augmentation	1.1%
COLOMBIA	1.169	8.330	0.2%	1.4%	n.d.	21	Cheek Implants	0.8%
GREAT BRITAIN	16.473	8.114	3.1%	1.4%	11	22	PMMA Injection	0.8%
DENMARK	7.120	7.680	1.4%	1.3%	20	23	Buttocks Lift	0.6%
INDIA	1.778	6.173	0.3%	1.1%	n.d.	24	Hydrogel Injection	0.5%
ITALY	11.747	5.400	2.2%	0.9%	14	25	Upper Arm Lift	0.5%
BELGIUM	10.409	11.221	2.0%	1.9%	15	26	Lower Body Lift	0.5%
TOTAL	523.8	585.9					Thigh lift	0.3%
							Gynecomastia	0.2%
							Hair Transplantation	0.1%

Source: ISAPS

Nel corso del 2005 in particolare, il mercato delle applicazioni medicali ed estetiche non ha risentito delle sfavorevoli congiunture economiche ed in particolare del calo dei consumi che si è riscontrato in molti paesi, confermando come il prodotto si posizioni su segmenti di mercato identificati da propensioni al consumo più sensibili alla qualità ed all'innovatività dell'offerta che non alla congiuntura ed al reddito disponibile. Per questo riteniamo che la dinamica evolutiva di tale segmento sia destinata a subire una sostenuta fase di crescita.

Le applicazioni medicali non hanno risentito delle sfavorevoli congiunture economiche. Il prodotto si posiziona su segmenti più sensibili all'innovatività ed alla qualità

Più in dettaglio identifichiamo alcuni *driver* dell'*industry* che a nostro avviso sono in grado di favorire in modo decisivo lo sviluppo dimensionale del mercato:

I driver dell'industry..

- Il graduale processo d'invecchiamento della popolazione dei paesi maggiormente industrializzati combinato con l'incremento del reddito disponibile del segmento demografico dei "baby boomer";

...graduale processo di invecchiamento della popolazione

Direzione Finanza

- L'aspirazione di molti individui a migliorare il proprio aspetto estetico come conseguenza di un crescente grado di "vanità" del tessuto sociale;

...aspirazione di molti individui a migliorare il proprio aspetto estetico
- Lo sviluppo tecnologico in grado di fornire trattamenti estetici con soluzioni meno invasive e più sicure ed efficaci;

...sviluppo tecnologico consente trattamenti meno invasivi e più sicuri
- La graduale riduzione dei costi dei trattamenti estetici, e la conseguenziale più efficace penetrazione di un più ampio bacino di clienti e pazienti;

...riduzione dei costi dei trattamenti
- Rapida diffusione dei centri benessere e centri termali (Spa Center) spesso affiancati da strutture mediche che aprono i loro spazi convenzionali alla ricerca di nuove *revenue streams*. In accordo alle stime fornite dall'International Spa Association (ISPA), il numero dei centri di benessere affiancato a strutture mediche è più che raddoppiato tra il 2002 ed il 2004. Tale fenomeno assume a nostro avviso dimensioni di proporzioni molto più rilevanti se si considera che non rientrano all'interno di tale statistica i centri che, oltre ai tradizionali trattamenti cosmetici, offrono applicazioni laser e light-based tramite tecnici professionisti non di formazione medica spesso locati presso hotel e resort.

...rapida diffusione dei centri estetici affiancati a strutture mediche e non mediche

Oltre ai fattori legati ai progressi tecnologici ed alle fisiologiche evoluzioni ed aspirazioni dei consumatori, il mercato potenziale può beneficiare della tendenza da parte di una sempre più ampia categoria di medici "non tradizionali" all'impiego di terapie ed interventi di tipo non chirurgico nei quali le applicazioni *laser* trovano ampia diffusione.

Impiego della tecnologia laser da parte di una sempre più ampia categoria di medici

I trattamenti estetici basati sull'impiego dei *laser* e di altri dispositivi *light-based*, infatti, sebbene tradizionalmente e storicamente impiegati principalmente da dermatologi e chirurghi plastici, stanno occupando un ruolo cruciale nell'ambito delle pratiche e dei trattamenti di altre categorie mediche, tra cui in primo luogo oculisti, otorini, ostetrici e ginecologi: in accordo ai dati forniti da *Medical Insight*, accanto agli oltre 45 mila medici di tipo tradizionale, esiste un mercato quantificato in circa 300 mila medici non tradizionali che rappresentano dei potenziali utilizzatori della tecnologia laser.

