

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% | 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 | 11.0 | 15.0 | 27.1 | 1.6% | 31.9 |
| 2006E | 123.9 | 18.0 | 14.4 | 11.6% | 39.5% | 6.8 | 7.5 | 14.0% | -0.10 | 1.62 | 0.80 | 8.4 | 10.6 | 19.7 | 2.5% | 31.9 |
| 2007E | 135.2 | 21.3 | 17.5 | 12.9% | 44.4% | 8.4 | 9.1 | 16.1% | -0.13 | 1.96 | 1.18 | 7.0 | 8.6 | 16.3 | 3.7% | 31.9 |

Comunicati alla fine di settembre i risultati di H1'05 di El.En. in base ai nuovi principi IAS/IFRS: fatturato e margini in crescita, anche se a tassi più contenuti di Q1'05 – L'analisi dei margini a valori comparabili (italian GAAP) evidenzia per Q2 un EBITDA in flessione, a fronte di un ROS in buona crescita (dal 5.2% al 6.4%) – Confermate le nostre attese per fine '05

Sono stati complessivamente in crescita i risultati del primo semestre di El.En., la cui riclassifica in base ai nuovi principi contabili IFRS non rende confrontabile il secondo trimestre di questo anno con quello del passato esercizio. Complessivamente il semestre (riclassificato in base ai nuovi principi) è stato 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 |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Sales | 51.8 | 45.0 | 25.0 | 18.9 |
| 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 |
| Value production | 54.9 | 47.8 | 25.9 | 20.6 |
| Purchases | -23.0 | -19.1 | -10.6 | -8.3 |
| Change in raw materials | 1.5 | 0.1 | 0.7 | 0.3 |
| Other direct cost | -4.9 | -4.2 | -2.2 | -1.9 |
| Gross Margin | 28.6 | 24.5 | 13.7 | 10.7 |
| Other cost and services | -11.2 | -8.8 | -5.2 | -4.3 |
| Value added | 17.4 | 15.7 | 8.5 | 6.4 |
| 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 |
| EBITDA | 4.9 | 4.9 | 2.5 | 1.4 |
| 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 |
| EBIT | 3.2 | 2.3 | 1.4 | 0.2 |
| 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 |
| EBT | 3.3 | 5.5 | 1.8 | 1.2 |
| growth | -40.3% | | 46.4% | |
| % on sales | 6.4% | 12.2% | 7.1% | 6.4% |
| NFP | -7 | | -8.9 | -8.8 |

Price on October 07, 2005

31.9

52-week range

EUR15.8-36.0

MIBTEL index

25,966

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

8,17,98%

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

9,12,65%

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

5,7,72%

Share capital (total)

EUR2.4m

Shares outstanding (total)

4.62m

Market capitalisation (total)

147.5

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

A livello di margini, l'EBITDA risulta sostanzialmente in linea con quello dei primi sei mesi '04, mentre risulta 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.

Un'analisi per macroclassi del semestre H1'05 riclassificato in base ai vecchi principi contabili italiani, permette di evidenziare quello che è stato l'andamento del secondo trimestre dell'anno. Se dal punto di vista del fatturato, l'influenza dei principi contabili IAS è sostanzialmente nulla, così come a livello di gross margin, che risulta quindi in crescita del 15.2% rispetto ad H1'04, con un'incidenza in leggero miglioramento (dal 55.1% al 55.2%), diversamente avviene per gli altri margini, EBITDA ed EBIT, che risentono dell'applicazione dei nuovi principi. Senza tenere conto delle modifiche relative agli IAS, che nel caso di El.En. incidono in merito alla valorizzazione delle stock options e alla riclassificazione degli oneri e proventi straordinari, l'EBITDA del primo semestre sarebbe risultato in crescita di circa l'11% ad EUR5.4m, con un EBITDA margin in leggera flessione dal 10.8% al 10.4%. L'EBIT, che con i nuovi principi invece risente positivamente del venire meno degli ammortamenti del goodwill, con l'applicazione degli Italian Gaap passerebbe da EUR1.5m ad EUR3.1m, con un ROS che sarebbe in crescita dal 3.4% al 6.0%.

