

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	D/E at Mkt x	Adj. EPS €	DPS €	EV/EBITDA x	EV/EBIT x	P/E x	Yield %	Price EUR
2004	94.5	10.0	5.9	6.2%	17.1%	4.6	1.6	-0.12	0.34	0.35	10.5	17.6	46.0	2.2%	15.8
2005	118.3	14.9	9.9	8.4%	22.5%	24.7	9.6	-0.59	2.09	0.55	6.1	9.3	13.0	2.0%	27.1
2006	154.4	10.7	5.5	3.5%	10.3%	1.6	1.6	-0.35	0.35	0.30	16.9	27.4	96.2	0.9%	34.1
2007E	190.2	25.7	19.9	10.5%	31.2%	6.8	6.8	-0.36	1.48	0.44	10.1	13.4	23.1	1.3%	34.1
2008E	225.4	33.6	26.9	11.9%	37.3%	9.3	9.3	-0.40	2.01	0.60	8.0	10.1	17.0	1.8%	34.1
2009E	261.8	40.4	33.0	12.6%	40.6%	11.5	11.5	-0.45	2.49	0.75	6.6	8.1	13.7	2.2%	34.1
2010E	296.3	46.6	38.6	13.0%	42.8%	13.2	13.2	-0.52	2.86	0.86	5.6	6.8	11.9	2.5%	34.1

Update delle stime e della valutazione

- L'outlook che emerge dai risultati Q1'07, ha confermato uno scenario positivo sulla dinamica evolutiva dei ricavi (EUR43.0m, +25.2% yoy) e dei margini del Gruppo El.En. Sfruttando la positiva congiuntura del mercato dei laser per applicazioni estetiche, la controllata *Cynosure* si conferma il principale driver del Gruppo segnando un'ulteriore fase di accelerazione della crescita (ricavi ad USD26.1m, +52.2% yoy).
- Se pur il Gruppo operi tipicamente con un portafoglio ordini in grado di coprire meno di due mesi di attività, a seguito dei risultati Q1'07, rivediamo al rialzo le stime sul Gruppo El.En per recepire un scenario di crescita più aggressivo su *Cynosure*. Siamo dell'idea che la Società stia attraversando una fase di svolta del ciclo di vita trainato da un forte *push* sull'innovatività dell'offerta e sulla distribuzione, con effetti evidenti già a partire dal Q4'06 (ricavi +52.3% yoy in Q4'06 e +52.2% yoy in Q1'07).
- Sulla revisione delle stime, rivediamo al rialzo il **target ad EUR37.5 per share**, +10% rispetto al precedente EUR34.0 (al netto del DPS di EUR0.3) e confermiamo il **rating 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. tratta a 23.1x P/E 2007 (EPS Cagr '07-'09 +29.7%) rispetto a 28.5x dei *comparables*.

Price on May 29, 2007

EUR34.1

52-week range

EUR24.34 - 37.96

MIBTEL index

33,619

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

-1.48, +11.76, +19.24%

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

-0.5, +6.45, -0.51%

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

-6.06, -2.53, -13.44%

Share capital (total)

EUR2.4m

Shares outstanding (total)

4.62m

Market capitalisation (total)