I laser vengono utilizzati anche da medici non tradizionali: oculisti, otorini, ginecologi

Le applicazioni industriali

Il Gruppo El.En. produce sorgenti laser e apparecchiature per il taglio, per la marcatura, per la saldatura in varie soluzioni.

Il Gruppo produce sorgenti ed apparecchiature per il taglio, marcature e saldatura

I caratteri strutturali di tale segmento, nel loro complesso, sono per alcuni versi molto distanti dal segmento medicale. In particolare:

Le applicazioni industriali presentano caratteri molto diversi dal medicale:

- I prezzi mediamente più elevati dei sistemi per applicazioni industriali rendono il settore particolarmente sensibile ad incentivi fiscali. Un forte impulso alla domanda USA è derivato dal pacchetto varato dal Congresso per gli acquisti di macchinari effettuati dal maggio 2003 a dicembre 2004, che ha sostituito il piano del 2002 migliorandone sensibilmente i vantaggi;
- Maggiore dipendenza dal ciclo economico ed in particolare dall'andamento del settore manifatturiero, che rappresenta il principale target delle produzioni di laser industriali a valle della catena del valore del Gruppo El.En.;
- Cicli tecnologici e vita media dei prodotti mediamente più lunga rispetto alle applicazioni mediche caratterizzate invece da onde di innovazione più rapide. Nonostante ciò, nella lavorazione dei metalli si sta comunque assistendo all'impiego crescente di laser a fibra ottica ad alta potenza in sostituzione dei più tradizionali laser a CO₂ o stato solido (Nd:YAG) utilizzati efficacemente nel taglio, marcatura e saldatura di metalli, con costi di gestione teoricamente inferiori e maggiore velocità di lavorazione.
- Margini di contribuzione inferiori. In accordo ai dati H1'05, su un margine di contribuzione complessivo pari al 55.2%, il segmento industriale esprime una marginalità pari al 43.5% rispetto al settore medicale che si è attestato al 56.9%. I minori volumi di vendita limitano l'emergere delle economie di scala che invece sono più evidenti nel medicale.

I prezzi mediamente più elevati rendono il settore sensibile agli incentivi fiscali

Maggiore dipendenza dal ciclo economico

Cicli tecnologici e vita media dei prodotti mediamente più lunghi

Margini di contribuzione ridotti

Le principali applicazioni per il segmento industriale sono di seguito indicate.

Le applicazioni industriali

- Il Taglio. I sistemi di taglio, che determinano per altro una quota rilevante del mercato laser, identificano un segmento che si concentra principalmente sulle applicazioni che richiedono un taglio senza contatto, preciso e silenzioso. La focalizzazione del fascio può avvenire in una zona estremamente ridotta (da 0,1 a 1 mm di diametro) e le aree prossime al taglio presentano un'alterazione termica molto ridotta. A seconda della potenza impiegata il laser si presta al taglio di superfici che vanno dalla plastica, ai metalli di maggiore consistenza garantendo la realizzazione di profili complessi con raggi di curvatura molto piccoli. Il taglio laser produce spesso prodotti già finiti che non necessitano di ulteriori lavorazioni (lucidatura, sbavatura, molatura, etc.).
- La Marcatura. La marcatura laser è una lavorazione che può essere unica oppure inserirsi all'interno di processi produttivi più complessi. Nella maggior parte dei casi l'esito dell'applicazione è determinato anche dal design, dal materiale impiegato e dalle lavorazioni

Il taglio. A seconda della potenza impiegata, il laser si presta al taglio di superfici che vanno dalla plastica ai metalli di maggiore consistenza

La marcatura. Dopo una prima fase di elaborazione grafica, il file vettoriale è trasferito alla macchina

aggiuntive cui il pezzo può essere sottoposto. Il processo di marcatura prevede una prima fase di elaborazione grafica che deve essere successivamente trasferita alla macchina sotto forma di file grafico vettoriale.

- La saldatura laser. Il processo di saldatura è un processo termico, durante il quale l'energia fornita serve a portare a fusione le parti dei due componenti da unire. L'elevata potenza e la forte concentrazione di energia rendono questo processo altamente efficiente garantendo elevata precisione ed alta velocità di esecuzione. I metalli sui quali la saldatura con il laser CO₂ è efficace sono il ferro ed materiali ferrosi, gli acciai, l'alluminio ed il titanio. Gli spessori vanno da pochi decimi di millimetro fino a 6 - 8 mm.

La saldatura. Processo termico durante il quale l'energia porta a fusione le parti da unire

Lo scenario di riferimento, i *financials* 2005 e le *guidance* 2006

Lo sviluppo temporale dei ricavi evidenzia una crescente focalizzazione nel settore medicale il cui peso sulla top line consolidata passa dal 54.2% del 2001, al 71.0% nel 2005.

