

El.En

OUTPERFORM (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	2.2	5.4%	-0.39	0.49	0.20	12.8	18.4	34.5	1.2%	16.9
2002	54.1	7.0	4.5	8.4%	26.9%	2.1	1.7	4.8%	-0.46	0.38	0.25	5.1	7.9	31.0	2.1%	11.7
2003	68.2	5.5	2.3	3.4%	10.4%	0.6	0.4	1.3%	-0.19	0.10	0.25	11.6	27.6	156.1	1.6%	15.2
2004	94.5	10.0	5.9	6.2%	17.1%	4.6	1.2	10.7%	-0.12	0.26	0.35	7.0	11.9	60.7	2.2%	15.8
2005	118.3	14.9	9.9	8.4%	22.5%	24.7	5.1	52.2%	-0.59	1.10	0.55	8.9	13.3	24.7	2.0%	27.1
2006E	147.0	18.0	13.1	8.9%	26.2%	5.4	5.4	7.5%	-0.55	1.17	0.70	8.0	11.0	24.0	2.5%	28.2
2007E	167.7	21.4	16.2	9.7%	28.5%	6.7	6.7	8.9%	-0.55	1.45	0.87	6.8	9.0	19.5	3.1%	28.2
2008E	183.4	24.4	19.1	10.4%	30.7%	7.7	7.7	9.9%	-0.57	1.67	1.00	5.9	7.6	16.9	3.5%	28.2

Revisione delle stime e della valutazione

- Giudichiamo positivamente il *newsflow* che emerge dai risultati del Q2'06. Un'ulteriore fase di accelerazione della crescita spinge la *top line* del Gruppo ad un nuovo picco storico di EUR37.8m (+41.2% yoy), al di sopra delle nostre attese di EUR35.7m e rende fiducioso il *management* sul superamento delle *guidance* di fatturato per il 2006.
- Il favorevole *earnings momentum* del Q2'06 e la positiva congiuntura del mercato dei laser, sia per le applicazioni medicali che industriali, ci rende più confidenti sulla dinamica di crescita del Gruppo, che rivediamo nuovamente al rialzo (vedi nota del 23 Maggio) mantenendo delle prudenze sull'evoluzione dei margini.
- Sebbene percepiamo maggiori rischi sullo scenario competitivo di *Cynosure*, legati a *litigations* pendenti sulla proprietà intellettuale, rileviamo che tali rischi, anche in un *worst case scenario*, non pregiudichino l'*upside* potenziale sul titolo: target rivisto ad **EUR31.7** dal precedente EUR32.0, **OUTPERFORM** confermato. Oltre i fondamentali, possibili scenari M&A migliorano l'*outlook* sul titolo.

Price on Oct 16th, 2006

28.2

52-week range

EUR24.8-34.5

MIBTEL index

30,209

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

+2.1,+6.5,-12.9%

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

-1.7,-1.9,-25.8%

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

-1.7,+0.3,-28.1%

Share capital (total)

EUR2.4m

Shares outstanding (total)

4.62m

Market capitalisation (total)

125.0m

Free float

30.2%

Avg. daily traded volume

13,340

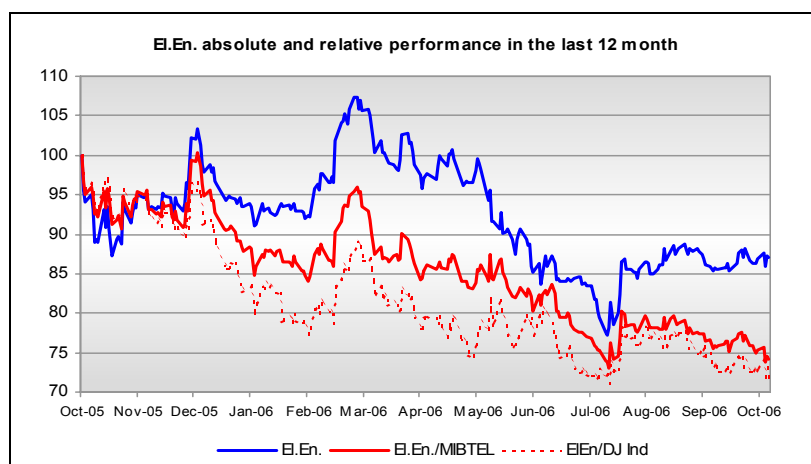
Reuters code

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%


RESEARCH DEPARTMENT

Carmelo Pappalardo

+39 02 7216 3990

UPDATE

Index

INVESTMENT SUMMARY	3
Favorevole <i>earnings momentum</i> nel Q2'06, OUTPERFORM confermato	3
VALUATION	5
Stime riviste al rialzo, approccio valutativo più prudente, target ad EUR31.7 per share	5
I principali fattori di rischio sul target: la disputa tra Cynosure e Palomar sulla proprietà intellettuale	7
I multipli a sconto confermano la nostra <i>view</i>	9
INVESTMENT STORY	10
Management fiducioso sul superamento delle <i>guidance</i> 2006	10
Top line rivista al rialzo con qualche prudenza sulla dinamica dei margini	12
L'analisi del sistema competitivo	14
FINANCIALS	16

INVESTMENT SUMMARY

Favorevole *earnings momentum* nel Q2'06, OUTPERFORM confermato

Giudichiamo positivamente il *newsflow* relativo ai risultati del Q2'06. Dopo una *performance* particolarmente brillante già emersa dai risultati Q1'06, l'*outlook* Q2'06 evidenzia un'ulteriore fase di accelerazione della crescita. La *top line* del Gruppo raggiunge un nuovo picco storico ad EUR37.8m (+41.2% yoy), al di sopra delle nostre attese di EUR35.7m, trainata sia dalla vendita delle apparecchiature laser per applicazioni medicali ed estetiche (+38.3% yoy), sia da un'inattesa congiuntura favorevole dei sistemi laser per lavorazioni industriali (+79.0% yoy).

Giudichiamo positivamente il newsflow relativo ai risultati del Q2'06. La top line del Gruppo raggiunge un nuovo picco storico ad EUR37.8m

Sulla base delle indicazioni emerse dai risultati del Q2'06, e della maggiore fiducia espressa dal *management* sullo scenario 2006, rivediamo nuovamente al rialzo le stime sul Gruppo (vedi nota del 23 Maggio): CAGR '06-'10 dei ricavi e dell'EBITDA ipotizzato rispettivamente al +9.9% (dal precedente 9.4%) ed al +14.5% (dal precedente +13.8%).

Sulla base dei risultati del Q2'06, e della maggiore fiducia espressa dal management rivediamo al rialzo le stime sul Gruppo

Rimaniamo fiduciosi sulla dinamica di crescita della *top line* sull'idea che il segmento delle applicazioni medicali ed estetiche in particolare, possa confermare una forte dinamicità ancora trainata da fattori demografici (graduale processo d'invecchiamento della popolazione), tecnologici (trattamenti estetici con soluzioni meno invasive, più sicure e a costi inferiori) e sociologici (crescente grado di "vanità" del tessuto sociale, rapida diffusione dei centri benessere e termali).

Rimaniamo fiduciosi sulla dinamica di crescita della top line sull'idea che il segmento delle applicazioni medicali ed estetiche in particolare, possa confermare una forte dinamicità

Abbiamo tenuto delle prudenze sull'approccio valutativo per tenere in dovuta considerazione alcune criticità attorno allo scenario competitivo di *Cynosure* legate al presunto sfruttamento illegittimo della proprietà intellettuale sollevato dal *competitor* Palomar: in un *worst case scenario*, nel quale *Cynosure* dovrà pagare *royalties* per il passato e futuro utilizzo di alcuni prodotti protetti da brevetto, stimiamo una potenziale perdita di valore su El.En. compresa tra EUR6m ed EUR9m (tra il 7.2% ed il 4.8% della market cap) ovvero EUR1.4/EUR2.0 per azione, ma precisiamo che:

Cynosure prosegue con successo il turnaround, ma lo scenario può presentare alcuni rischi che nel worst case quantifichiamo su El.En. tra EUR1.4 ed EUR2.0 per share

- il *management* di El.En. confida sulle indicazioni rassicuranti emerse da una perizia tecnica indipendente richiesta dalla stessa *Cynosure* che conferma l'assenza di alcuna infrazione ed a seguito della quale non si è proceduto a fare alcun accantonamento;
- abbiamo percepito che *Cynosure* non ha nessuna intenzione di risolvere la causa in via stragiudiziale, per cui i tempi di risoluzione della causa non sembrano affatto brevi.