157.6m

Free float

30.2%

Avg. daily traded volume

32,045

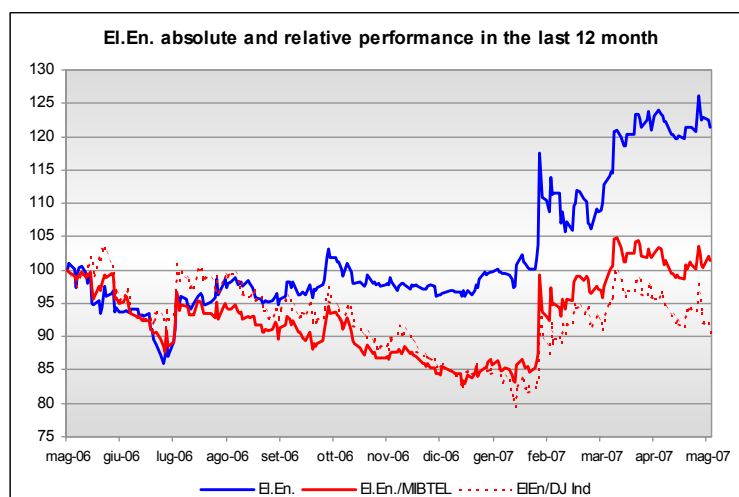
Reuters code

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

Highlights Q1'07: outlook ancora molto positivo

L'outlook che emerge dai risultati Q1'07, ha confermato uno scenario particolarmente positivo sulla dinamica evolutiva dei ricavi (EUR43.0m, +25.2% yoy) e dei margini del Gruppo El.En. Sfruttando la positiva congiuntura del mercato dei prodotti laser per applicazioni medicali ed estetiche, la statunitense *Cynosure* (USD26.1m, +52.2% yoy), consolidata integralmente e posseduta al 33.32%, si conferma il principale driver del Gruppo segnando un'ulteriore fase di accelerazione della crescita. Anche il settore industriale (EUR5.5m, +27.0% yoy) conferma una performance molto sostenuta, guidata da alcune aree di eccellenza quali il segmento del taglio (+62.5% yoy).

L'outlook Q1'07, ha confermato uno scenario particolarmente positivo sulla dinamica evolutiva dei ricavi e margini del Gruppo El.En, trainato da Cynosure

Segnali molto positivi provengono dalla redditività del trimestre. Il *Gross margin* del Gruppo è in forte crescita ad EUR24.1m (+33.2% yoy), 55.9% delle sales (+3.3pp yoy), nonostante i maggiori costi su *Cynosure* relativi all'onere Palomar. L'EBITDA e l'EBIT si attestano rispettivamente ad EUR5.0m (+72.3% yoy) e ad EUR3.8m (+125.2% yoy), entrambi al di sopra delle nostre attese. Il forte progresso della redditività è ancora una volta trainato da *Cynosure*: *Gross margin* a USD16.2m (+77.4% yoy), 62.0% delle sales (+8.9pp yoy).

Segnali molto positivi provengono dalla redditività del trimestre. Il Gross margin del Gruppo è in forte crescita ad EUR24.1m (+33.2% yoy), 55.9% delle sales (+3.3pp yoy).

I positivi risultati del Gruppo si inseriscono in un contesto evolutivo dell'industria laser che si è confermato particolarmente brillante anche in Q1'07. I caratteri di innovazione, minore invasività ed i minori costi delle procedure, continuano a rappresentare dei fattori critici di successo, e a trainare lo scenario di crescita dei prodotti laser nelle applicazioni medicali ed estetiche: aggregando il fatturato generato dai principali *players* quotati, emerge che il valore complessivo del mercato sia stimabile in circa USD154m (+30.6% yoy).

I positivi risultati del Gruppo si inseriscono in un contesto evolutivo dell'industria laser che si è confermato particolarmente brillante anche in Q1'07.

In tale contesto *Cynosure*, dopo una sequenziale forte accelerazione dei ricavi (+52.3% yoy in Q4'06, +52.2% yoy in Q1'07) consolida il posizionamento e raggiunge una *revenue share* stimata al 17% dal 14.6% del Q1'06.

Cynosure consolida il posizionamento e raggiunge una revenue share stimata al 17% dal 14.6% del Q1'06.