H1'05 riclassificato con gli Italian Gaap

| EUR m | H1'05 IAS | Delta IAS-ITA | H1'05 ITA | H1'04 ITA | Q2'05 ITA | Q2'04 ITA | Q1'05 ITA | Q1'04 ITA |
|---------------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Sales | 51.8 | 0 | 51.8 | 45.0 | 26.8 | 26.1 | 25.0 | 18.9 |
| growth | | | 15.1% | | 2.7% | | 32.0% | |
| Gross Margin | 28.6 | 0 | 28.6 | 24.8 | 14.9 | 14.1 | 13.7 | 10.7 |
| growth | | | 15.2% | | 5.3% | | 28.5% | |
| % on sales | 55.2% | | 55.2% | 55.1% | 55.6% | 54.2% | 54.8% | 56.3% |
| EBITDA | 4.9 | -0.3 | 5.4 | 4.8 | 2.8 | 3.5 | 2.5 | 1.4 |
| growth | | | 11.0% | | -18.4% | | 88.1% | |
| % on sales | 9.5% | | 10.4% | 10.8% | 10.6% | 13.4% | 10.2% | 7.1% |
| EBIT | 3.2 | 0.1 | 3.1 | 1.5 | 1.7 | 1.4 | 1.4 | 0.2 |
| growth | | | 100.1% | | 25.6% | | 767.9% | |
| % on sales | 6.3% | | 6.0% | 3.4% | 6.4% | 5.2% | 5.5% | 0.8% |

La riclassificazione dei dati, in base agli Italian Gaap, ci permette di verificare qual'è stato l'andamento del secondo trimestre che, a fronte di un fatturato in crescita del 2.7% (in rallentamento rispetto alla crescita del 32% di Q1, che beneficiava di un primo trimestre Q1'04 particolarmente debole), evidenzia un gross margin in miglioramento, con un'incidenza sul fatturato che passa dal 54.2% al 55.6%. Diverso è l'andamento dell'EBITDA, che in Q2'05 evidenzia una flessione da EUR3.5m ad EUR2.8m, con una riduzione del relativo margine dal 13.4% al 10.6%: su questa riduzione pesano, in base alle nostre attese, una crescita dei costi fissi e del costo del lavoro in linea con quanto si è già verificato nel corso del primo trimestre (durante il quale, però, l'elevata crescita dei ricavi ha permesso un miglioramento dei margini).

L'analisi di Q2'05: in flessione l'EBITDA, in recupero l'EBIT

La redditività in flessione a livello di EBITDA, nel corso di Q2'05, viene però compensata dai recuperi marginali a livello di EBIT che, grazie al venire meno di accantonamenti per rischi ed oneri e alla svalutazione presente nel passato esercizio legata a Lasercut, migliora da EUR1.4m ad EUR1.7m, con un ROS che cresce dal 5.2% al 6.4%.

Commento – Manteniamo al momento invariate le nostre stime per la fine dell'esercizio, che prevedono un fatturato ad EUR110.2m ed un EBIT in crescita ad EUR9.2m (dopo l'ammortamento del goodwill). Confermiamo quindi il rating **NEUTRAL**, con un target di EUR28 sul titolo; una revisione al rialzo del nostro target potrebbe derivare dalla quotazione di Cynosure, operazione che attendiamo avvenga entro la fine dell'esercizio.

