

**EI.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%	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
2004	94.6	10.6	6.8	7.2%	22.5%	3.6	2.5	8.3%	-0.12	0.53	0.35	6.7	10.5	29.7	2.2%	15.8
2005E	110.2	13.8	10.2	9.3%	30.4%	4.6	5.4	10.1%	-0.08	1.18	0.50	11.6	15.7	28.3	1.5%	33.4
2006E	123.9	18.0	14.4	11.6%	39.5%	6.8	7.5	14.0%	-0.10	1.62	0.80	8.8	11.1	20.6	2.4%	33.4
2007E	135.2	21.3	17.5	12.9%	44.4%	8.4	9.1	16.1%	-0.13	1.96	1.18	7.4	9.0	17.0	3.5%	33.4

**Sono stati comunicati alla fine della scorsa settimana i risultati di H1'05 di EI.En. in base ai nuovi principi IFRS: ancora in crescita fatturato e margini, anche se a tassi più contenuti di Q1'05**

Sono stati complessivamente in crescita i risultati del primo semestre di EI.En., la cui riclassifica in base ai nuovi principi contabili IFRS non rende confrontabile il secondo trimestre di quest'anno con quello del passato esercizio. Complessivamente il semestre è proseguito in crescita (+15.1%), anche se a tassi più ridotti rispetto a Q1'05 (+32%), che beneficiava però del confronto con un Q1'04 particolarmente debole.

EUR m	H1'05	H1'04	Q1'05	Q1'04
<b>Sales</b>	<b>51.8</b>	<b>45.0</b>	<b>25.0</b>	<b>18.9</b>
growth	15.1%		32.0%	
Change in finished goods	2.5	2.1	0.6	1.3
Other income	0.7	0.7	0.3	0.3
<b>Value production</b>	<b>54.9</b>	<b>47.8</b>	<b>25.9</b>	<b>20.6</b>
Purchases	-23.0	-19.1	-10.6	-8.3
Change in row materials	1.5	0.1	0.7	0.3
Other direct cost	-4.9	-4.2	-2.2	-1.9
<b>Gross Margin</b>	<b>28.6</b>	<b>24.5</b>	<b>13.7</b>	<b>10.7</b>
Other cost and services	-11.2	-8.8	-5.2	-4.3
<b>Value added</b>	<b>17.4</b>	<b>15.7</b>	<b>8.5</b>	<b>6.4</b>
growth	11.4%		33.3%	
% on sales	33.7%	34.8%	34.1%	33.7%
Labour cost	-12.5	-10.7	-6.0	-5.0
<b>EBITDA</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>	<b>2.5</b>	<b>1.4</b>
growth	-0.4%		88.1%	
% on sales	9.5%	11.0%	10.2%	7.1%
Deprec. and amortis.	-1.7	-2.6	-1.2	-1.2
<b>EBIT</b>	<b>3.2</b>	<b>2.3</b>	<b>1.4</b>	<b>0.2</b>
growth	39.1%		767.9%	
% on sales	6.3%	5.2%	5.5%	0.8%
Net financial charges	0.2	0.1	0.4	0.3
Other	-0.2	3.0	0.0	0.1
Extraordinary items	0.0	0.0	0.0	0.7
<b>EBT</b>	<b>3.3</b>	<b>5.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.2</b>
growth	-40.3%		46.4%	
% on sales	6.4%	12.2%	7.1%	6.4%
<b>NFP</b>	<b>-7</b>		<b>-8.9</b>	<b>-8.8</b>

A livello di margini, l'EBITDA risulta sostanzialmente in linea con quello dei primi sei mesi '04: il margine, in assenza di riclassifiche legate ai nuovi principi contabili, con particolare riferimento alle poste straordinarie e alle

Price on September 30, 2005

**32.6**

52-week range

**EUR15.8-34.0**

MIBTEL index

**26.846**

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

**21,24,125%**

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

**5,5,62%**

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

**4,2,78%**

Share capital (total)

**EUR2.6m**

Shares outstanding (total)

**4.62m**

Market capitalisation (total)

**73.2**

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 10.5%**
**Mr. G.Clementi 10.5%**
**Mr. F.Muzzi 10.5%**
**Mr. A.Pecci 7.6%**
**RESEARCH DEPARTMENT**
*Andrea Balloni*

+39 02 7216 3991

**UPDATE**

Direzione Finanza

stock options, si sarebbe incrementato dell'11.5%. In crescita l'EBIT (+39%), che beneficia del venire meno degli accantonamenti presenti nel corso di H1'04.