..Cynosure non ha fatto accantonamenti e El.En. confida sulle indicazioni emerse da una perizia tecnica

.. Cynosure non ha intenzione di risolvere la causa in via stragiudiziale, per cui i tempi non sembrano brevi

La nostra *view* rimane confermata. Sebbene i maggior rischi su Cynosure impongano un approccio valutativo prudente, gli attuali prezzi di mercato scontano uno scenario di crescita che riteniamo eccessivamente conservativo: il DCF restituisce un target di EUR31.7 *per share*, in linea con il precedente target di EUR32.0. Tenuto conto di un upside potenziale del +15.4% rispetto agli attuali prezzi di mercato, confermiamo il rating OUTPERFORM emesso per la prima volta il 23 Maggio 2006. Il precedente rating, NEUTRAL, è stato emesso per l'ultima volta 16 Maggio 2006.

Il DCF restituisce un target di EUR31.7 per share, e tenuto conto di un upside potenziale del +15.4% rispetto agli attuali prezzi di mercato, confermiamo il rating OUTPERFORM

L'analisi dei multipli dei principali *comparable* conferma la nostra *view*.

I multipli confermano la nostra view

- Al momento El.En, rettificata delle minorities di Cynosure consolidata integralmente e posseduta al 34.99%, è scambiata a 0.8x l'EV/Sales '06, 0.8x l'EV/Sales '07, 9.0x EV/EBIT '06 ed 7.4x EV/EBIT '07, verso un valore mediano di 2.0x l'EV/Sales '06, 1.7x l'EV/Sales '07, 15.9x EV/EBIT '06 ed 14.0x EV/EBIT '07.
- Tenuto conto dei multipli del Gruppo El.En. e di Cynosure, gli altri asset del Gruppo sono trattati implicitamente a 6.5x EV/EBIT 2006 ed a 5.5x EV/EBIT 2007 a forte sconto sul settore e sul competitor italiano Prime Industrie.

El.En tratta 0.8x l'EV/Sales '06 e 9.0x EV/EBIT '06 verso rispettivamente 2.0x e 15.9x dei comparables

Gli altri asset del Gruppo sono trattati implicitamente a 6.5x EV/EBIT 2006 ed a 5.5x EV/EBIT 2007 a forte sconto

Nel corso della nostra recente *company visit*, non sono emerse news di particolare rilievo sullo scenario M&A, ancorché il management abbia confermato come stia proseguendo l'attività di *scouting* di possibili opzioni. Nel complesso confermiamo come l'outlook sul titolo possa ulteriormente beneficiare di una maggiore visibilità sulla modalità di impiego del *cash-in post IPO* di Cynosure. La struttura finanziaria del Gruppo, al momento subottimale, ha forte capacità di *leverage* ed una capienza tale da garantire una forte crescita esterna.

La struttura finanziaria del Gruppo, al momento subottimale, ha forte capacità di leverage ed una capienza tale da garantire una forte crescita esterna

VALUATION

Stime riviste al rialzo, approccio valutativo più prudente, target ad EUR31.7 per share

Sulla base del nuovo scenario procediamo all'aggiornamento della valutazione del Gruppo El.En. Per tenere in dovuta considerazione i rischi connessi al rapporto tra *Cynosure* e *Palomar*, il nostro approccio valutativo incorpora oltre alle prudenze incluse nelle nostre stime, anche alcuni fattori di rettifica rappresentativi della probabilità che la disputa in questione si concluda a danno di *Cynosure*.

Il nostro approccio valutativo incorpora alcuni fattori di rettifica rappresentativi della probabilità che la disputa in questione si concluda a danno di Cynosure

- Manteniamo invariata la stima del WACC al 9.7%, che recepisce in accordo alla nostra *policy, assumptions* meno premianti sul *Risk Free Rate Target* al 4.8% e sull'*Equity Risk Premium Target* al 4.2%. La struttura finanziaria, ipotizzata *full equity*, rimane penalizzata dalla liquidità di cui il Gruppo dispone a seguito dell'IPO di *Cynosure*.
- Adeguiamo il valore delle *minorities* di *Cynosure* agli attuali prezzi di mercato ovvero ad USD17.4 per azione (*market cap* pari a circa USD194m) e valorizziamo le altre *minorities* a 9x EBIT'06, a sconto rispetto alla mediana di settore per tenere in dovuta considerazione il minore *appeal* degli *asset* a maggior contenuto industriale.
- Rettifichiamo in via prudentiale l'*Equity Value* di EUR0.8 per share (ovvero del 2.4%) rappresentativi di una probabilità del 40% del rischio massimo stimato in EUR2.0 per share, legato al più sfavorevole scenario nell'ambito della disputa legale di *Cynosure*.

Manteniamo invariata la stima del WACC al 9.7% con una struttura finanziaria full equity

Adeguiamo il valore delle minorities di Cynosure agli attuali prezzi di mercato e valorizziamo le altre minorities a 9x EBIT'06

Rettifichiamo in via prudentiale l'Equity Value di EUR0.8 per share ovvero del 2.4%

Il DCF restituisce ora un target di EUR31.7 *per share*, in linea con il precedente target di EUR32.0. Tenuto conto di un upside potenziale del +15.4% rispetto agli attuali prezzi di mercato, confermiamo il rating OUTPERFORM emesso per la prima volta il 23 Maggio 2006. Il precedente rating, NEUTRAL, è stato emesso per l'ultima volta 16 Maggio 2006.

Il DCF restituisce un target di EUR31.7 per share, in linea con il precedente target di EUR32.0 e confermiamo il rating OUTPERFORM

La nostra *view*, dunque, rimane confermata. Sebbene i maggior rischi su *Cynosure* impongano un approccio valutativo prudente, gli attuali prezzi di mercato scontano uno scenario di crescita che riteniamo eccessivamente conservativo. Stimiamo che, a parità di altre condizioni, i prezzi di mercato scontino un progresso dell'EBITDA CAGR '06-'08 inferiore di oltre 2.5pp rispetto alle nostre ipotesi (EBITDA CAGR '06-'08 del +16.0%).

