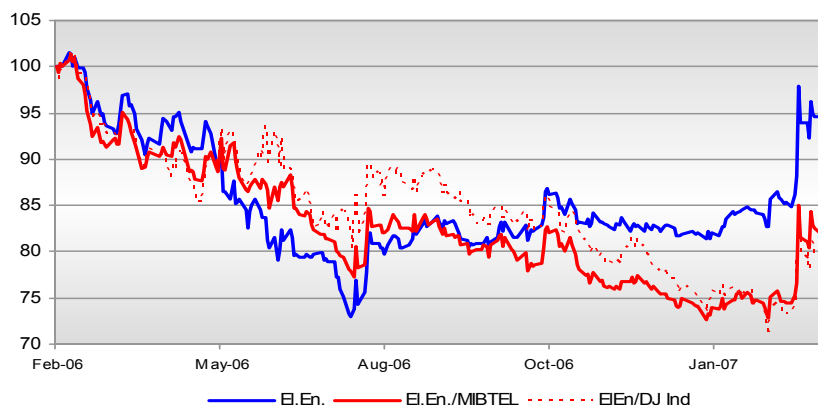


El.En.
OUTPERFORM (UNCHANGED)

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	154.4	10.5	5.4	3.5%	9.8%	4.0	4.0	5.5%	-0.39	0.86	0.51	16.9	32.8	36.1	1.7%	30.9
2007E	186.4	24.1	19.0	10.2%	29.5%	7.6	7.6	10.4%	-0.44	1.65	0.50	7.0	8.9	18.7	7.0%	30.9
2008E	218.0	28.8	23.4	10.7%	34.1%	9.4	9.4	11.9%	-0.48	2.04	0.61	5.7	7.0	15.1	2.0%	30.9

Update delle stime e della valutazione

- In occasione della comunicazione dei risultati 2006, il *management* si è mostrato particolarmente fiducioso sull'*outlook* 2007. Contando di poter cogliere le opportunità offerte dalla positiva congiuntura del mercato dei laser, e grazie alle operazioni chiuse da Cynosure in Cina e da El.En. in Giappone, il Gruppo prevede di raggiungere un fatturato di EUR185m (+20% yoy) ed EBIT di EUR19m (*EBIT margin* al 10%), in crescita del 42% yoy al netto dell'onere Palomar *one shot* di EUR7.9m.
- Alla luce delle guidance indicate rivediamo al rialzo la dinamica di crescita della *top line*. Crediamo in uno scenario di crescita con CAGR '06-'10 del 14.2% (+10.7% il precedente), sull'idea che il segmento delle applicazioni medicali ed estetiche, possa confermare una forte dinamicità ancora trainata da fattori demografici e tecnologici. Siamo confidenti sulle potenzialità di Cynosure e delle altre *operations* del Gruppo, il cui *newsflow* continua a dimostrarsi di estremo interesse.
- Sulla revisione delle stime, aggiorniamo il **target ad EUR34.3 per share**, +8% rispetto al precedente EUR31.7. Confermiamo l'**OUTPERFORM** emesso per la prima volta il 23 Maggio 2006. Il precedente rating, NEUTRAL, è stato emesso per l'ultima volta il 16 Maggio 2006. L'analisi dei multipli conferma la nostra view. El.En. è scambiata a 8.8x EV/EBITDA '07 ed a 18.7x P/E verso una media di settore di 9.7x ed 21.0x.

El.En. absolute and relative performance in the last 12 month


Price on Feb 28th, 2007

30.9

52-week range

EUR24.8-34.5

MIBTEL index

32,002

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

+7.5,+9.4,-9.6%

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

+9.2,+5.2,-18.7%

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

+8.2,-1.5,-19.6%

Share capital (total)

EUR2.4m

Shares outstanding (total)

4.62m

Market capitalisation (total)

142.9m

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

Il 2006 Management fiducioso sull'outlook 2007

L'outlook che emerge dai risultati 2006, ha confermato uno scenario particolarmente positivo sulla dinamica evolutiva dei ricavi del Gruppo El.En, che chiude l'anno ad EUR154.4m, +30.5% yoy. Dopo una *performance* particolarmente brillante già emersa dai risultati Q3'06, l'*outlook* Q4'06 evidenzia un'ulteriore fase di accelerazione trainata dalla positiva congiuntura del mercato dei prodotti laser per applicazioni medicali estetiche in crescita del 42.9% yoy.