Un ruolo trainante ha avuto il segmento dell'estetica (dal 35.1% al 2001 al 55.8% del 2005), nel quale il Gruppo ha ampiamente beneficiato della crescente domanda delle applicazioni estetiche non invasive per le quali la tecnologia laser sta avendo un ruolo cruciale: la depilazione, il fotingiovanimento, i trattamenti vascolari ed i trattamenti contro gli inestetismi della cellulite. Particolarmente brillante è stata Cynosure, capace in particolare di approfittare della situazione del mercato statunitense, dove la domanda di trattamenti estetici continua ad essere di estremo interesse.

Lo sviluppo temporale dei ricavi mostra una focalizzazione crescente nelle applicazioni medicali

Ruolo trainante delle applicazioni estetiche grazie alla crescente domanda per trattamenti di depilazione, fotingiovanimento, trattamenti vascolari ed inestetismi della cellulite

EUR m	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Revenues	26.0	27.8	54.1	68.2	94.5	118.3
growth	8.7%	7.3%	94.4%	26.0%	38.6%	25.2%
- Sistemi industriali	8.3	10.6	17.0	15.0	16.3	19.4
growth	24.9%	27.8%	59.6%	-11.5%	8.5%	19.0%
- Taglio	5.2	6.1	7.8	5.4	7.8	9.2
- Marcatura	1.8	3.5	8.0	7.7	6.0	6.8
- Sorgenti	1.1	0.9	1.1	1.7	1.9	2.9
- Saldatura e restauro	0.2	0.2	0.2	0.3	0.6	0.4
- Laser medicali	15.6	15.1	29.6	41.6	63.1	84.0
growth	-0.1%	-3.2%	96.0%	40.6%	51.7%	33.1%
- CO2 Chirurgico	1.7	1.5	1.8	1.8	2.5	2.3
- Terapia	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	1.0
- Estetica	11.5	9.8	18.5	27.0	45.4	66.0
- Dentale	0.6	1.5	1.9	4.2	6.0	6.8
- Altri	0.6	1.1	6.2	7.7	7.8	7.2
- Accessori	0.4	0.4	0.6	0.3	0.8	0.6
- Ricerca	0.1	0.1	0.2	0.2	0.5	0.1
growth	11.2%	-36.3%	109.3%	-15.6%	252.6%	-83.8%
- Assistenza	1.9	2.0	7.4	11.4	14.5	14.8
growth	29.1%	6.4%	266.7%	54.2%	27.5%	1.9%
Revenue Analysis	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
- Sistemi industriali	32.1%	38.2%	31.4%	22.0%	17.2%	16.4%
- Taglio	20.0%	21.8%	14.3%	7.9%	8.3%	7.8%
- Marcatura	6.9%	12.4%	14.8%	11.3%	6.3%	5.8%
- Sorgenti	4.2%	3.3%	2.0%	2.4%	2.0%	2.4%
- Saldatura e restauro	1.0%	0.7%	0.3%	0.4%	0.6%	0.4%
- Laser medicali	60.1%	54.2%	54.7%	61.0%	66.8%	71.0%
- CO2 Chirurgico	6.4%	5.6%	3.4%	2.6%	2.7%	2.0%
- Terapia	3.0%	2.6%	1.1%	0.9%	0.6%	0.9%
- Estetica	44.4%	35.1%	34.1%	39.6%	48.0%	55.8%
- Dentale	2.4%	5.4%	3.5%	6.1%	6.3%	5.7%
- Altri	2.4%	4.1%	11.4%	11.4%	8.2%	6.1%
- Accessori	1.5%	1.5%	1.2%	0.5%	0.9%	0.5%
- Ricerca	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.6%	0.1%
- Assistenza	7.3%	7.2%	13.6%	16.7%	15.4%	12.5%

Direzione Finanza

Nel complesso giudichiamo molto positivamente i risultati 2005 del Gruppo El.En. E' risultata in forte progresso la top line, che, attestatasi ad EUR118m (+25.2% YoY) e ad EUR37.3m nel Q4'05 (+31.3% YoY e +27.0% verso Q3'05), ha battuto le nostre attese e le *guidance*, per altro confermate in occasione dei risultati del Q3'05, che indicavano *revenues* FY ad EUR110m.

Risultati 2005 molto positivi. Top line ad EUR118m (+25% YoY) e EUR37 nel Q4'05 al di sopra delle attese ed delle guidance del management

A trainare la forte crescita rileviamo, ancora una volta, il robusto contributo delle applicazioni laser per il settore medicale ad EUR84.0m (verso una nostra stima di EUR75m) in crescita del 33.1% YoY, ed in particolare il segmento dell'estetica ad EUR66.0m (+45.3% YoY), che si conferma il principale *growth driver* del Gruppo.