El.En Group	Q1'05	Q2'05	Q3'05	Q4'05	Q1'06	Q2'06	Q3'06	Q4'06	Q1'07
EURm - IAS GAAP									
Revenues	25.0	26.8	29.2	37.3	34.3	37.8	34.9	47.4	43.0
- Industrial Lasers	3.8	3.6	4.0	8.0	4.4	6.4	4.9	7.3	5.5
- Medical Lasers	17.6	19.6	21.4	25.4	25.3	27.2	25.7	35.0	31.6
- Assistance	3.6	3.6	3.8	3.9	4.7	4.3	4.2	4.9	5.9
Gross Margin	13.7	14.9	15.7	20.5	18.1	20.0	18.8	27.4	24.1
EBITDA	2.3	2.6	3.9	6.1	2.9	4.2	-3.9	9.4	5.0
EBIT	1.5	1.8	2.9	3.8	1.7	3.1	-5.0	7.6	3.8
EBT	1.6	1.7	2.9	24.4	2.1	3.5	-4.5	7.9	3.5
yoy growth									
Revenues	32.0%	2.0%	38.6%	31.4%	37.3%	41.2%	19.3%	26.8%	25.2%
- Industrial Lasers	37.1%	-26.3%	38.1%	38.7%	13.6%	79.0%	21.3%	-8.3%	27.0%
- Medical Lasers	38.7%	19.6%	37.9%	37.1%	44.1%	38.3%	20.1%	38.1%	24.8%
- Assistance	3.4%	-25.4%	47.0%	5.2%	29.7%	19.2%	12.5%	25.8%	26.0%
Gross Margin	28.1%	8.1%	28.7%	33.1%	32.1%	34.2%	19.7%	33.8%	33.2%
EBITDA	71.4%	-28.0%	69.5%	117.3%	25.9%	62.7%	-199.5%	53.6%	72.3%
EBIT	825.3%	-19.1%	106.6%	79.0%	16.3%	77.9%	-270.8%	101.3%	125.2%
Margin %									
Gross Margin	54.7%	55.6%	53.9%	54.9%	52.6%	52.9%	54.0%	57.9%	56.0%
EBITDA margin	9.2%	9.7%	13.3%	16.4%	8.5%	11.1%	-11.0%	19.8%	11.7%
EBIT margin	5.8%	6.6%	10.0%	10.2%	5.0%	8.3%	-14.4%	16.1%	8.9%

Source: Company data.

Direzione Finanza

Cynosure									
USDm - US GAAP	Q1'05	Q2'05	Q3'05	Q4'05	Q1'06	Q2'06	Q3'06	Q4'06	Q1'07
Revenues	12.1	13.0	15.0	16.1	17.1	18.1	18.6	24.6	26.1
Gross Margin	6.5	7.0	7.9	9.0	9.1	10.6	11.1	14.7	16.2
EBIT	0.6	0.7	1.6	2.1	0.3	1.4	-8.5	2.5	2.9
Net Income	0.2	0.3	1.1	2.9	0.6	1.4	-4.2	0.6	2.1
yoy growth									
Revenues	n/a	n/a	n/a	n/a	41.5%	39.8%	23.4%	52.3%	52.2%
Gross Margin	n/a	n/a	n/a	n/a	40.3%	52.2%	39.8%	62.6%	77.4%
EBIT	n/a	n/a	n/a	n/a	-48.4%	96.4%	-621.2%	16.2%	877.9%
Net Income	n/a	n/a	n/a	n/a	168.7%	395.2%	-484.0%	-79.6%	238.3%
Margin %									
Gross Margin	53.6%	53.6%	52.8%	55.9%	53.1%	58.4%	59.9%	59.7%	62.0%
EBIT	4.7%	5.4%	10.9%	13.1%	1.7%	7.6%	-45.8%	10.0%	11.0%
Net Income	1.9%	2.2%	7.4%	18.2%	3.7%	7.9%	-22.9%	2.4%	8.1%

Source: Company data.

Medical Laser Industry Sales									
USDm - US GAAP	Q1'05	Q2'05	Q3'05	Q4'05	Q1'06	Q2'06	Q3'06	Q4'06	Q1'07
Candela Corp.	28.1	37.7	42.3	41.3	33.5	37.4	38.7	39.8	40.4
Palomar Medical Technologies	17.0	18.2	19.3	21.6	22.5	36.7	28.0	39.4	31.5
Cutera Inc	15.1	17.6	19.0	24.0	20.8	24.4	25.1	30.5	23.3
Syneron Medical Ltd.	18.5	20.1	25.0	23.7	23.7	27.5	30.7	35.0	32.3
Cynosure Inc.	11.9	13.0	15.0	16.1	17.1	18.1	18.6	24.6	26.1
Total Market Sales	90.6	106.6	120.6	126.8	117.6	144.1	141.0	169.3	153.6
Candela Corp.	25.4%	33.7%	22.0%	7.0%	19.2%	-0.8%	-8.6%	-3.8%	20.7%
Palomar Medical Technologies	57.3%	37.7%	38.2%	31.6%	31.7%	101.2%	45.4%	82.4%	40.4%
Cutera Inc	30.8%	43.3%	49.2%	48.8%	37.0%	38.8%	32.2%	27.3%	12.0%
Syneron Medical Ltd.	52.6%	50.2%	67.9%	35.6%	28.3%	36.7%	22.7%	47.6%	36.2%
Cynosure Inc.				32.0%	44.6%	39.9%	23.3%	52.3%	52.2%
Total Market YoY Growth	59.2%	58.9%	58.2%	25.7%	29.7%	35.2%	16.9%	33.5%	30.6%
Candela Corp.	31.0%	35.4%	35.1%	32.6%	28.5%	26.0%	27.4%	23.5%	26.3%
Palomar Medical Technologies	18.8%	17.1%	16.0%	17.0%	19.1%	25.4%	19.9%	23.3%	20.5%
Cutera Inc	16.7%	16.5%	15.7%	18.9%	17.7%	16.9%	17.8%	18.0%	15.1%
Syneron Medical Ltd.	20.4%	18.9%	20.7%	18.7%	20.2%	19.1%	21.8%	20.7%	21.1%
Cynosure Inc.	13.1%	12.2%	12.5%	12.7%	14.6%	12.6%	13.2%	14.5%	17.0%
Revenue Share	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Source: Company data & JCF.