L'outlook 2006, ha confermato uno scenario particolarmente positivo sulla dinamica evolutiva dei ricavi del Gruppo El.En

Non altrettanto brillante è risultata la performance dei margini. Oltre ad un mix di prodotti e mercati meno favorevole, l'anno 2006 è stato caratterizzato da eventi negativi di carattere straordinario:

Non altrettanto brillante è risultata la performance dei margini

- l'interruzione dei rapporti commerciali con il distributore giapponese Interface, che ha comportato una svalutazione dei crediti per EUR0.4m;
- l'interruzione dei rapporti commerciali con il distributore Sona, che ha comportato una svalutazione di EUR1.5m;
- pagamento *one shot* di USD10m (circa EUR7.9m) dell'onere "Palomar" ovvero l'accordo extragiudiziale sulla concessione in licenza di brevetti.

Interruzione dei rapporti commerciali con il giapponese Interface

Interruzione dei rapporti commerciali con Sona

pagamento one shot di USD10m

Fatta eccezione per gli effetti diluitivi sui margini derivanti dalle conseguenze dell'accordo con Palomar, già incorporati nelle nostre stime, lo scenario 2007 si potrebbe confermare particolarmente positivo. Il management conta di poter cogliere le opportunità offerte dalla positiva congiuntura del mercato, e anche grazie alle operazioni chiuse da Cynosure in Cina e da El.En. in Giappone prevede di poter raggiungere EUR185m di fatturato (+20% yoy) ed EBIT di EUR19m (ROS al 10%), in crescita del 42% yoy al netto dell'onere Palomar.

Il management conta di poter raggiungere EUR185m di fatturato (+20% yoy) ed EBIT di EUR19m (ROS al 10%), in crescita del 42% yoy al netto dell'onere Palomar

Outlook dei ricavi rivisto al rialzo con CAGR'06-'10 del +14.2%

Sulla base delle indicazioni emerse dai risultati 2006, e della maggiore confidenza che il *management* ha riposto nello scenario di crescita per l'anno 2007, aggiorniamo le nostre stime sul Gruppo El.En.

Aggiorniamo le nostre stime sul Gruppo El.En.

Direzione Finanza

Change in Estimates	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	Cagr '06-'10
New Revenues	154	186	208	236	263	+14.2%
Old Revenues	154	168	185	209	232	+10.7%
□ new vs old		+11.1%	+12.2%	+12.7%	+13.4%	
New EBITDA	10.5	24.1	28.8	33.4	38.0	+37.9%
Old EBITDA	10.5	21.4	25.4	29.6	34.0	+34.2%
□ new vs old		+12.6%	+13.5%	+13.0%	+11.6%	
New Ebitda Margin	6.8%	12.9%	13.9%	14.2%	14.5%	
Old Ebitda margin	6.8%	12.8%	13.7%	14.1%	14.7%	
□ new vs old		+0.2%	+0.2%	+0.0%	-0.2%	
New Net Income	4.0	7.6	9.4	11.4	13.2	+35.0%
Old Net Income	4.0	6.6	7.6	8.9	10.9	+28.7%
□ new vs old		+15.0%	+23.8%	+27.4%	+21.3%	
New FCF	-17.0	7.2	3.7	5.5	7.7	
Old FCF	-17.0	-0.9	3.2	5.0	7.0	
□ new vs old		-918.5%	+16.7%	+11.0%	+10.2%	

Source: RasBank estimates

Rimaniamo fiduciosi sulla dinamica di crescita della *top line* che rivediamo nuovamente al rialzo. Sul 2007 stimiamo ricavi consolidati ad EUR186m (+20.7% yoy), in linea con la *guidance* fornita dal *management*. Per gli anni a venire crediamo in uno scenario di crescita con CAGR '06-'10 del 14.2%, sull'idea che il segmento delle applicazioni medicali ed estetiche in particolare possa confermare una forte dinamicità ancora trainata da fattori demografici e tecnologici.

