

EL.EN.
BUY (UNCHANGED)

Year to DEC.	Sales EUR m	EBITDA EUR m	Adj.EBIT EUR m	ROS %	ROI %	Net profit € m	Adj.Net Profit EUR m	ROE %	D/E at Mkt x	Adj. EPS €	DPS €	EV/EBITDA x	EV/EBIT x	P/E x	Yield %	Price EUR
2001	27.8	3.9	2.7	9.7%	19.9%	2.3	2.3	5.3%	-0.39	0.51	0.20	12.8	18.4	33.2	1.2%	16.9
2002	54.1	7.0	4.5	8.4%	26.0%	2.1	2.3	4.8%	-0.46	0.50	0.25	5.1	7.9	23.7	2.1%	11.7
2003	68.2	5.5	2.3	3.4%	9.9%	0.6	1.3	1.2%	-0.19	0.29	0.25	11.6	27.5	51.9	1.6%	15.2
2004E	92.3	10.0	5.9	6.4%	19.6%	3.6	2.4	8.3%	-0.18	0.51	0.42	7.4	12.5	32.7	2.5%	16.7
2005E	105.3	13.0	9.2	8.8%	27.3%	4.0	4.7	8.6%	-0.19	1.02	0.46	5.7	8.1	16.3	2.8%	16.7
2006E	116.1	16.7	12.9	11.1%	35.2%	5.8	6.4	12.1%	-0.23	1.39	0.67	4.3	5.6	12.0	4.0%	16.7

E' atteso in crescita anche il terzo trimestre dell'esercizio, i cui risultati verranno comunicati il 12/11 – A fronte di un incremento del fatturato del 17.5%, ci attendiamo un EBITDA in crescita del 13% e un EBIT in leggera flessione per via dei maggiori ammortamenti

E' attesa per il 12/11 la comunicazione dei risultati del terzo trimestre del Gruppo El.En., il cui fatturato, in base alle nostre stime, dovrebbe evidenziare una crescita del 17.5%, trainato principalmente dal buon andamento atteso per la divisione medica e, in modo particolare, dal mercato americano.

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

Dal punto di vista dei margini, ci attendiamo un incremento del 12.9% a livello di EBITDA, con un EBITDA margin al 10.8%, mentre l'EBIT dovrebbe flettere ad EUR1.0m (vs EUR1.2m) per via dei maggiori ammortamenti.

Commento – Manteniamo invariata la nostra raccomandazione BUY sul titolo, con target confermato ad EUR19.7.

Price on November 09, 2004

EUR16.65

52-week range

EUR13.75 - 16.9

MIBTEL index

22,215

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

4,6,6%

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

+1,(5),(6)%

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

+5,(5),(4)

Share capital (total)

EUR2.4m

Shares outstanding (total)

4.65m

Market capitalisation (total)

77.0

Free float

22.9%

Avg. daily traded volume

3,011

Reuters code

ELN.MI

Bloomberg code

ELN IM

Major shareholders

Mr. A.Cangioli 13.5%
Mrs. B.Bazzocchi 10.5%
Mr. G.Clementi 10.5%
Mr. F.Muzzi 10.5%
MPS 10.0%
RESEARCH DEPARTMENT