Crescita trainata dalle applicazioni medicali (+33% YoY) ed in particolare dal segmento dell'estetica (+45% YoY)

Il progresso segnato nel segmento della fisioterapia ad EUR1.0m (rispetto a EUR0.6m nel 2004) è in realtà attribuibile al consolidamento integrale dei risultati di ASA Srl, società di cui il Gruppo ha acquisito il controllo nel Q4'05: a parità di perimetro il fatturato si è mantenuto stabile.

La crescita nella fisioterapia è spiegata dall'inclusione nel perimetro di ASA, consolidata da Novembre

Crescita *double digit* anche nel segmento dentale (+13% YoY). Sottolineiamo come nel segmento "Altri", la diminuzione delle vendite sia per lo più attribuibile alla necessità di rinnovo delle apparecchiature Dye per applicazioni vascolari di Cynosure Inc, la quale ha immesso sul mercato nel corso del 2005 il nuovo prodotto Cynergy.

Crescita double digit nel dentale (+13% YoY). Nel segmento "Altri" ancora non rileva sul 2005 il turnaround di Cynosure

Sulle applicazioni industriali, sebbene avessimo ipotizzato un approccio più prudente, sulla base di quanto già emerso nel corso dei M9'05 (pressione competitiva dei paesi a basso costo di manodopera, perdita di competitività legata alla debolezza del dollaro), le *revenues* hanno comunque sperimentato una crescita rilevante: ricavi ad EUR19.3m (+19.0% YoY).

Crescita rilevante anche nelle applicazioni industriali: revenues a EUR19.3m, +19% YoY

Tra le diverse applicazioni industriali, il settore principale rimane il taglio (EUR9.2m), nel quale operano Cutlite Penta e Lasercut: nel corso dell'anno sono stati messi a punto nuovi sistemi a motori lineari per il taglio della lamiera, sui quali il *management* ripone concrete speranze di un ulteriore sviluppo.

Nelle applicazioni industriali il segmento principale rimane il taglio: revenues a EUR9.2m

La crescita nella vendita di sorgenti, è stata notevole, soprattutto per l'importanza strategica che la produzione di sorgenti ha nell'ambito del gruppo: la produzione di sorgenti laser è al servizio delle società controllate che utilizzano le tecnologie di El.En. per produrre sistemi laser per il settore manifatturiero.

Vendite delle sorgenti ad EUR2.9m (+50% YoY)

Buoni risultati anche nella marcatura sia delle grandi che delle piccole superfici.

Buone performance nella marcatura di grandi e piccole superfici

Nel settore del service post vendita, il fatturato ha segnato una crescita molto modesta nonostante l'ampliamento della base installata induceva ad ipotizzare una maggiore generazione di servizi di assistenza tecnica: ha pesato il calo del fatturato per *revenue sharing* sviluppato da Cynosure nei confronti di Sona, dopo la revisione del contratto che ha comportato la diminuzione della quota di ricavi per noleggio a favore dei ricavi per la semplice cessione dei sistemi laser.

Il servizio post vendita ha registrato crescita molto modeste rispetto alle attese

Diminuiscono le vendite nel settore residuale, in particolare come conseguenza del calo di fatturato nel settore scientifico da parte di *Quanta System*.

In calo le vendite nel settore residuale per la flessione nel settore scientifico di Quanta System