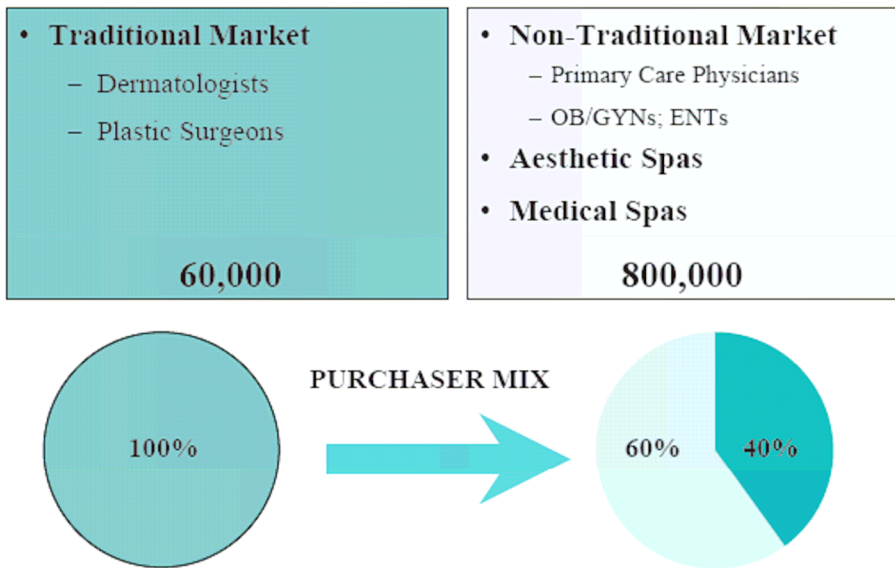
Rimaniamo fiduciosi sulla dinamica della top line, che rivediamo nuovamente al rialzo

- 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 sempre più realizzabile l'aspirazione di molti individui a migliorare il proprio aspetto estetico come conseguenza di un crescente grado di "vanità" del tessuto sociale. Consideriamo le applicazioni relative al ringiovanimento della pelle come *killer applications*.
- 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: circa il 98% dei ricavi 2006 generati da Cynosure, sono derivati da prodotti immessi sul mercato nei precedenti due anni e mezzo.
- Si conferma la rapida diffusione del mercato di riferimento, non più costituito solo dai medici tradizionali (circa 60,000 dermatologi e chirurghi plastici stimati solo in Nord America) ma soprattutto da un mercato emergente dei centri benessere e termali (Spa Center), che, oltre ai tradizionali trattamenti cosmetici, offre 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

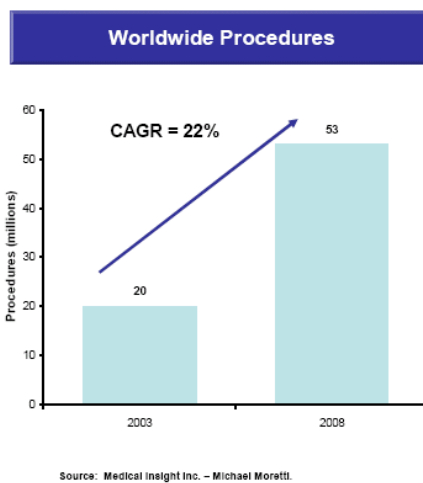
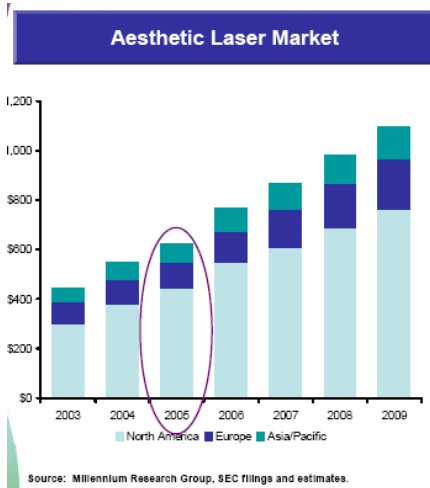
Si conferma la rapida diffusione dei centri benessere e termali



Source: Cynosure

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* e delle altre *operations* del Gruppo, il cui *newsflow* continua a dimostrarsi di estremo interesse a conferma di un graduale processo di internazionalizzazione delle vendite.