L'EBT del semestre si attesta ad EUR3.3m, in flessione rispetto ai primi sei mesi '04 per via principalmente delle voci di carattere straordinario.

La PFN di fine semestre si è attestata positiva per EUR7m, rispetto agli EUR8.4m di fine '04.

**Commento** – Confermiamo il rating **NEUTRAL**, mettendo in revisione il nostro target di EUR28 per il titolo EL.EN.. *Update in uscita.*

# FINANCIALS

## Balance sheet

EURm	2000	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E
Intangible asset	1.5	1.7	8.2	7.9	10.7	9.5	8.5
Technical asset	3.7	3.7	6.2	7.3	8.6	9.4	10.4
Financial asset	1.1	0.8	1.0	1.8	1.7	2.0	2.0
<b>Net fixed capital</b>	<b>6.3</b>	<b>6.2</b>	<b>15.4</b>	<b>17.1</b>	<b>20.9</b>	<b>20.9</b>	<b>20.8</b>
Inventories	6.7	9.1	14.8	20.0	25.3	27.8	30.5
receivable	7.2	8.4	15.8	16.0	22.0	25.3	28.5
Other receivable	1.9	3.5	3.2	4.8	6.1	7.1	8.0
Trade payables	-6.1	-6.2	-11.9	-11.7	-15.9	-18.5	-20.8
Other non-financial liabilities	-1.6	-2.0	-6.8	-5.8	-10.2	-11.9	-13.3
Provisions	-1.3	-1.4	-2.6	-2.7	-3.3	-4.4	-4.9
<b>Working capital</b>	<b>6.9</b>	<b>11.4</b>	<b>12.6</b>	<b>20.6</b>	<b>23.9</b>	<b>25.5</b>	<b>27.9</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>22.2</b>	<b>23.7</b>	<b>26.0</b>
<b>NIC</b>	<b>12.6</b>	<b>16.9</b>	<b>27.0</b>	<b>36.6</b>	<b>43.2</b>	<b>44.5</b>	<b>46.9</b>
ST financial debt	0.4	0.4	0.9	2.1	4.0	2	2
M/LT financial debt	3.0	2.2	1.9	1.8	2.6	1.9	1.9
Cash and deposit	-35.9	-32.5	-27.1	-16.8	-15.3	-15.1	-18.6
Treasury stock	0.0	0.0	-0.4	-0.5	-0.3	-0.4	-0.4
<b>NFP</b>	<b>-32.4</b>	<b>-29.9</b>	<b>-24.7</b>	<b>-13.3</b>	<b>-9.1</b>	<b>-11.6</b>	<b>-15.1</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	44.1	47.1	51.6
<b>Group equity</b>	<b>43.7</b>	<b>45.0</b>	<b>45.6</b>	<b>44.2</b>	<b>46.7</b>	<b>49.7</b>	<b>54.2</b>
Minorities	1.3	1.7	6.2	5.7	5.5	6.4	7.8
<b>Net Equity</b>	<b>45.0</b>	<b>46.8</b>	<b>51.8</b>	<b>49.9</b>	<b>52.3</b>	<b>56.2</b>	<b>61.9</b>
<b>Total capital</b>	<b>12.6</b>	<b>16.9</b>	<b>27.0</b>	<b>36.6</b>	<b>43.2</b>	<b>44.5</b>	<b>46.9</b>