Direzione Finanza

EUR m	Actual		Actual		Δ abs	Δ %	Actual		Actual		Δ abs	Δ %
	Q4'05	Q4'04	Q4'05	Q4'04			2005	2004				
Revenues	37.3	28.4	8.9	31.3%			118.3	94.5	23.8	25.2%		
- Change in goods	1.0	-1.0	1.9	-201.5%			4.1	3.2	0.9	27.7%		
- Other income	0.7	0.8	-0.1	-16.9%			2.0	1.5	0.5	30.6%		
Value production	39.0	28.2	10.7	38.0%			124.4	99.2	25.2	25.4%		
- Purchases	-14.7	-10.0	-4.7	47.1%			-50.2	-39.4	-10.7	27.2%		
- Change in raw materials	-0.2	0.1	-0.3	-230.2%			1.7	1.3	0.3	26.7%		
- Other direct cost	-3.5	-2.9	-0.5	18.4%			-11.0	-9.0	-2.0	21.9%		
Gross Margin	20.6	15.4	5.2	33.6%			64.9	52.1	12.8	24.6%		
- Other cost and services	-6.9	-5.9	-1.0	16.9%			-23.5	-19.4	-4.1	21.0%		
Value added	13.7	9.5	4.2	43.9%			41.4	32.7	8.7	26.7%		
% on sales	36.7%	33.5%					35.0%	34.6%				
- Labour cost	-7.7	-6.7	-1.0	14.9%			-26.6	-22.6	-4.0	17.7%		
EBITDA	6.0	2.8	3.2	113.0%			14.8	10.0	4.7	47.0%		
% on sales	16.1%	9.9%					12.5%	10.6%				
- Deprec. and amortis.	-2.1	-0.7	-1.4	196.4%			-4.7	-4.2	-0.5	12.2%		
EBIT	3.9	2.1	1.8	85.6%			10.1	5.9	4.2	71.8%		
% on sales	10.5%	7.5%					8.5%	6.2%				
- Net financial charges	0.5	-0.2	0.7				0.7	0.0	0.7			
- Other	7.4	0.4	7.0	1570.9%			7.2	3.5	3.7	107.0%		
EBT	11.9	2.4	9.5				18.0	9.4	8.7	92.4%		
% on sales	31.8%	8.5%					15.2%	9.9%				
							Net Financial Position +Debt/-Cash	-73.4	8.7	-82.1		

L'EBITDA ad EUR14.8m (+47.0% YoY) è stato superiore alle attese di EUR13.1m, con margine in progresso al 12.5% (+1.9pp YoY). Dopo D&A per circa EUR4.6m, l'EBIT si attesta ad EUR10.1m, verso una guidance di EUR9.0m ed una nostra stima di EUR9.4m.

EBITDA a EUR14.8m (+47.0 YoY) è stato superiore alle attese. EBIT a EUR10.1m superiore alle guidance di EUR9.0m

Sulla bottom line contribuiscono positivamente circa EUR7.3m di plusvalenze relative alla cessione di 1,000,000 di azioni Cynosure al servizio dell'IPO, detenute in carico a USD4.6 e collocate a USD15.0.

Bottom line beneficia di EUR7.3m per plusvalenze dalla cessione delle azioni Cynosure al servizio dell'IPO

La NFP è positiva per EUR73.4m, in linea alla nostra stima di EUR75.5m e tiene conto di circa USD78m di provenienti dell'IPO al netto delle commissioni: circa USD14m in capo ad El. En. Spa e la restante quota, pari a circa EUR64m post esercizio della green shoe, in capo a Cynosure, che rimane consolidata integralmente.

NFP positiva per EUR73.4m in linea alle attese beneficiando dei proventi dell'IPO

Alla luce dei risultati 2005, il management ha anticipato alcune *guidance* sul 2006: *revenues growth* nell'intorno del +20% YoY ad EUR140m ed EBIT a EUR12m. Rileviamo tale indicazione, congiuntamente alla forte crescita della top line del Q4'05, un elemento di particolare interesse scontando una crescita delle revenues "impressive" ed al di sopra delle nostre attese.

Guidance 2006: Revenues a EUR140m (+20% YoY) ed EBIT a EUR12m

L' outlook di lungo periodo

Le evidenze emerse sul 2005 e le *guidance* 2006 sono alla base della rivisitazione del nostro *outlook* di lungo periodo.

Le evidenze 05 e le guidance 06 sono alla base del nuovo outlook

Proiettiamo *assumptions* molto differenziate per tenere in dovuta considerazione le diverse caratteristiche strutturali delle applicazioni industriali e medicali. Più in dettaglio, stimiamo *top line* consolidata ad EUR140m (+18.6% YoY) a fine 2006, in linea con le *guidance* fornite dal *management*.

Top Line consolidata 2006 ad EUR140m (+18.6% YoY) in linea con le guidance

Attendiamo un contributo robusto da Cynosure ad EUR55.4m (+26.7% YoY), che nelle applicazioni estetiche ha il proprio *core business*. Il peso di Cynosure è atteso in graduale crescita passando dall'attuale 30.8% delle *revenues* totali, al 42.8% circa al 2010.

Contributo robusto per Cynosure le cui revenues sono attese ad EUR55.4m (+26.7% YoY)

	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Consolidated Revenues	94.5	118.3	140.3	156.6	170.6	183.6	195.0
Cynosure	33.5	43.8	55.4	64.6	72.0	78.4	83.1
Other Assets	61.1	74.6	84.9	92.0	98.7	105.2	111.9
growth							
Consolidated	38.6%	25.2%	18.6%	11.6%	9.0%	7.6%	6.2%
Cynosure	39.8%	30.8%	26.7%	16.5%	11.5%	9.0%	6.0%
Other Assets	38.0%	22.1%	13.9%	8.4%	7.2%	6.6%	6.4%
wheight							
Cynosure	35.4%	37.0%	39.5%	41.2%	42.2%	42.7%	42.6%
Other Assets	64.6%	63.0%	60.5%	58.8%	57.8%	57.3%	57.4%

Riteniamo che le applicazioni medicali continuino a rappresentare il driver principale: le *revenues* 2006 del segmento sono attese ad EUR102.6m (+22.1% YoY), con trend in crescita fino a riguardare il 2010 a EUR129.4m.