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

- *Cynosure* ha di recente raggiunto un accordo di fornitura esclusiva con le 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 tramite 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' stato raggiunto un accordo di fornitura esclusiva alle cliniche sk:n Ltd in UK, di laser per trattamenti della pelle

Direzione Finanza

- Sempre *Cynosure* ha avviato 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' stata avviata una seconda location commerciale ad Osaka*
- El.En. ha acquisito il controllo (51.25% del capitale) di With Us Co LTD, società con sede a Tokio fondata nel 2006 operante nella distribuzione sul mercato Giapponese di sistemi laser e accessori per applicazioni estetiche, prodotti a marchio DEKA. Nel corso del 2006 With US ha conseguito un fatturato pari a circa EUR7m, su 7 mesi di attività. *El.En. ha acquisito il controllo (51.25% del capitale) di With Us Co LTD*
- Cutlite Penta posseduta all'82.67% da El.En., ha costituito in Cina una JV per la distribuzione e la produzione di sistemi *laser* saldatura e marcatura laser. Cutlite Penta detiene il 55% del capitale della società, fissato in un EUR1.0m. *Cutlite ha costituito in Cina una JV per la distribuzione e produzione di sistemi di saldatura e marcatura*

Target rivisto al rialzo ad EUR34.3 per share

Sulla base del nuovo scenario aggiorniamo la valutazione del Gruppo El.En.

- Manteniamo invariata la stima del WACC al 9.7% (*Risk Free Rate Target* al 4.8% e *Equity Risk Premium Target* al 4.2%) con una struttura finanziaria ipotizzata *full equity*, ancora penalizzata dalla liquidità inutilizzata di cui il Gruppo dispone a seguito dell'IPO 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 ovvero ad USD22.0 per azione (*market cap* pari a circa EUR177m) e valorizziamo le altre *minorities* a 8x EBIT'07, a sconto rispetto alla mediana di settore per tenere in dovuta considerazione il minore *appeal* degli *asset* a maggior contenuto industriale. *Adeguiamo il valore delle minorities di Cynosure agli attuali prezzi di mercato e valorizziamo le altre minorities a 8x EBIT'07*

Il DCF restituisce ora un target di **EUR34.3 per share**, +8% rispetto al precedente target di EUR31.7. 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 EUR34.3 per share

DCF Model	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
EBIT	5.4	19.0	23.4	27.3	31.4	35.7	39.8	43.2	46.9	50.9	55.3
Tax	-3.2	-9.1	-10.8	-12.3	-14.1	-16.0	-17.9	-19.5	-21.2	-23.2	-25.3
NOPAT	2.2	9.9	12.6	15.0	17.3	19.7	21.9	23.7	25.6	27.7	30.0
growth YoY	-56.3%	353.5%	26.2%	19.8%	15.1%	13.8%	11.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
D&A	3.4	3.6	3.7	4.1	4.4	4.9	5.4	6.0	6.5	7.1	7.7
Capex	-5.3	-6.0	-6.4	-7.4	-8.2	-8.9	-9.5	-10.0	-10.5	-10.9	-11.4
Change in WC	-17.2	-0.4	-6.1	-6.2	-5.8	-5.3	-4.3	-3.4	-2.9	-2.9	-3.0
Op. Free Cash Flow	-17.0	7.2	3.7	5.5	7.7	10.3	13.4	16.3	18.8	21.0	23.3
growth YoY	401.5%	-142.2%	-48.0%	47.9%	39.9%	33.9%	30.0%	21.0%	15.8%	11.5%	11.1%
Marginal Nopat	-2.8	7.8	2.6	2.5	2.3	2.4	2.2	1.8	1.9	2.1	2.3
Marginal Net Invested Capital	10.9	9.4	4.0	7.1	7.3	6.9	6.2	5.0	3.9	3.3	2.9
Marginal ROCE	-26.1%	82.8%	65.8%	35.0%	31.2%	34.3%	35.9%	36.0%	49.7%	64.3%	78.8%
ROCE	4.0%	15.4%	18.3%	19.9%	20.9%	21.9%	22.8%	23.5%	24.4%	25.7%	27.0%
WACC	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
Periods	-0.66	0.34	1.34	2.34	3.34	4.34	5.34	6.34	7.34	8.34	9.34
Discount factor	1.06	0.97	0.88	0.81	0.74	0.67	0.61	0.56	0.51	0.46	0.42
DFCF	-18.0	6.9	3.3	4.4	5.7	6.9	8.2	9.1	9.6	9.7	9.9
Cumulated DFCF		6.9	10.2	14.7	20.4	27.3	35.5	44.6	54.1	63.9	73.7