La nostra view rimane confermata. Gli attuali prezzi di mercato scontano uno scenario di crescita che riteniamo eccessivamente conservativo

Direzione Finanza

DCF Model	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2020E
EBIT	13.1	16.2	19.1	22.2	25.4						
Tax	-7.0	-8.3	-9.6	-10.9	-11.9						
NOPAT	6.1	7.9	9.6	11.3	13.5	15.9	18.4	20.9	23.4	25.7	31.1
growth YoY	21.3%	29.6%	21.3%	17.9%	19.6%	17.7%	15.7%	13.7%	11.8%	9.8%	0.0%
Change in Net Working Capital	-6.9	-6.4	-4.3	-4.0	-4.0						
Capex	-5.1	-5.4	-5.4	-5.3	-5.3						
Deprec.& Amort.	3.4	3.5	3.6	3.8	4.0						
Reinvestment ratio	-1.5	-2.5	-4.7	-5.2	-5.3	-4.8	-4.2	-3.7	-3.2	-2.6	0.0
Op. Free Cash Flow	-2.5	-0.4	3.6	5.8	8.2	11.1	14.2	17.2	20.2	23.0	31.1
growth YoY	-25.9%	-85.8%	-1107.2%	62.9%	40.3%	35.6%	27.2%	21.6%	17.4%	14.0%	1.7%
Avg Net Invested Capital Adj	49.9	56.9	62.4	66.4	69.9	75.0	82.0	89.7	97.7	105.8	127.1
Marginal ROCE	12.7%	25.8%	28.0%	24.5%	40.3%	37.2%	34.2%	31.1%	28.0%	25.0%	9.7%
ROCE	12.2%	13.9%	15.3%	17.0%	19.3%	21.2%	22.4%	23.3%	23.9%	24.3%	24.4%
WACC	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
Periods	-0.28	0.72	1.72	2.72	3.72	4.72	5.72	6.72	7.72	8.72	13.72
Discount factor	1.03	0.94	0.85	0.78	0.71	0.65	0.59	0.54	0.49	0.45	0.28
DFCF	-2.6	-0.3	3.1	4.5	5.8	7.2	8.3	9.2	9.9	10.3	8.7
Cumulated DFCF	-2.6	-2.9	0.2	4.7	10.5	17.7	26.0	35.3	45.1	55.4	104.1

Source: RasBank estimates

DCF Model	EURm	per share
Σ '06-'20 DFCF	104.3	22.6
Terminal value	90.0	19.5
Financial assets	1.4	0.3
Group Enterprise Value	195.6	42.3
Minorities EV	83.3	18.0
Cynsure minorities	68.8	14.9
Other minorities @ 9x EV/EBIT 2006	14.5	3.1
Enterprise Value to El.En.	112.3	24.3
Group NFP '05	73.4	15.9
Minorities NFP	33.0	7.1
Cynsure minorities	33.0	7.1
Other minorities	0.0	0.0
NFP to El.En.	40.4	8.7
Dividend 06	2.5	0.55
Equity Value to El. En.	150.2	32.5
Maximum Legal Risk on Cynsure	9.4	2.0
Probability	40.0%	40.0%
Total Equity Value to El. En.	146.4	31.7
El. En. Market Price	130.2	28.2
Potential Up-side (Down-side)	+15.4%	+15.4%

		Target price Sensitivity to EBITDA changes							
		Changes in '06-'08 annual EBITDA growth							
		31.7	-6.0%	-4.0%	-2.0%	0.0%	2.0%	4.0%	6.0%
WACC	10.1%	20.1	23.0	26.1	29.3	32.6	36.0	39.5	
	10.0%	20.6	23.6	26.6	29.8	33.2	36.6	40.3	
	9.9%	21.1	24.1	27.2	30.4	33.8	37.3	41.0	
	9.8%	21.6	24.6	27.7	31.0	34.5	38.0	41.7	
	9.7%	22.1	25.1	28.3	31.7	35.1	38.7	42.5	
	9.6%	22.6	25.7	28.9	32.3	35.8	39.4	43.2	
	9.5%	23.1	26.2	29.5	32.9	36.5	40.2	44.0	
	9.4%	23.6	26.8	30.1	33.6	37.2	40.9	44.8	
	9.3%	24.2	27.4	30.8	34.3	37.9	41.7	45.7	

Source: RasBank estimates

I principali fattori di rischio sul target: la disputa tra Cynosure e Palomar sulla proprietà intellettuale

Sebbene *Cynosure*, stia proseguendo con successo il *turnaround* avviato dal 2003, lo scenario di crescita può presentare alcuni rischi relativi allo sfruttamento illegittimo della proprietà intellettuale su alcuni prodotti commercializzati dalla stessa società.

Cynosure prosegue con successo il turnaround, ma lo scenario può presentare alcuni rischi

Nonostante il favorevole momento operativo dei *players* del settore, l'*appeal* sui titoli principali è scemato negli ultimi mesi a causa di una serie di dispute legali messe in campo da *Palomar Medical Technologies*, competitor di *Cynosure* sul mercato laser per applicazioni estetiche in USA.

Nonostante il favorevole momento operativo dei players del settore, l'appeal sui titoli principali è scemato

Nel Febbraio del 2002, *Palomar* ha avviato una causa contro *Cutera* per aver utilizzato alcune applicazioni laser nel segmento dell'epilazione, brevettate dal *Massachusetts General Hospital*, di cui *Palomar* era licenziatario esclusivo. Nel mese di Giugno 2006, *Cutera*, in via stragiudiziale, ha deciso di porre fine alla disputa con il pagamento di USD22m, rappresentativi della stima delle *royalties* dovute per il passato utilizzo dei prodotti protetti da brevetto, degli interessi legali e delle spese di giudizio.

Nel Febbraio del 2002, Palomar ha avviato una causa contro Cutera per aver utilizzato illegittimamente alcune applicazioni laser nel segmento dell'epilazione

A seguito di tale news, grazie al maggior grado di confidenza sull'efficacia della propria protezione brevettale, *Palomar* ha chiamato in giudizio tutti i principali concorrenti USA. Nel Luglio del 2004, ha intimato anche *Cynosure*, sollevando ancora la presunta violazione dei diritti di brevetto su alcuni prodotti sempre dedicati all'epilazione: *Apogee 5500*, *PhotoLight*, *Acclaim 7000*, *PhotoSilk Plus*, *Cynergy*, *Cynergy PL*, *Cynergy III*.

Palomar, nel Luglio del 2004, ha intimato anche Cynosure, sollevando ancora la presunta violazione dei diritti di brevetto su alcuni prodotti dedicati all'epilazione

Ad oggi, sebbene né *Cynosure*, né tantomeno El.En. abbiano fornito delle indicazioni quantitative del rischio potenziale, approcciamo una valutazione di un *worst case scenario* con le seguenti premesse:

Approcciamo una valutazione di un worst case scenario con le seguenti premesse:

- al momento *Cynosure* non ha proceduto a fare nessun accantonamento e, inoltre, il *management* di El.En. confida sulle indicazioni rassicuranti emerse da una perizia tecnica indipendente richiesta dalla stessa *Cynosure* che conferma l'assenza di alcuna infrazione;
- abbiamo percepito che *Cynosure* non ha nessuna intenzione di risolvere la causa in via stragiudiziale, per cui i tempi di risoluzione della causa non sembrano affatto brevi;
- *Cutera* oltre ad USD22m, dovrà pagare a *Palomar* *royalties* per lo sfruttamento del brevetto, pari al 7.5% delle *revenues* sui prodotti che hanno come applicazione esclusiva l'epilazione, ed al 3.75% sugli apparecchi multifunzionali;
- i brevetti oggetto della disputa, con durata ventennale, avranno scadenza nel 2015.

..Cynosure non ha fatto accantonamenti e El.En. confida sulle indicazioni emerse da una perizia tecnica

.. Cynosure non ha intenzione di risolvere la causa in via stragiudiziale, per cui i tempi non sembrano brevi

.. Cutera, oltre ad USD22m, dovrà pagare royalties dal 7.5% al 3.75%

.. brevetti oggetto della disputa, avranno scadenza nel 2015

Ipotizzando in via prudenziale che:

Ipotizziamo che:

- A) i ricavi oggetto della disputa siano compresi tra il 75% ed il 35% delle revenues di Cynosure;
- B) la royalties media dovuta, compresa tra il 6.4% ed il 4.9%;
- C) le royalties siano dovute prudenzialmente fino al 2015, sebbene rileviamo che il ciclo di vita dei prodotti medicali abbia comunque una durata inferiore e, dunque, ci possa essere un notevole effetto di sostituzione prima della scadenza del brevetto;

...i ricavi oggetto della disputa siano compresi tra il 75% ed il 35% delle revenues

...la royalties media, compresa tra il 6.4% ed il 4.9%

... le royalties siano dovute prudenzialmente fino al 2015

stimiamo un rischio massimo compreso tra USD22m ed USD34m in capo a Cynosure. Ciò equivale ad una potenziale perdita di valore su El.En. compresa tra EUR6m ed EUR9m (tra il 7.2% ed il 4.8% della market cap) ovvero EUR1.4/EUR2.0 per azione.