Le applicazioni medicali continuano a rappresentare il driver principale. Revenues ad EUR120.6m (+22.1% YoY)

Tale evoluzione è trainata in primo luogo dalle applicazioni estetiche: crediamo, infatti, che il Gruppo possa ampiamente beneficiare della forte dinamica evolutiva del segmento, spinta dai fenomeni demografici e tecnologici in precedenza decritti.

Evoluzione trainata dalle applicazioni estetiche

Il settore medicale dunque è atteso raggiungere un peso crescente nel portafoglio delle attività del Gruppo: rappresenta circa il 73.1% della *top line* consolidata al '06, evolvendo fino al 77.5% circa al 2010.

Le applicazioni estetiche hanno un peso crescente dal 73.1% della top line 2005 al 77.5% nel 2010

Direzione Finanza

EUR m	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Revenues	94.5	118.3	140.3	156.6	170.6	183.6	195.0
growth	38.6%	25.2%	18.6%	11.6%	9.0%	7.6%	6.2%
- Sistemi industriali	16.3	19.4	21.8	23.2	24.5	25.5	26.3
- Taglio	7.8	9.2	10.2	10.8	11.4	11.8	12.2
- Marcatura	6.0	6.8	7.5	7.9	8.3	8.6	8.9
- Sorgenti	1.9	2.9	3.6	4.1	4.3	4.5	4.6
- Saldatura e restauro	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
growth							
- Sistemi industriali	8.5%	19.0%	12.2%	6.8%	5.3%	4.1%	3.1%
- Taglio	45.3%	18.3%	10.0%	6.0%	5.5%	4.2%	3.0%
- Marcatura	-22.2%	14.4%	10.0%	5.0%	4.6%	3.9%	3.2%
- Sorgenti	14.0%	50.8%	25.0%	13.0%	6.0%	4.0%	3.2%
- Saldatura e restauro	106.8%	-27.2%	10.0%	5.0%	5.0%	4.0%	3.2%
- Laser medicali	63.1	84.0	102.6	116.7	129.1	140.6	150.6
- CO2 Chirurgico	2.5	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.7
- Terapia	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
- Estetica	45.4	66.0	83.8	97.2	108.9	119.8	129.4
- Dentale	6.0	6.8	7.5	8.1	8.6	9.2	9.6
- Altri	7.8	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
- Accessori	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
growth							
- Laser medicali	51.7%	33.1%	22.1%	13.8%	10.6%	8.9%	7.2%
- CO2 Chirurgico	44.2%	-7.6%	4.0%	3.5%	3.5%	2.5%	1.0%
- Terapia	3.0%	72.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
- Estetica	68.2%	45.3%	27.0%	16.0%	12.0%	10.0%	8.0%
- Dentale	43.5%	13.7%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%
- Altri	0.5%	-7.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
- Accessori	140.5%	-27.0%	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
- Ricerca	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
growth	252.6%	-83.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
- Assistenza	14.5	14.8	15.9	16.5	17.0	17.5	18.0
growth	27.5%	1.9%	7%	4%	3%	3%	3%

EUR m	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Revenues	94.5	118.3	140.3	156.6	170.6	183.6	195.0
Revenue Analysis	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
- Sistemi industriali	17.2%	16.4%	15.5%	14.8%	14.3%	13.9%	13.5%
- Taglio	8.3%	7.8%	7.2%	6.9%	6.7%	6.5%	6.3%
- Marcatura	6.3%	5.8%	5.4%	5.0%	4.8%	4.7%	4.5%
- Sorgenti	2.0%	2.4%	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%
- Saldatura e restauro	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
- Laser medicali	66.8%	71.0%	73.1%	74.6%	75.6%	76.5%	77.2%
- CO2 Chirurgico	2.7%	2.0%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%
- Terapia	0.6%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
- Estetica	48.0%	55.8%	59.7%	62.1%	63.8%	65.2%	66.3%
- Dentale	6.3%	5.7%	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%	4.9%
- Altri	8.2%	6.1%	5.2%	4.6%	4.2%	3.9%	3.7%
- Accessori	0.9%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
- Ricerca	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
- Assistenza	15.4%	12.5%	11.3%	10.5%	10.0%	9.5%	9.2%

Sui margini abbiamo proiettato *assumptions* più sfidanti. Includiamo in particolare:

- il contributo di *Cynosure*. Da un EBITDA margin che al 2005 si è attestato al 10.9%, ipotizziamo un graduale recupero di marginalità fino a raggiungere il 13.0% al 2010.
- la progressiva maggiore incidenza del business medicale caratterizzata da una maggiore redditività.