Source: RasBank estimates

Direzione Finanza

DCF Model	EURm	per share
'07-'26 DFCF	166.4	36.0
Terminal value	75.1	16.2
Financial assets	1.4	0.3
Group Enterprise Value	242.9	52.6
Minorities EV	112.1	24.2
Cynosure minorities	83.6	18.1
Cynoshure EV 100%	128.1	27.7
Minorities	65.31%	
Other minorities @ 8x EV/EBIT 07	28.4	6.2
Enterprise Value to El.En.	130.8	28.3
Group NFP '06	55.2	11.9
Minorities NFP	27.6	6.9
NFP to El.En.	27.6	6.0
Equity Value to El. En.	158.4	34.3
El. En. Market Price	142.9	30.9
Potential Up-side (Down-side)	+10.9%	+10.9%

Target price Sensitivity to EBITDA changes							
Changes in '07-'09 annual EBITDA growth							
34.3	-5.5%	-3.5%	-1.5%	0.0%	1.5%	3.5%	5.5%
9.3%	24.0	28.8	33.7	37.3	41.0	46.0	51.2
9.4%	23.4	28.2	33.0	36.5	40.2	45.1	50.3
9.5%	22.8	27.5	32.2	35.8	39.3	44.3	49.4
9.6%	22.2	26.9	31.5	35.0	38.5	43.4	48.4
9.7%	21.6	26.2	30.8	34.3	37.8	42.6	47.6
9.8%	21.1	25.6	30.2	33.6	37.0	41.8	46.7
9.9%	20.5	25.0	29.5	32.9	36.3	41.0	45.8
10.0%	20.0	24.4	28.9	32.2	35.6	40.2	45.0
10.1%	19.5	23.9	28.3	31.5	34.9	39.5	44.2

Source: RasBank estimates

L'up-side è negli asset ex Cynosure

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 34.69%, è scambiata a 1.2x l'EV/Sales '07, 8.8x EV/EBITDA '07, 18.7x P/E '07 verso una media di 1.3x l'EV/Sales, 9.7x EV/EBITDA ed 21.0x P/E.
- Tenuto conto dei multipli del Gruppo El.En. e di Cynosure, gli altri asset del Gruppo sono trattati implicitamente a 6.8x EV/EBITDA 07 ed a 14.6x P/E 07, a forte sconto sul settore e sul competitor italiano Prime Industrie.

El.En tratta a 8.8x EV/EBITDA, 18.7x P/E verso una media di 9.7x e 21.0x

gli altri asset del Gruppo sono trattati a 6.8x EV/EBITDA ed a 14.6 P/E 07

Multiples	EV/Revenues			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E			
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	
Candela Corp.	USA									13.4x	12.5x		
WaveLight AG	Germany	0.8x	0.7x		9.2x	6.1x		21.5x	10.2x		16.9x		
Prima Industrie SpA	Italy	1.1x			8.4x			9.2x		16.0x	14.1x		
Rofin Sinar Technologies	USA	1.6x	1.4x	1.2x	8.1x	6.9x	5.9x	9.1x	7.2x	6.6x	17.7x	15.2x	14.7x
Palomar Medical Technologies	USA										34.7x	28.3x	
Quantel SA	France	1.1x	0.9x		7.9x	5.4x		11.3x	7.9x		16.5x	11.9x	
Cutera Inc	USA										24.4x		
Syneron Medical Ltd.	Israel										15.3x	13.2x	
Cynosure Inc.	USA	1.8x	1.5x	1.3x	14.9x	11.9x	10.1x	18.2x	14.1x	11.9x	29.7x	23.7x	20.6x
MEDIAN		1.3x	1.1x	1.2x	9.7x	7.6x	8.0x	13.8x	9.8x	9.2x	21.0x	17.0x	17.6x
El.En Group		1.2x	1.0x	0.8x	8.8x	7.2x	6.0x	11.3x	9.0x	7.4x	18.7x	15.1x	12.6x
Cynosure Inc.		1.8x	1.5x	1.3x	14.9x	11.9x	10.1x	18.2x	14.1x	11.9x	29.7x	23.7x	20.6x
Other El.En. assets		0.9x	0.8x	0.6x	6.8x	5.5x	4.5x	8.8x	7.0x	5.7x	14.6x	11.9x	9.7x
El.En Group @ target		1.3x	1.1x	0.9x	10.0x	8.2x	6.9x	12.8x	10.3x	8.5x	20.7x	16.8x	13.9x
Cynosure Inc.		1.8x	1.5x	1.3x	14.9x	11.9x	10.1x	18.2x	14.1x	11.9x	29.7x	23.7x	20.6x
Other El.En. assets		1.1x	1.0x	0.8x	8.4x	6.9x	5.8x	10.9x	8.8x	7.2x	17.4x	14.2x	11.6x