Stimiamo un rischio massimo su El.En. compreso tra EUR6m ed EUR9m ovvero EUR1.4/EUR2.0 per azione

Potential Royalties payment due in USDm
Air removal revenues on Cynosure sales

	95%	85%	75%	65%	55%	45%	35%	25%	15%
7.5%	42	39	37	34	31	28	26	23	20
7.1%	41	38	36	33	30	28	25	23	20
6.8%	39	37	35	32	30	27	25	22	20
6.4%	38	36	34	31	29	27	24	22	20
Royalties due to Palomar as % on sales	37	35	33	30	28	26	24	22	20
5.6%	36	34	32	29	27	25	23	21	19
5.3%	34	32	30	29	27	25	23	21	19
4.9%	33	31	29	28	26	24	22	21	19
4.5%	32	30	28	27	25	24	22	20	19
4.1%	30	29	27	26	25	23	22	20	19
3.8%	29	28	26	25	24	22	21	20	18

Fx rate EUR/USD 1.25
Cynosure stake 34.99%

Impact on El.En in EURm
Air removal revenues on Cynosure sales

	95%	85%	75%	65%	55%	45%	35%	25%	15%
7.5%	12	11	10	9	9	8	7	6	6
7.1%	11	11	10	9	9	8	7	6	6
6.8%	11	10	10	9	8	8	7	6	6
6.4%	11	10	9	9	8	7	7	6	6
Royalties due to Palomar as % on sales	10	10	9	8	8	7	7	6	5
5.6%	10	9	9	8	8	7	7	6	5
5.3%	10	9	9	8	7	7	6	6	5
4.9%	9	9	8	8	7	7	6	6	5
4.5%	9	8	8	8	7	7	6	6	5
4.1%	9	8	8	7	7	6	6	6	5
3.8%	8	8	7	7	7	6	6	6	5

Source: RasBank on Company data

I multipli a sconto confermano la nostra view

L'analisi dei multipli dei principali *comparable* conferma la nostra view.

- Al momento El.En, rettificata delle minorities di Cynosure consolidata integralmente e posseduta al 34.99%, è scambiata a 0.8x l'EV/Sales '06, 0.8x l'EV/Sales '07, 9.0x EV/EBIT '06 ed 7.3x EV/EBIT '07, verso un valore mediano di 2.0x l'EV/Sales '06, 1.7x l'EV/Sales '07, 15.9x EV/EBIT '06 ed 14.0x EV/EBIT '07.
- Tenuto conto dei multipli del Gruppo El.En. e di Cynosure, gli altri asset del Gruppo sono trattati implicitamente a 6.5x EV/EBIT 2006 ed a 5.5x EV/EBIT 2007 a forte sconto sul settore e sul competitor italiano Prime Industrie.
- I multipli sul P/E '06 rimangono penalizzati dal *turnaround* di Cynosure tornata all'utile nel corso del 2004, e si allineano al settore nel 2007.
- Lo scenario M&A si riflette sui multipli di Laserscope, che è stato target di acquisizione nel corso del mese di Giugno da parte di American Medical Systems Holdings, che ha offerto USD31.0 per share, pari ad un multiplo di circa 50x P/E '06.

I multipli confermano la nostra view:

El.En tratta 0.8x l'EV/Sales '06 e 9.0x EV/EBIT '06 verso rispettivamente 2.0x e 15.9x dei comparables

Gli altri asset del Gruppo sono trattati implicitamente a 6.5x EV/EBIT 2006 ed a 5.5x EV/EBIT 2007 a forte sconto

P/E '06 è penalizzato dal turnaround di Cynosure tornata all'utile nel corso del 2004

Laserscope, è stata acquisita a Giugno da di AMS, che ha offerto USD31.0 per share ovvero 50x P/E '06

Multiples		EV/Revs 06	EV/Revs 07	EV/EBIT 06	EV/EBIT 07	P/E 06	P/E 07
BioLase Technology Inc	USA	2.2x	1.7x		20.5x		20.5x
Candela Corp.	USA	1.5x	1.3x	14.2x	11.2x	19.0x	14.7x
Laserscope	USA	4.6x	3.8x	27.2x	19.8x	46.4x	32.1x
WaveLight AG	Germany	0.8x	0.9x		15.2x		36.4x
Prima Industrie SpA	Italy	0.7x	0.6x	7.4x	6.2x	10.2x	10.6x
Rofin Sinar Technologies	USA	2.0x	1.8x	11.2x	9.6x	19.5x	17.7x
Palomar Medical Technologies	USA	6.8x	6.2x	21.6x	25.4x	20.0x	22.7x
Quantel SA	France	1.4x	1.2x	15.8x	12.0x	15.8x	14.3x
Cutera Inc	USA	3.3x	2.7x		14.0x		19.3x
Syneron Medical Ltd.	Israel	6.0x	5.0x	16.1x	13.2x		
Cynosure Inc.	USA	1.9x	1.6x	25.3x	19.9x	36.6x	30.9x
Median		2.0x	1.7x	15.9x	14.0x	19.5x	19.9x
El.En		0.8x	0.8x	9.0x	7.4x	24.0x	19.5x
Cynosure Inc.	USA	1.9x	1.6x	25.3x	19.9x	36.6x	30.9x
Other El.En. assets		0.6x	0.6x	6.5x	5.5x	19.2x	15.3x
Discount to median		-58.5%	-56.7%	-43.3%	-47.1%	23.3%	-2.1%
El.En @ target		1.2x	1.1x	12.8x	10.4x	31.3x	25.4x

Source: RasBank estimates & JCF

La nostra valutazione non contempla nessuna ipotesi di M&A, tema che di recente è tornato di interesse a seguito della citata operazione Laserscope, American Medical Systems Holdings.

La nostra valutazione non contempla nessuna ipotesi di M&A

Non sono emerse news su tale fronte ancorché il management ha confermato come stia proseguendo l'attività di *scouting* di possibili opzioni. Nel complesso confermiamo come l'outlook sul titolo possa ulteriormente beneficiare di una maggiore visibilità sulla modalità di impiego del *cash-in post IPO* di Cynosure. La struttura finanziaria del Gruppo, al momento subottimale, ha forte capacità di *leverage* ed una capienza tale da garantire una forte crescita esterna.

La struttura finanziaria del Gruppo, al momento subottimale, ha forte capacità di leverage ed una capienza tale da garantire una forte crescita esterna

INVESTMENT STORY

Management fiducioso sul superamento delle *guidance* 2006

Giudichiamo positivamente il *newsflow* relativo ai risultati del Q2'06. Dopo una *performance* particolarmente brillante già emersa dai risultati Q1'06, l'*outlook* Q2'06 evidenzia un'ulteriore fase di accelerazione della crescita. La *top line* del Gruppo raggiunge un nuovo picco storico ad EUR37.8m (+41.2% yoy), al di sopra delle nostre attese di EUR35.7m, trainata sia dalla vendita delle apparecchiature laser per applicazioni medicali ed estetiche (+38.3% yoy), sia dai sistemi laser per lavorazioni industriali (+79.0% yoy).

Giudichiamo positivamente il newsflow relativo ai risultati del Q2'06. La top line del Gruppo raggiunge un nuovo picco storico ad EUR37.8m

Tra i fattori di maggiore novità rileviamo come parallelamente ad un consolidato *trend* evolutivo delle applicazioni estetiche orami evidente già da diversi anni, si affianchi una robusta ed inattesa congiuntura favorevole del settore industriale.