Andrea Balloni

+39 02 7216 3991

UPDATE

FINANCIALS

Balance sheet

EURm	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
Intangible asset	1.5	1.7	8.2	7.9	8.4	7.1	6.1
Technical asset	3.7	3.7	6.2	7.3	8.6	9.4	10.3
Financial asset	1.1	0.8	1.0	1.8	1.9	1.9	1.9
Net fixed capital	6.3	6.2	15.4	17.1	18.8	18.4	18.3
Inventories	6.7	9.1	14.8	20.0	25.0	28.0	30.1
receivable	7.2	8.4	15.8	16.0	21.7	24.8	27.3
Other receivable	1.9	3.5	3.2	4.8	5.2	5.9	6.5
Trade payables	-6.1	-6.2	-11.9	-11.7	-16.0	-18.3	-20.2
Other non-financial liabilities	-1.6	-2.0	-6.8	-5.8	-8.4	-9.6	-10.6
Provisions	-1.3	-1.4	-2.6	-2.7	-3.6	-4.2	-4.6
Working capital	6.9	11.4	12.6	20.6	23.8	26.6	28.6
Pension provision	-0.6	-0.7	-0.9	-1.1	-1.7	-1.9	-1.9
Net Working capital	6.3	10.7	11.6	19.5	22.1	24.8	26.7
NIC	12.6	16.9	27.0	36.6	41.0	43.1	45.0
ST financial debt	0.4	0.4	0.9	2.1	2	2	2
M/LT financial debt	3.0	2.2	1.9	1.8	1.9	1.9	1.9
Cash and deposit	-35.9	-32.5	-27.1	-16.8	-17.1	-18.1	-21.5
Treasury stock	0.0	0.0	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4
NFP	-32.4	-29.9	-24.7	-13.3	-13.6	-14.6	-18.0
Shareholders' equity	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.6	2.6
Reserves	41.3	42.7	43.2	41.8	44.3	46.3	50.0
Group equity	43.7	45.0	45.6	44.2	46.9	48.9	52.6
Minorities	1.3	1.7	6.2	5.7	7.7	8.8	10.4
Net Equity	45.0	46.8	51.8	49.9	54.6	57.7	63.0
Total capital	12.6	16.9	27.0	36.6	41.0	43.1	45.0

Profit & loss account

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

Direzione Finanza

Cash flow

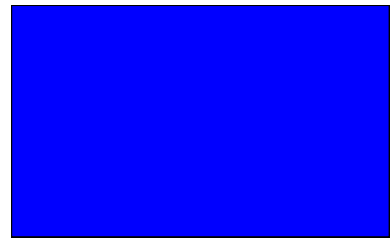
EUR m	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
Initial NFP	1.1	32.4	29.9	24.7	13.3	13.6	14.2
Change in scope of consolidation							
Net income/loss	3.5	2.6	2.9	0.6	5.6	5.1	7.4
Depreciation & Amortization	0.9	1.1	2.7	3.4	4.5	4.1	3.9
(Gains)/Losses on sales of long term assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(Upward adj.)/writedowns of long term assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in working capital	-4.3	-4.6	-1.2	-8.1	-3.2	-2.8	-2.0
Net change in reserve for empl.term.indemn.	0.1	0.1	0.3	0.2	0.6	0.2	0.0
Transation adjustments and other changes	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
Cash flows from operating activities	0.2	-0.7	4.6	-3.7	7.5	6.5	9.4
Long-term investments:							
intangible assets	-1.9	-0.7	-7.7	-1.2	-2.9	-0.6	-0.6
goodwill	0.0	-0.5	-6.9	-1.1	-1.5	0.0	0.0
other investments	-1.9	-0.1	-0.8	-0.1	-1.4	-0.6	-0.6
fixed assets	-0.8	-0.6	-4.0	-3.2	-3.3	-3.3	-3.3
other long-term investments	-0.1	0.3	-0.2	-0.9	-0.1	0.0	0.0
Proceeds from sale of long term assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flows from investing activities	-2.7	-1.0	-11.9	-5.3	-6.3	-3.9	-3.9
FREE CASH FLOW	-2.5	-1.7	-7.3	-9.0	1.2	2.6	5.5
Capital increases	34.5	0.0	3.1	-1.3	0.2	0.0	0.0
Contribution by shareholders	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital grants	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flows from financings activities	34.5	0.0	3.1	-1.3	0.2	0.0	0.0
Dividends	-0.7	-0.9	-0.9	-1.1	-1.1	-1.9	-2.1
Other adjustments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in net Financial position	31.4	-2.6	-5.2	-11.4	0.3	0.7	3.4
Final NFP	32.4	29.9	24.7	13.3	13.6	14.2	17.6