*Invariate le stime per FY'05,
confermato il target ad
EUR28*

FINANCIALS

Balance sheet

| EURm | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Intangible asset | 1.5 | 1.7 | 8.2 | 7.9 | 10.7 | 9.5 | 8.5 | 7.6 |
| Technical asset | 3.7 | 3.7 | 6.2 | 7.3 | 8.6 | 9.4 | 10.4 | 11.3 |
| Financial asset | 1.1 | 0.8 | 1.0 | 1.8 | 1.7 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| Net fixed capital | 6.3 | 6.2 | 15.4 | 17.1 | 20.9 | 20.9 | 20.8 | 20.9 |
| Inventories | 6.7 | 9.1 | 14.8 | 20.0 | 25.3 | 27.8 | 30.5 | 32.8 |
| receivable | 7.2 | 8.4 | 15.8 | 16.0 | 22.0 | 25.3 | 28.5 | 31.1 |
| Other receivable | 1.9 | 3.5 | 3.2 | 4.8 | 6.1 | 7.1 | 8.0 | 8.7 |
| Trade payables | -6.1 | -6.2 | -11.9 | -11.7 | -15.9 | -18.5 | -20.8 | -22.7 |
| Other non-financial liabilities | -1.6 | -2.0 | -6.8 | -5.8 | -10.2 | -11.9 | -13.3 | -14.5 |
| Provisions | -1.3 | -1.4 | -2.6 | -2.7 | -3.3 | -4.4 | -4.9 | -5.3 |
| Working capital | 6.9 | 11.4 | 12.6 | 20.6 | 23.9 | 25.5 | 27.9 | 30.0 |
| Pension provision | -0.6 | -0.7 | -0.9 | -1.1 | -1.7 | -1.9 | -1.9 | -2.0 |
| Net Working capital | 6.3 | 10.7 | 11.6 | 19.5 | 22.2 | 23.7 | 26.0 | 28.0 |
| NIC | 12.6 | 16.9 | 27.0 | 36.6 | 43.2 | 44.5 | 46.9 | 48.9 |
| ST financial debt | 0.4 | 0.4 | 0.9 | 2.1 | 4.0 | 2 | 2 | 2 |
| MLT financial debt | 3.0 | 2.2 | 1.9 | 1.8 | 2.6 | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| Cash and deposit | -35.9 | -32.5 | -27.1 | -16.8 | -15.3 | -15.1 | -18.6 | -22.8 |
| Treasury stock | 0.0 | 0.0 | -0.4 | -0.5 | -0.3 | -0.4 | -0.4 | -0.4 |
| NFP | -32.4 | -29.9 | -24.7 | -13.3 | -9.1 | -11.6 | -15.1 | -19.3 |
| Shareholders' equity | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| Reserves | 41.3 | 42.7 | 43.2 | 41.8 | 44.1 | 47.1 | 51.6 | 56.3 |
| Group equity | 43.7 | 45.0 | 45.6 | 44.2 | 46.7 | 49.7 | 54.2 | 58.9 |
| Minorities | 1.3 | 1.7 | 6.2 | 5.7 | 5.5 | 6.4 | 7.8 | 9.4 |
| Net Equity | 45.0 | 46.8 | 51.8 | 49.9 | 52.3 | 56.2 | 61.9 | 68.2 |
| Total capital | 12.6 | 16.9 | 27.0 | 36.6 | 43.2 | 44.5 | 46.9 | 48.9 |

Profit & loss account

| EUR m | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales | 26.0 | 27.8 | 54.1 | 68.2 | 94.6 | 110.2 | 123.9 | 135.2 |
| growth | 8.7% | 7.3% | 94.4% | 26.0% | 38.7% | 16.5% | 12.5% | 9.1% |
| Change in finished goods | 1.4 | 1.5 | 0.4 | 3.7 | 2.9 | 3.4 | 3.8 | 4.2 |
| Other income | 0.1 | 0.2 | 0.5 | 1.1 | 1.5 | 1.8 | 2.0 | 2.2 |
| Value of production | 27.5 | 29.5 | 55.0 | 72.9 | 99.0 | 115.3 | 129.7 | 141.5 |
| Purchases | -11.2 | -14.0 | -22.8 | -30.7 | -39.4 | -45.7 | -51.4 | -56.1 |
| Change in row materials | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 2.3 | 1.8 | 2.1 | 2.4 | 2.6 |
| Other direct cost | -3.2 | -3.1 | -5.8 | -6.9 | -8.9 | -10.4 | -11.6 | -12.7 |
| Gross Margin | 14.3 | 13.5 | 27.4 | 37.7 | 52.5 | 61.4 | 69.0 | 75.3 |
| Other cost and services | -3.4 | -5.3 | -9.4 | -14.2 | -19.7 | -22.9 | -25.5 | -27.8 |
| Value added | 10.9 | 8.2 | 18.1 | 23.5 | 32.8 | 38.5 | 43.5 | 47.5 |
| growth | 4.5% | -24.6% | 119.1% | 30.1% | 39.7% | 17.2% | 13.1% | 9.1% |
| % on sales | 42.1% | 29.6% | 33.4% | 34.4% | 34.7% | 34.9% | 35.1% | 35.1% |
| Labour cost | -3.3 | -4.3 | -11.0 | -18.0 | -22.2 | -24.6 | -25.5 | -26.2 |
| growth | 6.9% | 31.7% | 153.3% | 63.1% | 23.6% | 10.9% | 3.6% | 2.8% |
| % on sales | -12.7% | -15.6% | -20.3% | -26.3% | -23.5% | -22.3% | -20.6% | -19.4% |
| EBITDA | 7.6 | 3.9 | 7.0 | 5.5 | 10.6 | 13.8 | 18.0 | 21.3 |
| growth | 3.4% | -48.9% | 80.9% | -21.6% | 92.3% | 30.3% | 30.1% | 18.1% |
| % on sales | 29.4% | 14.0% | 13.0% | 8.1% | 11.2% | 12.6% | 14.5% | 15.7% |
| Deprec./amortis./provision | -1.4 | -1.2 | -2.5 | -3.2 | -3.8 | -3.6 | -3.7 | -3.8 |
| % on sales | -5.3% | -4.3% | -4.6% | -4.7% | -4.1% | -3.3% | -2.9% | -2.8% |
| EBIT adj | 6.3 | 2.7 | 4.5 | 2.3 | 6.8 | 10.2 | 14.4 | 17.5 |
| growth | -8.6% | -56.8% | 68.0% | -48.7% | 191.9% | 50.5% | 40.4% | 21.9% |
| % on sales | 24.1% | 9.7% | 8.4% | 3.4% | 7.2% | 9.3% | 11.6% | 12.9% |
| Goodwill | 0.0 | -0.1 | -0.6 | -0.9 | -1.7 | -1.1 | -0.9 | -0.8 |
| EBIT | 6.3 | 2.6 | 4.0 | 1.4 | 5.1 | 9.2 | 13.4 | 16.7 |
| growth | -8.6% | -58.5% | 53.1% | -64.7% | 260.9% | 81.4% | 46.3% | 24.2% |
| % on sales | 24.1% | 9.3% | 7.3% | 2.1% | 5.3% | 8.3% | 10.8% | 12.3% |
| Net financial charges | 0.2 | 1.2 | 1.0 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 |
| Adjustment | 0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.5 | 0.1 | 0 | 0 | 0 |
| Extraordinary items | 0.0 | 0.0 | 0.4 | 0.1 | 3.3 | 0 | 0 | 0 |
| EBT | 6.5 | 3.8 | 5.5 | 2.2 | 8.5 | 9.2 | 13.5 | 16.7 |
| Taxes | -2.9 | -1.2 | -2.7 | -1.6 | -3.0 | -3.7 | -5.4 | -6.7 |
| Gros Net profit | 3.5 | 2.6 | 2.9 | 0.6 | 5.5 | 5.5 | 8.1 | 10.0 |
| Minorities | -0.5 | -0.4 | -0.7 | 0.0 | -1.8 | -0.9 | -1.3 | -1.6 |
| Net profit of the group | 3.0 | 2.3 | 2.1 | 0.6 | 3.6 | 4.6 | 6.8 | 8.4 |