Robusta ed inattesa congiuntura favorevole del settore industriale

- Nel settore del taglio (+70.7% yoy) contribuiscono positivamente i risultati di Cutlite Penta e, in misura inferiore, di Lasercut negli Stati Uniti la cui performance rimane penalizzata dalle importazioni dall'area euro, e dalla relativa debolezza del dollaro.
- Nel segmento della marcatura (+69.6% yoy), rilevano sia le applicazioni speciali per la decorazione mediante sistemi a CO₂, sia la marcatura tradizionale a Nd:YAG.
- Se pur con importi limitati, rileva il segmento delle sorgenti ad EUR1.0m (+157.6% yoy) grazie principalmente ad alcune soluzioni proposte con sorgenti di potenza a CO₂, a flusso assiale lento ed a flusso assiale veloce, e alle sorgenti a stato solido per applicazioni industriali prodotte da Quanta System.

Nel taglio (+70.7% yoy) contribuisce positivamente Cutlite Penta

+69.6% yoy nel segmento della marcatura

Le sorgenti ad EUR1.0m (+157.6% yoy) beneficiano delle sorgenti di potenza a CO₂

Le applicazioni medicali si confermano ancora un driver importante di crescita beneficiando del positivo momento delle applicazioni estetiche (+33.8% yoy), dentali, e della fisioterapia, che, per altro, recepisce il consolidamento dei risultati di ASA Srl dal mese di novembre 2005.

Le applicazioni medicali si confermano ancora un driver importante di crescita

La dinamica dei ricavi ha favorito l'emergere di economie di scala, legate essenzialmente alle spese di R&D, trainando al rialzo l'evoluzione dei margini. L'EBITDA si attesta ad EUR4.2m (+62.7% yoy) con margine al 11.1% (+1.5pp yoy) nonostante la maggiore incidenza del business industriale, a marginalità inferiore, e lo sfavorevole mix dei prodotti medicali venduti. Nonostante la robusta performance operativa, la bottom line H1'06 si attesta ad EUR0.9m, in diminuzione rispetto ad EUR1.4m del H1'05, per le maggiori quote di risultato attribuito alle *minorities*.

La dinamica dei ricavi ha trainando al rialzo l'evoluzione dei margini: EBITDA ad EUR4.2m (+62.7% yoy) con margine al 11.1% (+1.5pp yoy)

La posizione finanziaria netta è positiva per EUR61.3m, in diminuzione di circa EUR12m rispetto a fine 2005. La generazione di cassa è penalizzata dal pagamento dei dividendi (EUR2.8m), dall'acquisto di quote di Otlas Srl e Cutlite Penta Srl (EUR0.6m), da un effetto cambio negativo per EUR3.7m e

La posizione finanziaria netta è positiva per EUR61.3m, ma in diminuzione di circa EUR12m rispetto al 2005

Direzione Finanza

dal maggior assorbimento di circolante legato al picco delle vendite concentrato negli ultimi mesi del semestre.

Nell'ipotesi di stabilità della attuale scenario di mercato, il management prevede di poter trarre l'esercizio superando le *guidance* di fatturato precedentemente indicate in EUR140m e rispettando le previsioni di EBIT ad EUR12m.

il management prevede di trarre l'esercizio superando le guidance di fatturato e rispettando le previsioni di EBIT

EUR m	Q1'04	Q2'04	Q3'04	Q4'04	Q1'05	Q2'05	Q3'05	Q4'05	Q1'06	Q2'06
Revenues	18.9	26.2	21.1	28.4	25.0	26.8	29.2	37.3	34.3	37.8
- Sistemi industriali	2.8	4.8	2.9	5.7	3.8	3.6	4.0	8.0	4.4	6.4
- Laser medicali	12.7	16.4	15.5	18.5	17.6	19.6	21.4	25.4	25.3	27.2
- Research	0.0	0.0	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
- Assistance	3.5	4.8	2.6	3.7	3.6	3.6	3.8	3.9	4.7	4.3
Gross Margin	10.7	13.8	12.2	15.4	13.7	14.9	15.7	20.5	18.1	20.0
EBITDA	1.3	3.6	2.3	2.8	2.3	2.6	3.9	6.1	2.9	4.2
EBIT	0.2	2.2	1.4	2.1	1.5	1.8	2.9	3.8	1.7	3.1
EBT	1.2	4.2	1.5	2.4	1.6	1.7	2.9	24.4	2.1	3.5
on sales										
Gross Margin	56.4%	52.5%	58.0%	54.2%	54.7%	55.6%	53.9%	54.9%	52.6%	52.9%
EBITDA	7.1%	13.7%	10.8%	9.9%	9.2%	9.7%	13.3%	16.4%	8.5%	11.1%
EBIT	0.8%	8.3%	6.7%	7.5%	5.8%	6.6%	10.0%	10.2%	5.0%	8.3%
EBT	6.4%	16.1%	7.2%	8.5%	6.2%	6.4%	9.8%	65.3%	6.2%	9.4%
growth yoy										
Revenues	-	-	-	-	32.0%	2.0%	38.6%	31.4%	37.3%	41.2%
- Sistemi industriali	-	-	-	-	37.1%	-26.3%	38.1%	38.7%	13.6%	79.0%
- Laser medicali	-	-	-	-	38.7%	19.6%	37.9%	37.1%	44.1%	38.3%
Gross Margin	-	-	-	-	28.1%	8.1%	28.7%	33.1%	32.1%	34.2%
EBITDA	-	-	-	-	71.4%	-28.0%	69.5%	117.3%	25.9%	62.7%
EBIT	-	-	-	-	825.3%	-19.1%	106.6%	79.0%	16.3%	77.9%
EBT	-	-	-	-	28.5%	-59.3%	88.3%	912.8%	36.1%	106.0%

Source: RasBank on Company data

La favorevole dinamica evolutiva del mercato di riferimento ha coinvolto tutti i principali *players*. La crescita è proseguita nei primi mesi del 2006, trainata ancora una volta dalle applicazioni medicali ed estetiche che sperimentano proprio nel Q2'06 un nuovo picco.

La favorevole dinamica evolutiva del mercato di riferimento ha coinvolto tutti i principali players

Il mercato dei soli *players* medicali quotati nel Q2'06 raggiunge un valore pari a circa USD188m (+34.0% yoy), con un'accelerazione della crescita rispetto a quanto emerso nel Q1'06. Cynosure si dimostra ancora una volta un outperformer (ricavi +39.5% yoy).

Il mercato dei soli players medicali quotati nel Q2'06 raggiunge un valore pari a USD188m (+34.0% yoy)

Industry Sales USDm	Q1'04	Q2'04	Q3'04	Q4'04	Q1'05	Q2'05	Q3'05	Q4'05	Q1'06	Q2'06
Candela Corp.	22.4	28.2	34.7	38.6	28.1	37.7	42.3	41.3	31.2	40.9
Laserscope	18.8	21.4	24.2	29.4	28.2	33.5	30.4	35.0	32.0	40.2
Palomar Medical Technologies	10.8	13.2	13.9	16.4	17.0	18.2	19.3	21.6	22.5	36.7
Cutera Inc	11.6	12.3	12.7	16.1	15.1	17.6	19.0	24.0	20.8	24.4
Syneron Medical Ltd.	12.1	13.4	14.9	17.5	18.5	20.1	25.0	23.7	23.7	27.5
Cynosure Inc.				12.2	12.1	13.0	15.0	16.1	17.1	18.1
Total Market	75.7	88.5	100.4	130.3	119.1	140.2	151.0	161.8	147.3	187.8
Candela Corp.					25.4%	33.7%	22.0%	7.0%	11.2%	8.5%
Laserscope					50.3%	56.4%	26.0%	18.9%	13.6%	20.0%
Palomar Medical Technologies					57.3%	37.7%	38.2%	31.6%	31.7%	101.2%
Cutera Inc					30.8%	43.3%	49.2%	48.8%	37.0%	38.8%
Syneron Medical Ltd.					52.6%	50.2%	67.9%	35.6%	28.3%	36.7%
Cynosure Inc.								32.0%	41.6%	39.5%
Total Market Growth					57.3%	58.3%	50.4%	24.2%	23.7%	34.0%

Source: RasBank on Company data

Top line rivista al rialzo con qualche prudenza sulla dinamica dei margini

Sulla base delle indicazioni emerse dai risultati del Q2'06, e della maggiore confidenza che il *management* ha riposto nello scenario di crescita per il 2006, aggiorniamo le nostre stime sul Gruppo El.En.