## Profit & loss account

EUR m	2000	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E
<b>Sales</b>	<b>26.0</b>	<b>27.8</b>	<b>54.1</b>	<b>68.2</b>	<b>94.6</b>	<b>110.2</b>	<b>123.9</b>
growth	8.7%	7.3%	94.4%	26.0%	38.7%	16.5%	12.5%
Change in finished goods	1.4	1.5	0.4	3.7	2.9	3.4	3.8
Other income	0.1	0.2	0.5	1.1	1.5	1.8	2.0
<b>Value of production</b>	<b>27.5</b>	<b>29.5</b>	<b>55.0</b>	<b>72.9</b>	<b>99.0</b>	<b>115.3</b>	<b>129.7</b>
Purchases	-11.2	-14.0	-22.8	-30.7	-39.4	-45.7	-51.4
Change in row materials	1.2	1.1	1.1	2.3	1.8	2.1	2.4
Other direct cost	-3.2	-3.1	-5.8	-6.9	-8.9	-10.4	-11.6
<b>Gross Margin</b>	<b>14.3</b>	<b>13.5</b>	<b>27.4</b>	<b>37.7</b>	<b>52.5</b>	<b>61.4</b>	<b>69.0</b>
Other cost and services	-3.4	-5.3	-9.4	-14.2	-19.7	-22.9	-25.5
<b>Value added</b>	<b>10.9</b>	<b>8.2</b>	<b>18.1</b>	<b>23.5</b>	<b>32.8</b>	<b>38.5</b>	<b>43.5</b>
growth	4.5%	-24.6%	119.1%	30.1%	39.7%	17.2%	13.1%
% on sales	42.1%	29.6%	33.4%	34.4%	34.7%	34.9%	35.1%
Labour cost	-3.3	-4.3	-11.0	-18.0	-22.2	-24.6	-25.5
growth	6.9%	31.7%	153.3%	63.1%	23.6%	10.9%	3.6%
% on sales	-12.7%	-15.6%	-20.3%	-26.3%	-23.5%	-22.3%	-20.6%
<b>EBITDA</b>	<b>7.6</b>	<b>3.9</b>	<b>7.0</b>	<b>5.5</b>	<b>10.6</b>	<b>13.8</b>	<b>18.0</b>
growth	3.4%	-48.9%	80.9%	-21.6%	92.3%	30.3%	30.1%
% on sales	29.4%	14.0%	13.0%	8.1%	11.2%	12.6%	14.5%
Deprec./amortis./provision	-1.4	-1.2	-2.5	-3.2	-3.8	-3.6	-3.7
% on sales	-5.3%	-4.3%	-4.6%	-4.7%	-4.1%	-3.3%	-2.9%
<b>EBIT adj</b>	<b>6.3</b>	<b>2.7</b>	<b>4.5</b>	<b>2.3</b>	<b>6.8</b>	<b>10.2</b>	<b>14.4</b>
growth	-8.6%	-56.8%	68.0%	-48.7%	191.9%	50.5%	40.4%
% on sales	24.1%	9.7%	8.4%	3.4%	7.2%	9.3%	11.6%
Goodwill	0.0	-0.1	-0.6	-0.9	-1.7	-1.1	-0.9
<b>EBIT</b>	<b>6.3</b>	<b>2.6</b>	<b>4.0</b>	<b>1.4</b>	<b>5.1</b>	<b>9.2</b>	<b>13.4</b>
growth	-8.6%	-58.5%	53.1%	-64.7%	260.9%	81.4%	46.3%
% on sales	24.1%	9.3%	7.3%	2.1%	5.3%	8.3%	10.8%
Net financial charges	0.2	1.2	1.0	0.2	0.0	0.0	0.0
Adjustment	0.1	0.0	0.2	0.5	0.1	0	0
Extraordinary items	0.0	0.0	0.4	0.1	3.3	0	0
<b>EBT</b>	<b>6.5</b>	<b>3.8</b>	<b>5.5</b>	<b>2.2</b>	<b>8.5</b>	<b>9.2</b>	<b>13.5</b>
Taxes	-2.9	-1.2	-2.7	-1.6	-3.0	-3.7	-5.4
<b>Gros Net profit</b>	<b>3.5</b>	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>	<b>0.6</b>	<b>5.5</b>	<b>5.5</b>	<b>8.1</b>
Minorities	-0.5	-0.4	-0.7	0.0	-1.8	-0.9	-1.3
<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>4.6</b>	<b>6.8</b>