Cash flow

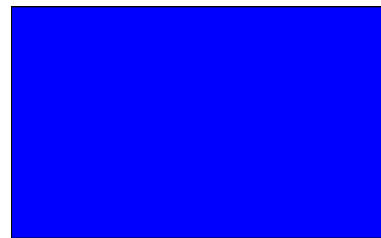
| EUR m | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
|--|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Initial NFP | 1.1 | 32.4 | 29.9 | 24.7 | 13.3 | 9.1 | 11.7 | 15.1 |
| Change in scope of consolidation | | | | | | | | |
| Net income/loss | 3.5 | 2.6 | 2.9 | 0.6 | 5.5 | 5.5 | 8.1 | 10.0 |
| Depreciation & Amortization | 0.9 | 1.1 | 2.7 | 3.4 | 4.8 | 4.0 | 3.9 | 3.9 |
| (Gains)/Losses on sales of long term assets | 0.0 | 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 | 0.0 |
| Change in working capital | -4.3 | -4.6 | -1.2 | -8.1 | -3.3 | -1.6 | -2.4 | -2.1 |
| Net change in reserve for empl.term.indemn. | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.2 | 0.6 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| Transaction adjustments and other changes | 0.0 | 0.0 | -0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.3 | 0.0 | 0.0 |
| Cash flows from operating activities | 0.2 | -0.7 | 4.6 | -3.7 | 7.6 | 8.4 | 9.6 | 11.9 |
| Long-term investments: | | | | | | | | |
| intangible assets | -1.9 | -0.7 | -7.7 | -1.2 | -5.5 | -0.6 | -0.6 | -0.6 |
| goodwill | 0.0 | -0.5 | -6.9 | -1.1 | -3.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| other investments | -1.9 | -0.1 | -0.8 | -0.1 | -1.8 | -0.6 | -0.6 | -0.6 |
| fixed assets | -0.8 | -0.6 | -4.0 | -3.2 | -3.3 | -3.3 | -3.3 | -3.3 |
| other long-term investments | -0.1 | 0.3 | -0.2 | -0.9 | 0.2 | -0.3 | 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 | 0.0 |
| Cash flows from investing activities | -2.7 | -1.0 | -11.9 | -5.3 | -8.7 | -4.2 | -3.9 | -3.9 |
| FREE CASH FLOW | -2.5 | -1.7 | -7.3 | -9.0 | -1.0 | 4.2 | 5.7 | 8.0 |
| Capital increases | 34.5 | 0.0 | 3.1 | -1.3 | -2.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Contribution by shareholders | 0.0 | 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 | 0.0 |
| Cash flows from financings activities | 34.5 | 0.0 | 3.1 | -1.3 | -2.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Dividends | -0.7 | -0.9 | -0.9 | -1.1 | -1.1 | -1.6 | -2.3 | -3.7 |
| Other adjustments | 0.0 | 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 | 4.3 |
| Final NFP | 32.4 | 29.9 | 24.7 | 13.3 | 9.1 | 11.7 | 15.1 | 19.4 |