Sulla base del Q2'06, e delle indicazioni del management sul 2006, aggiorniamo le stime sul Gruppo El.En

Change in Estimates	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	Cagr '06-'10
New Revenues	147	168	183	199	215	+9.9%
Old Revenues	140	157	172	186	201	+9.4%
Δ new vs old	+4.7%	+6.7%	+6.8%	+6.9%	+6.6%	
New EBITDA	18.0	21.4	24.4	27.7	31.0	+14.5%
Old EBITDA	17.6	21.2	23.9	26.6	29.5	+13.8%
Δ new vs old	+2.5%	+1.1%	+2.1%	+4.0%	+5.2%	
New Ebitda Margin	12.3%	12.8%	13.3%	13.9%	14.5%	
Old Ebitda margin	12.5%	13.5%	13.9%	14.3%	14.7%	
Δ new vs old	-0.3%	-0.7%	-0.6%	-0.4%	-0.2%	
New Net Income	5.4	6.7	7.7	9.1	11.1	+19.7%
Old Net Income	5.5	6.7	7.7	9.1	10.7	+18.3%
Δ new vs old	-1.0%	-0.9%	-0.6%	-0.3%	+3.7%	
						Cumulated
New FCF	-2.5	-0.4	3.6	5.8	8.2	14.8
Old FCF	-1.5	0.7	4.3	6.7	8.5	18.7
Δ new vs old	+68.1%	-152.6%	-17.3%	-12.9%	-3.5%	-21.1%

Source: RasBank estimates

Rimaniamo fiduciosi sulla dinamica di crescita della top line che rivediamo nuovamente al rialzo (vedi nota del 23 Maggio). Sul 2006 stimiamo ricavi consolidati ad EUR147m (+24.2% yoy), al di sopra delle nostre precedenti stime di EUR140m. Trasciniamo l'up-side proposto sugli anni a venire sull'idea che il segmento delle applicazioni medicali ed estetiche in particolare, possa confermare una forte dinamicità ancora trainata da fattori demografici e tecnologici.

Rimaniamo fiduciosi sulla dinamica della top line, che rivediamo nuovamente al rialzo. Sul 2006 stimiamo ricavi consolidati ad EUR147m (+24.2% yoy)

- Continua il graduale processo d'invecchiamento della popolazione dei paesi maggiormente industrializzati, combinato con l'incremento del reddito disponibile del segmento demografico dei "baby boomer". Si fa più realizzabile l'aspirazione di molti individui a migliorare il proprio aspetto estetico come conseguenza di un crescente grado di "vanità" del tessuto sociale.
- Prosegue lo sviluppo tecnologico in grado di fornire trattamenti estetici con soluzioni meno invasive, più sicure, e contemporaneamente a costi inferiori, agevolando la penetrazione di un più ampio bacino di clienti e pazienti.
- Si conferma la rapida diffusione dei centri benessere e termali (Spa Center) che oltre ai tradizionali trattamenti cosmetici, offrono applicazioni laser tramite tecnici professionisti non di formazione medica.

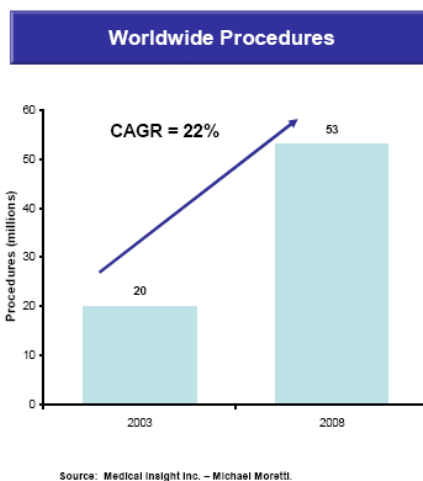
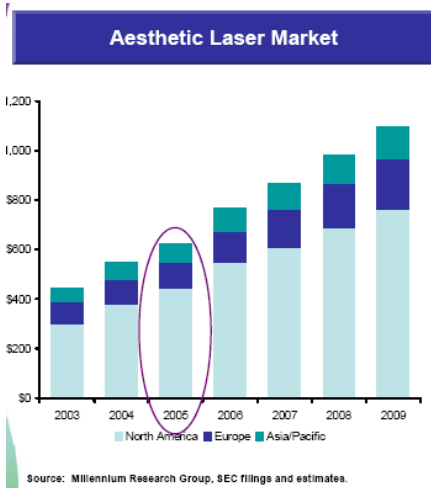
Continua il graduale processo d'invecchiamento della popolazione, combinato con l'incremento del reddito disponibile

Prosegue lo sviluppo tecnologico in grado di fornire trattamenti estetici meno invasivi, più sicuri, e a costi inferiori

Si conferma la rapida diffusione dei centri benessere e termali

Le nostre *assumptions* sono supportate dalle più recenti analisi di mercato che confermano una positiva dinamica del settore negli anni a venire (Millennium Research Group).

Le nostre assumptions sono supportate dalle più recenti analisi di mercato



Siamo confidenti sulle potenzialità di *Cynosure*, il cui *newsflow* continua a dimostrarsi di estremo interesse e conferma un graduale processo di internazionalizzazione delle vendite a sostegno della crescita del Gruppo.

Siamo confidenti sulle potenzialità di Cynosure, il cui newsflow è di estremo interesse

- E' stato di recente raggiunto un accordo di fornitura esclusiva alle cliniche *sk:n Ltd* in UK, di laser per trattamenti della pelle. *Sk:n Ltd*, con 17 cliniche operative in UK e circa 15.000 pazienti al mese, rappresenta uno dei principali istituti per il trattamento della pelle attraverso applicazioni laser. In base ai termini dell'accordo, *Cynosure* fornirà a tutte le nuove *location* che saranno aperte in UK nei prossimi tre anni (il target è di 50 *location*), sistemi laser per l'epilazione, il ringiovanimento della pelle e la rimozione di tatuaggi.
- E' stata di recente avviata una seconda *location* commerciale ad Osaka in Giappone con l'obiettivo di dare maggiore impulso alle vendite sul mercato asiatico. Rileviamo che *Candela* realizza in Giappone ricavi annui per circa USD25m.

E' stato raggiunto un accordo di fornitura esclusiva alle cliniche sk:n Ltd in UK, di laser per trattamenti della pelle

E' stata avviata una seconda location commerciale ad Osaka con l'obiettivo di dare maggiore impulso alle vendite al mercato asiatico

Manteniamo delle prudenze sulla stima dei margini che sono stati rivisti al ribasso anche per tenere in dovuta considerazione il sostegno alla maggiore penetrazione internazionale di *Cynosure*, e la maggiore incidenza delle applicazioni industriali sui risultati del Gruppo.

Margini più prudenti per la maggiore penetrazione internazionale di Cynosure, e l'incidenza delle applicazioni industriali

La dinamica del FCF risente dei maggiori *receivables* legati all'*upside* dei ricavi da noi proposto e della rivisitazione al rialzo del tax rate di Gruppo, anche sulla base delle indicazioni emerse dai risultati del H1'06 (*tax rate* al 52.9%).

FCF risente dei maggiori receivables legati all'upside dei ricavi da noi proposto e del rialzo del tax rate

L'analisi del sistema competitivo

Modello di Porter

Riproponiamo di seguito l'analisi del business di El.En attraverso il modello di Porter.