FINANCIALS

Balance sheet

EURm	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
- Intangible asset	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.5	7.6
- Tangible asset	11.3	12.1	13.1	14.3	15.9	17.6	19.4
- Financial asset	4.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
Net Fixed Asset	23.1	25.9	26.9	28.1	29.7	31.5	33.4
Current Asset	68.2	93.4	108.8	126.0	144.4	162.1	178.7
Current Liabilities	-38.4	-46.4	-61.3	-72.5	-84.6	-96.6	-107.8
Net Working Capital	27.6	44.5	44.5	50.2	56.0	61.3	66.2
Net Invested Capital	50.7	70.4	71.4	78.3	85.6	92.8	99.5
- Short Term Financial Debt	2.2	2	2	2	2	2	2
- MLT Financial Debt	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
- Cash and Deposit	-77.1	-58.7	-66.7	-71.9	-78.7	-87.6	-99.0
- Treasury Stock	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
Net Financial Debt	-73.4	-55.2	-63.2	-68.4	-75.2	-84.1	-95.5
- Paid in Capital	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
- Reserves	71.3	72.7	78.0	85.1	93.7	103.4	114.8
Group Shareholder Equity	73.7	75.2	80.4	87.6	96.1	105.9	117.2
- Minorities Shareholder Equity	50.4	50.4	54.2	59.1	64.8	71.0	77.9
Total Shareholder Equity	124.1	125.5	134.7	146.7	160.9	176.9	195.1
Net Invested Capital	50.7	70.4	71.4	78.3	85.6	92.8	99.5

Source: Company data & RasBank Estimates

Profit & loss account

EURm	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Revenues	118.3	154.4	186.4	218.0	250.6	282.6	313.1
growth	25.2%	30.5%	20.7%	17.0%	15.0%	12.8%	10.8%
Change in finished goods	4.0	6.5	7.7	8.8	9.8	10.8	11.7
Other income	2.0	1.8	2.2	2.6	3.0	3.4	3.7
Value of production	124.3	162.7	196.3	229.4	263.4	296.8	328.5
Purchases	-50.2	-64.9	-78.0	-91.1	-104.7	-118.0	-130.8
Change in raw materials	1.7	1.1	1.3	1.6	1.8	2.0	2.2
Other direct cost	-11.0	-16.5	-20.3	-24.2	-28.3	-32.2	-35.4
Gross Margin	64.8	82.4	99.3	115.7	132.2	148.6	164.6
Other cost and services	-23.4	-38.8	-36.8	-42.6	-48.4	-54.1	-59.3
Value added	41.5	43.6	62.5	73.1	83.8	94.5	105.3
Labour cost	-26.6	-33.1	-38.4	-44.3	-50.4	-56.6	-62.4
EBITDA	14.9	10.5	24.1	28.8	33.4	38.0	43.0
% on sales	12.6%	6.8%	12.9%	13.2%	13.3%	13.4%	13.7%
D&A	-4.9	-5.1	-5.1	-5.5	-6.1	-6.6	-7.3
EBIT	9.9	5.4	19.0	23.4	27.3	31.4	35.7
% on sales	8.4%	3.5%	10.2%	10.7%	10.9%	11.1%	11.4%
Net financial income	0.9	1.7	1.6	1.8	1.9	2.2	2.4
Adjustment	0.0	0	0	0	0	0	0
Extraordinary items	19.6	0	0	0	0	0	0
EBT	30.5	7.1	20.6	25.1	29.3	33.5	38.1
Taxes	-4.4	-3.2	-9.1	-10.8	-12.3	-14.1	-16.0
Group Net profit	26.1	3.9	11.5	14.3	17.0	19.5	22.1
Minorities	-1.4	0.0	-3.9	-4.9	-5.6	-6.3	-6.8
Net profit	24.7	4.0	7.6	9.4	11.4	13.2	15.3