## Cash flow

EUR m	2000	2001	2002	2003	2004	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>9.1</b>	<b>11.7</b>
<b>Change in scope of consolidation</b>							
Net income/loss	3.5	2.6	2.9	0.6	5.5	5.5	8.1
Depreciation & Amortization	0.9	1.1	2.7	3.4	4.8	4.0	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	-3.3	-1.6	-2.4
Net change in reserve for empl.term.indemn.	0.1	0.1	0.3	0.2	0.6	0.2	0.1
Transation adjustments and other changes	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.1	0.3	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>7.6</b>	<b>8.4</b>	<b>9.6</b>
Long-term investments:							
intangible assets	-1.9	-0.7	-7.7	-1.2	-5.5	-0.6	-0.6
goodwill	0.0	-0.5	-6.9	-1.1	-3.7	0.0	0.0
other investments	-1.9	-0.1	-0.8	-0.1	-1.8	-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	0.2	-0.3	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>-8.7</b>	<b>-4.2</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>-1.0</b>	<b>4.2</b>	<b>5.7</b>
Capital increases	34.5	0.0	3.1	-1.3	-2.0	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>-2.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
Dividends	-0.7	-0.9	-0.9	-1.1	-1.1	-1.6	-2.3
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	-4.2	2.6	3.4
<b>Final NFP</b>	<b>32.4</b>	<b>29.9</b>	<b>24.7</b>	<b>13.3</b>	<b>9.1</b>	<b>11.7</b>	<b>15.1</b>

## Ratios

	2000	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E
EBITDA margin	29.4%	14.0%	13.0%	8.1%	11.2%	12.6%	14.5%
ROS adj	24.1%	9.7%	8.4%	3.4%	7.2%	9.3%	11.6%
ROS	24.1%	9.3%	7.3%	2.1%	5.3%	8.3%	10.8%
ROE	48.6%	5.3%	4.8%	1.2%	8.3%	10.1%	14.0%
ROI	73.3%	19.9%	26.0%	9.9%	22.5%	30.4%	39.5%
ROCE	41.2%	10.3%	12.7%	2.7%	10.8%	15.9%	21.7%
D/E	-0.72	-0.64	-0.48	-0.27	-0.17	-0.21	-0.24
D/MKT cap	-0.32	-0.39	-0.46	-0.19	-0.12	-0.08	-0.10

## Valuation

	2000	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E
<b>EV</b>	<b>70.9</b>	<b>49.8</b>	<b>35.7</b>	<b>64.0</b>	<b>71.1</b>	<b>156.6</b>	<b>155.2</b>
EV/sales	2.73	1.79	0.66	0.94	0.75	1.42	1.25
EV/EBITDA	9.3	12.8	5.1	11.6	6.7	11.3	8.6
EV/EBITadj	11.3	18.4	7.9	27.5	10.5	15.3	10.8
EV/EBIT	11.3	19.2	9.0	45.7	14.1	17.1	11.6
P/E	33.7	34.1	25.4	125.9	20.1	32.6	22.3
P/E adj	33.9	33.2	23.7	51.9	29.7	27.7	20.1
P/CF	23.1	21.7	10.4	15.0	7.6	16.2	13.3
P/CF adj	23.3	22.8	14.3	24.2	25.5	19.3	15.0
P/Book	2.32	1.72	1.19	1.58	1.57	3.03	2.78



## 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
Andrea Balloni	<i>Consumer / Industrial / Media</i>	+39 02 7216 3991
Oriana Cardani	<i>Tlc / Fin. Serv. / Industr. / Media</i>	+39 02 7216 5730
Elena Perini	<i>Banks</i>	+39 02 7216 4080
Gabriele Gambarova	<i>Auto / Industrial / Tech. / Constr.</i>	+39 02 7216 2102
Luigi Monica	<i>P&amp;H Goods / Industrial / Retail</i>	+39 02 7216 5832

##### 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.