Competitors. Il mercato di riferimento è molto frammentato e si caratterizza per la presenza di pochi *big players* e di numerose *small companies* specializzate in determinate nicchie applicative dei prodotti laser. El.En è uno dei principali operatori mondiali.

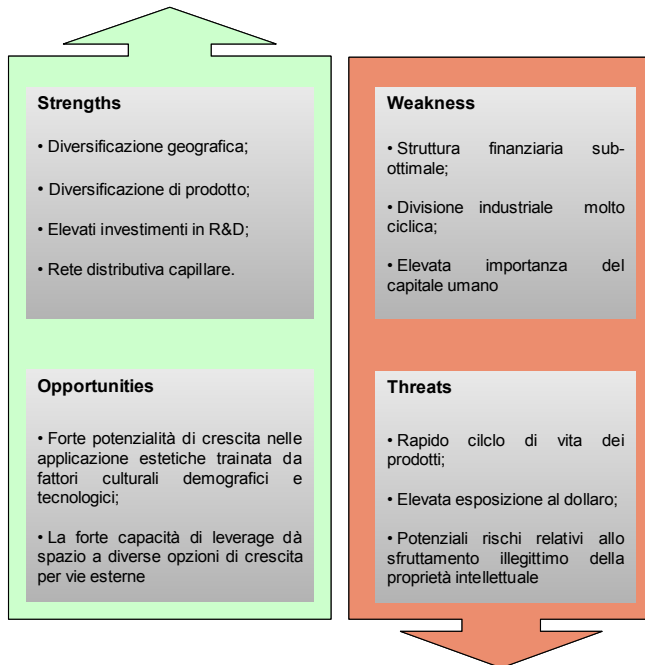
Potenziali entranti. In un settore ad alto contenuto tecnologico come quello dei laser, gli elevati investimenti in R&D costituiscono la principale barriera all'entrata. Rileviamo comunque che l'ampia versatilità delle tecnologia laser porta verso una maggiore diversificazione dell'offerta favorendo l'ingresso degli stessi produttori di apparecchi laser in segmenti in precedenza inesplorati.

Prodotti sostitutivi. L'esistenza di differenti tecnologie utilizzabili per il medesimo scopo e la riduzione del ciclo di vita dei prodotti rende estremamente competitivo il mercato dei laser.

Fornitori. El.En sviluppa internamente la propria tecnologia e si avvale di fornitori, dai quali non si segnala alcuna particolare dipendenza.

Clienti. Il contesto geografico ed il portafoglio di offerta estremamente differenziato non determina un sostanziale rischio di concentrazione della clientela.

Swot Analysis



Direzione Finanza

FINANCIALS

Balance sheet

EURm	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
- Intangible asset	11.1	7.4	7.3	7.2	7.1	6.9	6.6
- Tangible asset	10.1	11.3	11.9	12.5	12.9	12.9	12.8
- Financial asset	3.0	4.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Net Fixed Asset	24.2	23.1	24.2	24.7	24.9	24.8	24.3
Current Asset	52.2	68.2	85.7	97.7	106.7	115.6	124.3
Current Liabilities	-29.5	-38.4	-49.0	-54.5	-59.3	-64.2	-69.0
Net Working Capital	21.0	27.6	34.3	40.5	44.6	48.5	52.3
Net Invested Capital	45.2	50.7	58.5	65.2	69.6	73.2	76.6
- Short Term Financial Debt	4.0	2.2	2	2	2	2	2
- M/LT Financial Debt	2.6	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
- Cash and Deposit	-15.1	-77.1	-74.8	-74.8	-78.1	-83.3	-90.5
- Treasury Stock	-0.3	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
Net Financial Debt	-8.7	-73.4	-71.3	-71.3	-74.6	-79.8	-87.0
- Paid in Capital	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
- Reserves	45.9	71.3	74.2	77.6	81.3	85.7	91.4
Group Shareholder Equity	48.3	73.7	76.6	80.0	83.7	88.2	93.8
- Minorities Shareholder Equity	5.6	50.4	53.2	56.4	60.4	64.9	69.7
Total Shareholder Equity	53.9	124.1	129.8	136.5	144.2	153.1	163.6
Net Invested Capital	45.2	50.7	58.5	65.2	69.6	73.2	76.6

Source: Company Data & Rasbank Estimates

Profit & loss account

EURm	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Revenues	94.5	118.3	147.0	167.7	183.4	199.1	214.5
growth	38.6%	25.2%	24.2%	14.1%	9.4%	8.5%	7.7%
Change in finished goods	3.2	4.0	5.8	5.9	5.9	6.0	6.2
Other income	1.5	2.0	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6
Value of production	99.2	124.3	154.5	175.6	191.5	207.5	223.3
Purchases	-39.4	-50.2	-64.9	-73.0	-79.3	-85.4	-91.2
Change in row materials	1.3	1.7	3.3	2.4	2.7	2.9	3.1
Other direct cost	-9.0	-11.0	-14.8	-15.8	-17.2	-18.6	-20.1
Gross Margin	52.1	64.8	78.1	89.3	97.6	106.3	115.2
Other cost and services	-19.4	-23.4	-28.8	-33.5	-36.9	-40.2	-43.6
Value added	32.7	41.5	49.3	55.8	60.8	66.1	71.6
Labour cost	-22.6	-26.6	-31.2	-34.4	-36.4	-38.4	-40.6
EBITDA	10.0	14.9	18.0	21.4	24.4	27.7	31.0
% on sales	10.6%	12.6%	12.3%	12.8%	13.3%	13.9%	14.5%
Deprec./amortis./provision	-4.2	-4.9	-5.0	-5.2	-5.3	-5.5	-5.6
EBIT	5.9	9.9	13.1	16.2	19.1	22.2	25.4
% on sales	6.2%	8.4%	8.9%	9.7%	10.4%	11.1%	11.8%
Net financial income	0.0	0.9	2.1	2.1	2.1	2.2	2.4
Adjustment	0.2	0.0	0	0	0	0	0
Extraordinary items	3.3	19.6	0	0	0	0	0
EBT	9.4	30.5	15.2	18.3	21.3	24.4	27.8
Taxes	-3.0	-4.4	-7.0	-8.3	-9.6	-10.9	-11.9
Group Net profit	6.4	26.1	8.2	10.0	11.7	13.5	15.9
Minorities	-1.8	-1.4	-2.8	-3.3	-4.0	-4.5	-4.8
Net profit	4.6	24.7	5.4	6.7	7.7	9.1	11.1

Source: Company Data & Rasbank Estimates

Direzione Finanza

Cash flow

EURm	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Beginning NFP	13.3	8.7	73.4	71.3	71.3	74.6	79.8
Net income/loss	6.4	26.1	8.2	10.0	11.7	13.5	15.9
Depreciation & Amortization	3.0	2.8	3.4	3.5	3.6	3.8	4.0
Change in working capital	-2.1	-7.1	-6.9	-6.4	-4.3	-4.0	-4.0
Net change in reserve	0.6	0.5	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
Other changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flows from operations	7.9	22.3	4.9	7.3	11.2	13.6	16.1
Intangible assets	-0.7	-0.1	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
Tangible assets	-3.9	-4.0	-4.3	-4.5	-4.5	-4.5	-4.5
Financial Investments	-1.1	-1.5	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Other change	-5.6	3.9	1.2	1.3	1.5	1.6	1.8
Cash flows from investing	-11.3	-1.8	-4.4	-4.0	-3.9	-3.7	-3.5
FREE CASH FLOW	-3.4	20.6	0.4	3.2	7.3	9.9	12.6
Capital increases	-0.1	45.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Contribution by shareholders	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flows from financing	-0.1	45.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividends	-1.1	-1.6	-2.5	-3.2	-4.0	-4.6	-5.4
Other change	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in NFP	-4.6	64.7	-2.1	0.0	3.3	5.3	7.1
Final NFP	8.7	73.4	71.3	71.3	74.6	79.8	87.0