Sui margini proiettiamo assumptions più sfidanti

...per il turnaround di Cynosure

...per il peso crescente del medicale

Direzione Finanza

EURm	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Consolidated EBITDA	10.0	14.8	17.6	21.6	25.0	28.4	31.0
Cynosure	2.0	4.8	6.0	7.4	8.8	10.0	10.8
Other Assets	8.0	10.0	11.5	14.2	16.2	18.4	20.2
growth							
Consolidated	81.8%	47.0%	18.9%	22.8%	15.7%	13.7%	9.4%
Cynosure	-381.7%	133.2%	27.2%	21.9%	19.0%	13.5%	8.5%
Other Assets	28.2%	25.1%	15.0%	23.3%	14.0%	13.9%	9.9%
wheight							
Consolidated	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Cynosure	20.3%	32.2%	34.4%	34.2%	35.1%	35.1%	34.8%
Other Assets	79.7%	67.8%	65.6%	65.8%	64.9%	64.9%	65.2%
EBITDA Margin							
Consolidated	10.6%	12.5%	12.5%	13.8%	14.6%	15.5%	15.9%
Cynosure	6.1%	10.9%	10.9%	11.4%	12.2%	12.7%	13.0%
Other Assets	13.1%	13.4%	13.6%	15.4%	16.4%	17.5%	18.1%

Direzione Finanza

FINANCIALS

Balance sheet

EURm	2004	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
- Intangible asset	11.1	10.1	9.8	9.5	9.1	8.7	8.2
- Tangible asset	10.1	11.0	11.4	11.5	11.5	11.3	10.8
- Financial asset	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Net Fixed Asset	24.2	24.1	24.1	23.9	23.6	22.9	21.9
Current Asset	52.2	67.9	74.6	80.1	85.7	90.5	94.5
Current Liabilities	-29.5	-34.9	-43.8	-51.1	-57.1	-62.7	-67.4
Net Working Capital	21.0	30.9	28.6	26.7	26.1	25.2	24.4
Net Invested Capital	45.2	55.1	52.7	50.6	49.7	48.1	46.3
- Short Term Financial Debt	4.0	1.5	2	2	2	2	2
- M/LT Financial Debt	2.6	2.6	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
- Cash and Deposit	-15.1	-77.1	-85.1	-96.5	-107.8	-121.2	-136.1
- Treasury Stock	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
Net Financial Debt	-8.7	-73.4	-81.6	-93.0	-104.3	-117.7	-132.6
- Paid in Capital	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
- Reserves	45.9	83.3	86.1	91.6	97.5	104.3	111.9
Group Shareholder Equity	48.3	85.8	88.5	94.0	99.9	106.7	114.3
- Minorities Shareholder Equity	5.6	42.7	45.8	49.6	54.1	59.1	64.6
Total Shareholder Equity	53.9	128.5	134.4	143.6	154.0	165.9	178.9
Net Invested Capital	45.2	55.1	52.7	50.6	49.7	48.1	46.3

Profit & loss account

EUR m	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Revenues	94.5	118.3	140.3	156.6	170.6	183.6	195.0
Change in finished goods	3.2	4.1	4.3	4.8	5.3	5.7	6.0
Other income	1.5	2.0	2.2	2.5	2.7	2.9	3.1
Value of production	99.2	124.4	146.9	163.9	178.6	192.2	204.2
Purchases	-39.4	-50.2	-59.5	-66.2	-72.0	-77.1	-81.9
Change in raw materials	1.3	1.7	2.0	2.2	2.4	2.6	2.7
Other direct cost	-9.0	-11.0	-13.0	-14.5	-15.8	-17.0	-18.1
Gross Margin	52.1	64.9	76.4	85.3	93.2	100.6	106.9
Other cost and services	-19.4	-23.5	-28.8	-31.9	-34.5	-36.8	-38.8
Value added	32.7	41.4	47.6	53.5	58.7	63.8	68.1
Labour cost	-22.6	-26.6	-30.0	-31.9	-33.8	-35.4	-37.0
EBITDA	10.0	14.8	17.6	21.6	25.0	28.4	31.0
Deprec./amortis./provision	-4.2	-4.7	-5.0	-5.1	-5.2	-5.4	-5.5
EBIT	5.9	10.1	12.5	16.4	19.8	23.0	25.6
Net financial charges	0.0	0.7	1.3	1.5	1.7	1.9	2.1
Adjustment	0.2	0.0	0	0	0	0	0
Extraordinary items	3.3	7.3	0	0	0	0	0
EBT	9.4	18.0	13.8	17.9	21.5	24.9	27.7
Taxes	-3.0	-6.8	-5.3	-6.8	-8.2	-9.5	-10.5
Group Net profit	6.4	11.2	8.6	11.1	13.3	15.5	17.2
Minorities	-1.8	-2.3	-3.1	-3.8	-4.5	-5.1	-5.5
Net profit	4.6	8.9	5.4	7.4	8.8	10.4	11.7
growth	716.9%	95.8%	-38.8%	34.9%	20.2%	17.8%	12.6%