Source: Company data & RasBank Estimates

Direzione Finanza

Cash flow

EURm	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Beginning NFP	8.7	73.4	55.2	63.2	68.4	75.2	84.1
Net income/loss	26.1	3.9	11.5	14.3	17.0	19.5	22.1
Depreciation & Amortization	2.8	3.4	3.6	3.7	4.1	4.4	4.9
Change in working capital	-7.1	-17.2	-0.4	-6.1	-6.2	-5.8	-5.3
Net change in reserve	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
Cash flows from operations	22.3	-9.6	15.1	12.4	15.3	18.5	22.1
Intangible assets	-0.1	-0.8	-0.9	-1.0	-1.1	-1.3	-1.4
Tangible assets	-4.0	-4.5	-5.0	-5.4	-6.3	-6.9	-7.6
Financial Investments	-1.5	-2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other change	3.9	1.2	1.3	1.5	1.7	1.9	2.2
Cash flows from investing	-1.8	-6.1	-4.6	-4.9	-5.7	-6.2	-6.7
FREE CASH FLOW	20.6	-15.7	10.5	7.5	9.6	12.3	15.4
Capital increases	45.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flows from financing	45.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividends	-1.6	-2.5	-2.4	-2.3	-2.8	-3.4	-4.0
Change in NFP	64.7	-18.2	8.1	5.2	6.8	8.9	11.4
Final NFP	73.4	55.2	63.2	68.4	75.2	84.1	95.5

Source: Company data & RasBank Estimates

Ratios

Ratios	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
EBITDA margin	12.6%	6.8%	12.9%	13.2%	13.3%	13.4%	13.7%
ROS adj	8.4%	3.5%	10.2%	10.7%	10.9%	11.1%	11.4%
ROS	8.4%	3.5%	10.2%	10.7%	10.9%	11.1%	11.4%
ROE	52.2%	5.5%	10.4%	11.9%	13.2%	14.0%	14.7%
ROI	22.5%	9.8%	29.5%	34.1%	36.2%	37.9%	39.8%
ROCE	11.3%	4.0%	15.4%	18.3%	19.9%	20.9%	21.9%
EPS	5.3	0.9	1.7	2.0	2.5	2.9	3.3
CFPS	6.4	2.0	2.8	3.2	3.8	4.3	4.9
DPS	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0

Source: Company data & RasBank Estimates

Valuation

Valuation	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
EV	132.6	177.1	169.6	164.5	157.5	148.3	135.9
EV/sales	1.1x	1.1x	0.9x	0.8x	0.6x	0.5x	0.4x
EV/EBITDA	8.9x	16.9x	7.0x	5.7x	4.7x	3.9x	3.2x
EV/EBIT	13.3x	32.7x	8.9x	7.0x	5.8x	4.7x	3.8x
P/E	5.1x	36.1x	18.7x	15.1x	12.6x	10.8x	9.4x
P/E adj	24.7x	36.1x	18.7x	15.1x	12.6x	10.8x	9.4x
P/CF	4.2x	15.8x	11.2x	9.6x	8.2x	7.2x	6.3x
P/CF adj	17.5x	15.8x	11.2x	9.6x	8.2x	7.2x	6.3x
P/Book	1.7x	1.9x	1.8x	1.6x	1.5x	1.3x	1.2x

Source: Company data & 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 28 febbraio 2007 (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, LA NAUTICA, NIELSEN MEDIA RESEARCH, PROMETEIA, REUTERS, RIGZONE.COM, SEMI, SIA, SMMT, le SOCIETA' EMITTENTI, le UNIVERSITA', UNRAE, UPSTREAMONLINE.COM, VDA, WORLD WEALTH REPORT e YANKEE GROUP.

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:

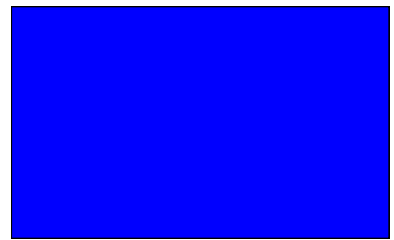
BUY	l'analista ritiene che vi sia un'elevata probabilità che il total return del titolo azionario nel corso dei successivi 12 mesi possa risultare superiore di almeno il 10% rispetto al total return dell'indice Mibtel
OUTPERFORM	l'analista ritiene che vi sia un'elevata probabilità che il total return 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 Opirari *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
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

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