Source: Company Data & Rasbank Estimates

Ratios

	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
EBITDA margin	10.6%	12.6%	12.3%	12.8%	13.3%	13.9%	14.5%
ROS adj	6.2%	8.4%	8.9%	9.7%	10.4%	11.1%	11.8%
ROS	6.2%	8.4%	8.9%	9.7%	10.4%	11.1%	11.8%
ROE	10.7%	52.2%	7.5%	8.9%	9.9%	11.2%	13.1%
ROI	17.1%	22.5%	26.2%	28.5%	30.7%	33.4%	36.3%
ROCE	7.8%	11.3%	12.2%	13.9%	15.3%	17.0%	19.3%

Source: Company Data & Rasbank Estimates

Valuation

	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
EV	70.0	132.6	144.3	145.7	144.6	141.2	134.9
EV/sales	0.7x	1.1x	1.0x	0.9x	0.8x	0.7x	0.6x
EV/EBITDA	7.0x	8.9x	8.0x	6.8x	5.9x	5.1x	4.4x
EV/EBIT	11.9x	13.3x	11.0x	9.0x	7.5x	6.4x	5.3x
P/E	16.1x	5.1x	24.0x	19.5x	16.9x	14.4x	11.7x
P/E adj	60.7x	24.7x	24.0x	19.5x	16.9x	14.4x	11.7x
P/CF	8.4x	4.2x	12.5x	11.0x	10.0x	9.0x	7.8x
P/CF adj	17.0x	17.5x	12.5x	11.0x	10.0x	9.0x	7.8x
P/Book	1.5x	1.7x	1.7x	1.6x	1.6x	1.5x	1.4x

Source: Rasbank Estimates

Direzione Finanza

Il presente Studio è stato preparato da Carmelo Pappalardo, che svolge mansioni di analista azionario all'interno del Research Department di RASBANK S.p.A.

RASBANK S.p.A., soggetto giuridico responsabile della produzione del presente Studio, è intermediario autorizzato da Banca d'Italia all'esercizio professionale nei confronti del pubblico di servizi di investimento.

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

Il presente Studio è stato diffuso mediante canali di divulgazione in data 17 ottobre 2006 (di seguito, Data di Diffusione).

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

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

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

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

Lo Studio è divulgato a solo scopo informativo: esso non costituisce parte e non può in alcun modo essere considerato come offerta di vendita o di sottoscrizione o di scambio, o come sollecitazione di qualsiasi genere all'acquisto, alla sottoscrizione o allo scambio di strumenti finanziari o in genere all'investimento, né costituisce consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari. RASBANK S.p.A. non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo dello Studio. Le informazioni rese disponibili attraverso lo Studio non devono essere infatti intese come un invito di RASBANK S.p.A. a compiere una particolare transazione o come suggerimento a porre in essere una determinata operazione. Ciascun investitore dovrà formarsi un proprio autonomo convincimento in merito all'opportunità di effettuare investimenti e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, su detto Studio, bensì dovrà consultare anche altri studi messi a disposizione da altri Uffici Analisi. In particolare RASBANK S.p.A., considerato anche che i rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri, non fornisce alcuna garanzia di raggiungimento degli obiettivi di investimento né assume alcuna responsabilità per eventuali inesattezze dei dati riportati e/o elaborati negli studi. Ogni opinione espressa può essere soggetta a cambiamenti e modifiche senza preavviso. Il presente Studio non è destinato e non dovrà essere in alcun modo trasmesso o comunque distribuito negli Stati Uniti, in Canada, in Australia ed in Giappone, e neppure in qualsiasi altro Paese nel quale la diffusione sia consentita solo previa autorizzazione da parte delle competenti autorità. RASBANK S.p.A. si è dotata di procedure interne idonee a garantire l'indipendenza dei propri analisti.

Legenda esplicativa del significato delle raccomandazioni:

BUY	l'analista ritiene che vi sia un'elevata probabilità che il total return del titolo azionario nel corso dei successivi 12 mesi possa risultare superiore di almeno il 10% rispetto al total return dell'indice Mibtel
OUTPERFORM	l'analista ritiene che vi sia un'elevata probabilità che il total return del titolo azionario nel corso dei successivi 12 mesi possa risultare superiore rispetto al total return dell'indice Mibtel
NEUTRAL	l'analista ritiene che vi sia un'elevata probabilità che il total return del titolo azionario nel corso dei successivi 12 mesi possa risultare prossimo rispetto al total return dell'indice Mibtel
UNDERPERFORM	l'analista ritiene che vi sia un'elevata probabilità che il total return del titolo azionario nel corso dei successivi 12 mesi possa risultare inferiore rispetto al total return dell'indice Mibtel
SELL	l'analista ritiene che vi sia un'elevata probabilità che il total return del titolo azionario nel corso dei successivi 12 mesi possa risultare inferiore di almeno il 10% rispetto al total return dell'indice Mibtel
(U.R.)	nel caso la raccomandazione sia seguita dall'indicazione (U.R.) significa che la raccomandazione stessa è in fase di revisione
BLACK-OUT	emittenti inclusi nella politica di copertura di RasBank su cui l'analista non può temporaneamente pubblicare raccomandazioni per effetto della fornitura all'emittente di servizi di finanza aziendale da parte di RasBank o di soggetti ad essa collegati
NOT RATED	l'analista non esprime un giudizio sul total return del titolo azionario nel corso dei successivi 12 mesi

Laddove non sia indicato diversamente i prezzi dei titoli azionari menzionati nel presente studio si riferiscono alla fase di chiusura della seduta precedente la Data di Diffusione o, per quanto riguarda i prezzi utilizzati per il calcolo di indicatori storici relativi agli esercizi chiusi nel 2005 e precedentemente, alla media semplice annuale dei prezzi di chiusura giornalieri dell'esercizio di riferimento.

Per un approfondimento in relazione alle metodologie utilizzate per la produzione delle raccomandazioni, si rimanda al sito internet di RASBANK S.p.A. all'indirizzo: www.rasbank.it/clienti-istituzionali.

Ai sensi della disciplina vigente in materia di produzione di raccomandazioni, RASBANK rende pubbliche, in apposita sezione del sito internet all'indirizzo www.rasbank.it/clienti-istituzionali, le informazioni relative a:

- i meccanismi organizzativi e amministrativi posti in essere per prevenire ed evitare conflitti di interesse in relazione alla produzione di raccomandazioni;
- trimestralmente, il peso percentuale, nell'ambito della copertura, delle singole raccomandazioni e, per ciascun tipo di raccomandazione, degli emittenti ai quali la controllata RASFIN SIM S.p.A. ha fornito rilevanti servizi di finanza aziendale nel corso degli ultimi 12 mesi.



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 Oipari *Head of Research* +39 02 7216 2746

Equity Analysts

Oriana Cardani, CFA	<i>Telecoms / Media / Financial Serv.</i>	+39 02 7216 5730
Enrico Esposti, CIIA	<i>Industrial</i>	+39 02 7216 4044
Stefania Forti	<i>Media / Fin. Serv. / Ind. / Tech.</i>	+39 02 7216 3991
Gabriele Gambarova	<i>Oil / Auto / Ind. / Tech. / Constr. / HC</i>	+39 02 7216 2102
Luigi Monica	<i>Utilities / Industrial / Technology</i>	+39 02 7216 5832
Carmelo Pappalardo	<i>P&HG / Ind. / T&L</i>	+39 02 7216 3990
Elena Perini, CFA	<i>Banks</i>	+39 02 7216 4080

Corporate Bond Analyst

Enrico Esposti, CIIA +39 02 7216 4044

Economists

Matteo Radaelli +39 02 7216 4831

Research Assistants

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