Cash flow

EUR m	2004	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Beginning NFP	13.3	8.7	73.4	81.6	93.0	104.3	117.7
Net income/loss	6.4	11.2	8.6	11.1	13.3	15.5	17.2
Depreciation & Amortization	3.0	3.5	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9
Change in working capital	-2.1	-10.3	2.1	1.8	0.4	0.7	0.8
Net change in reserve for empl.term.indemn	0.6	0.3	0.2	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	4.7	14.4	16.7	17.5	20.1	22.0
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	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other change	-5.6	0.8	1.8	2.3	2.5	2.7	2.9
Cash flows from investing activities	-11.3	-3.4	-3.5	-3.4	-3.3	-3.2	-2.9
FREE CASH FLOW	-3.4	1.3	10.9	13.3	14.2	17.0	19.1
Capital increases	-0.1	65.0	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	65.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividends	-1.1	-1.6	-2.7	-1.9	-2.9	-3.5	-4.2
Other change	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Net Financial Position	-4.6	64.7	8.2	11.4	11.3	13.4	14.9
Final NFP	8.7	73.4	81.6	93.0	104.3	117.7	132.6

Ratios

	2004	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
EBITDA margin	10.6%	12.5%	12.5%	13.8%	14.6%	15.5%	15.9%
ROS adj	6.2%	8.5%	8.9%	10.5%	11.6%	12.5%	13.1%
ROS	6.2%	8.5%	8.9%	10.5%	11.6%	12.5%	13.1%
ROE	10.7%	18.8%	6.5%	8.4%	9.6%	10.6%	11.2%
ROI	17.1%	21.4%	24.6%	33.7%	42.0%	50.1%	57.8%
ROCE	7.8%	10.9%	12.8%	18.3%	23.1%	28.0%	32.6%

Valuation

	2004	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
EV	70.0	154.8	149.7	139.8	130.7	119.2	106.0
EV/sales	0.7x	1.3x	1.1x	0.9x	0.8x	0.6x	0.5x
EV/EBITDA	7.0x	10.5x	8.5x	6.5x	5.2x	4.2x	3.4x
EV/EBIT	11.9x	15.3x	12.0x	8.5x	6.6x	5.2x	4.1x
P/E	16.1x	17.3x	28.3x	21.0x	17.5x	14.8x	13.2x
P/E adj	35.2x	46.8x	28.3x	21.0x	17.5x	14.8x	13.2x
P/CF	8.4x	11.4x	14.7x	12.4x	11.0x	9.8x	9.0x
P/CF adj	17.0x	43.2x	14.7x	12.4x	11.0x	9.8x	9.0x
P/Book	1.5x	1.8x	1.7x	1.6x	1.5x	1.4x	1.4x



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 / Ind. / Fin.</i>	+39 02 7216 5730
Gabriele Gambarova	<i>Auto / Ind. / Tec. / Cons. / O&G. / HC</i>	+39 02 7216 2102
Luigi Monica	<i>P&H Goods / Industrial / Retail</i>	+39 02 7216 5832
Carmelo Pappalardo	<i>Cons. / Consumer / Ind. / Telecoms</i>	+39 02 7216 3990
Elena Perini	<i>Banks</i>	+39 02 7216 4080

Corporate Bond Analyst

Enrico Esposti +39 02 7216 4044

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 *Editing* +39 02 7216 5732
Carla Castellani *Translations* +39 02 7216 4146
Stefania Pasinetti *Secretary* +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 dovuto:

- al fatto che RASBANK è controllata al 100% da RAS Riunione Adriatica di Sicurtà S.p.A., la quale è parte del Gruppo Allianz AG;
- al ruolo di specialista svolto da RASBANK per la Società 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 negli Studi. 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.