Ratios

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA margin | 29.4% | 14.0% | 13.0% | 8.1% | 11.2% | 12.6% | 14.5% | 15.7% |
| ROS adj | 24.1% | 9.7% | 8.4% | 3.4% | 7.2% | 9.3% | 11.6% | 12.9% |
| ROS | 24.1% | 9.3% | 7.3% | 2.1% | 5.3% | 8.3% | 10.8% | 12.3% |
| ROE | 48.6% | 5.3% | 4.8% | 1.2% | 8.3% | 10.1% | 14.0% | 16.1% |
| ROI | 73.3% | 19.9% | 26.0% | 9.9% | 22.5% | 30.4% | 39.5% | 44.4% |
| ROCE | 41.2% | 10.3% | 12.7% | 2.7% | 10.8% | 15.9% | 21.7% | 25.0% |
| D/E | -0.72 | -0.64 | -0.48 | -0.27 | -0.17 | -0.21 | -0.24 | -0.28 |
| D/MKT cap | -0.32 | -0.39 | -0.46 | -0.19 | -0.12 | -0.08 | -0.10 | -0.13 |

Valuation

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| EV | 70.9 | 49.8 | 35.7 | 64.0 | 71.1 | 152.9 | 151.5 | 149.6 |
| EV/sales | 2.73 | 1.79 | 0.66 | 0.94 | 0.75 | 1.39 | 1.22 | 1.11 |
| EV/EBITDA | 9.3 | 12.8 | 5.1 | 11.6 | 6.7 | 11.0 | 8.4 | 7.0 |
| EV/EBITadj | 11.3 | 18.4 | 7.9 | 27.5 | 10.5 | 15.0 | 10.6 | 8.6 |
| EV/EBIT | 11.3 | 19.2 | 9.0 | 45.7 | 14.1 | 16.7 | 11.3 | 9.0 |
| P/E | 33.7 | 34.1 | 25.4 | 125.9 | 20.1 | 31.9 | 21.8 | 17.6 |
| P/E adj | 33.9 | 33.2 | 23.7 | 51.9 | 29.7 | 27.1 | 19.7 | 16.3 |
| P/CF | 23.1 | 21.7 | 10.4 | 15.0 | 7.6 | 15.9 | 13.0 | 11.3 |
| P/CF adj | 23.3 | 22.8 | 14.3 | 24.2 | 25.5 | 18.9 | 14.7 | 12.5 |
| P/Book | 2.32 | 1.72 | 1.19 | 1.58 | 1.57 | 2.97 | 2.72 | 2.51 |



Direzione Finanza

RASBANK SpA

Telefono 02.7216.2872 - Telefax 02.8692463

Sede legale ed amministrativa: Piazza Ercolea, 15 – 20122 Milano (MI)

Codice Fiscale, Partita IVA, Tribunale di Milano Iscrizione al Registro delle Imprese n. 09733300157

Capitale sociale: EUR 95.000.000 (i.v.)

Capogruppo del Gruppo Rasbank, iscritta all'Albo delle Banche e dei Gruppi

Bancari, Società rientrante nell'area di consolidamento del bilancio del

Gruppo RAS

Codice ABI 3589 - Bank Identification Code BKRAITMM

Sito internet <http://www.rasbank.it/> Sezione clienti istituzionali – studi e ricerche

OPERATIONS CONTACTS

| | |
|----------------------------------|---------------|
| <i>Institutional Equity Desk</i> | +39 02 80679 |
| <i>Institutional Bond Desk</i> | +39 02 80678 |
| <i>Retail Capital Markets</i> | +39 02 806069 |

RESEARCH DEPARTMENT

Guglielmo Marco Opipari *Head of Research* +39 02 7216 2746

Equity Analysts

| | | |
|--------------------|--|------------------|
| Floriana Amari | <i>Insurance / Financial Services</i> | +39 02 7216 4061 |
| 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&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.