Ratios

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

Valuation

	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
EV	70.9	49.8	35.7	64.0	74.0	74.3	72.3
EV/sales	2.73	1.79	0.66	0.94	0.80	0.71	0.62
EV/EBITDA	9.3	12.8	5.1	11.6	7.4	5.7	4.3
EV/EBITadj	11.3	18.4	7.9	27.5	12.5	8.1	5.6
EV/EBIT	11.3	19.2	9.0	45.7	17.6	9.0	6.0
P/E	33.7	34.1	25.4	125.9	21.2	19.4	13.3
P/E adj	33.9	33.2	23.7	51.9	32.7	16.3	12.0
P/CF	23.1	21.7	10.4	15.0	8.2	8.8	7.4
P/CF adj	23.3	22.8	14.3	24.2	28.1	10.4	8.3
P/Book	2.32	1.72	1.19	1.58	1.64	1.57	1.46



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

Floriana Amari	<i>Insurance / Financial Services</i>	+39 02 7216 4061
Sara Apicella	<i>Consumer / Industrial / Retail</i>	+39 02 7216 5832
Andrea Balloni	<i>Media / F&B / Retail / Industrial</i>	+39 02 7216 3991
Oriana Cardani	<i>Telecoms / Media / Industrial</i>	+39 02 7216 5730
Gabriele Ciotti	<i>Banks</i>	+39 02 7216 2362
Gabriele Gambarova	<i>Auto / Industrial / Tech. / Constr.</i>	+39 02 7216 2102
Giuseppe Rebuzzini	<i>Energy / Utilities</i>	+39 02 7216 4080

Technical Analysts

Paola Carapelli	+39 02 7216 4040
Amedeo Cocca	+39 02 7216 2838

Economists

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

Research Assistants

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

"RASBANK dichiara di avere un proprio specifico interesse riguardo agli emittenti (e indirettamente alle società controllanti o controllate), agli strumenti finanziari e alle operazioni oggetto dello Studio in quanto svolge il ruolo di specialista per il titolo El.En. S.p.A.. Le informazioni contenute nel presente Studio provengono dalle Società oggetto di analisi o da altre fonti ritenute attendibili e si riferiscono all'ultimo documento contabile ufficiale disponibile. Lo Studio è divulgato a solo scopo informativo: esso non costituisce parte e non può in alcun modo essere considerato come offerta di vendita o di sottoscrizione o di scambio, o come sollecitazione di qualsiasi genere all'acquisto, alla sottoscrizione o allo scambio di strumenti finanziari o in genere all'investimento, né costituisce consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari. RASBANK non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo dello Studio. Le informazioni rese disponibili attraverso lo Studio non devono essere infatti intese come una raccomandazione o un invito di RASBANK a compiere una particolare transazione o come suggerimento a porre in essere una determinata operazione. Ciascun investitore dovrà formarsi un proprio autonomo convincimento in merito all'opportunità di effettuare investimenti e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, su detto Studio, bensì dovrà consultare anche altri Studi messi a disposizione da altri Uffici Analisi. In particolare RASBANK, considerato anche che i rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri, non fornisce alcuna garanzia di raggiungimento degli obiettivi di investimento né assume alcuna responsabilità per eventuali inesattezze dei dati riportati e/o elaborati nello Studio. Ogni opinione espressa può essere soggetta a cambiamenti e modifiche senza preavviso. Costituiscono canali di diffusione la posta cartacea, la posta elettronica ed il sito internet al quale è consentito l'accesso ai soli clienti istituzionali muniti di codice identificativo e password. Il presente Studio non è destinato e non dovrà essere in alcun modo trasmesso o comunque distribuito negli Stati Uniti, in Canada, in Australia ed in Giappone, e neppure in qualsiasi altro Paese nel quale la diffusione sia consentita solo previa autorizzazione da parte delle competenti autorità.

RASBANK si è dotata di procedure interne idonee a garantire l'indipendenza dei propri analisti.

RASBANK intende dare continuità alla copertura dei titoli oggetto di Studio ed intende produrre nuove analisi degli stessi in occasione della diffusione dell'informativa contabile periodica e dei principali eventi societari ritenuti rilevanti.

E' vietata la rielaborazione e/o la riproduzione e/o la diffusione, anche parziale, dello Studio, senza previo consenso scritto di RASBANK".