Outlook rivisto al rialzo: EBITDA CAGR 06-11 +37.7%

Se pur il Gruppo operi tipicamente con un portafoglio ordini in grado di coprire meno di due mesi di attività, a seguito dei risultati Q1'07 rivediamo al rialzo le stime sul Gruppo El.En per recepire un scenario di crescita più aggressivo su Cynosure.

A seguito dei risultati Q1'07 rivediamo al rialzo le stime sul Gruppo El.En.

Oltre al temporaneo vantaggio competitivo dei produttori in area dollaro che beneficiano del favorevole tasso di cambio, aumentando quote di mercato in area euro e Giappone, siamo dell'idea che Cynosure stia attraversando una fase di svolta del proprio ciclo di vita che già dal Q4'06 ha iniziato a mostrare le prime evidenze.

Cynosure sta attraversando una fase di svolta del proprio ciclo di vita.

- La rivitalizzazione dell'offerta commerciale, arricchitasi di alcuni applicativi quali lo Smartlipo (liposuzione) e l'Affirm (antiinvecchiamento), che nei primi mesi di lancio hanno conosciuto una rapida diffusione, sarà in grado di rafforzare il posizionamento

L'offerta commerciale, si è arricchita di alcuni applicativi che hanno conosciuto una rapida diffusione.

competitivo di Cynosure e di trainare l'outlook di crescita dei prossimi trimestri.

- La riorganizzazione della distribuzione, che ha avuto avvio con il potenziamento della forza vendite (+46% yoy nel Q1'07) e con l'entrata a regime dei *distribution agreements* annunciati negli scorsi mesi (America Laser Center, Skin Laser Clinics, Eclipse Medical e Depilite Medic Spa), potrà migliorare la diversificazione geografica delle vendite e sostenere il *time to market* dei nuovi prodotti anche nel lungo periodo.
- Riteniamo che l'evoluzione attesa del fatturato e del suo mix possa far emergere importanti effetti benefici sulla leva operativa a sostegno dei margini e dell'efficienza della struttura dei costi. Riduce la dipendenza del portafoglio prodotti dagli applicativi la cui vendita determina il pagamento di royalties al concorrente Palomar. Al riguardo notiamo che da una stima iniziale pari a circa il 3.5% delle sales, il peso delle royalties pagate in Q1'07 è diminuito al 3.0% circa.

Il potenziamento della forza vendite e i distribution agreements potranno migliorare la diversificazione geografica delle vendite e sostenere il time to market dei nuovi prodotti.

L'evoluzione attesa del mix del fatturato può far emergere importanti effetti benefici sulla leva operativa a sostegno dei margini e dell'efficienza della struttura dei costi.

Rimaniamo pertanto fiduciosi sulla dinamica di crescita della *top line* che rivediamo al rialzo. Sul 2007 stimiamo ricavi del Gruppo El.En. ad EUR190m (+2.0% rispetto alle precedenti stime), al di sopra delle *guidance* fornite dal management (EUR185m) che riteniamo conservative. Per gli anni a venire crediamo in uno scenario di crescita con CAGR '06-'11 del 16.2%, sull'idea che il segmento delle applicazioni medicali ed estetiche e *Cynosure* in particolare possa confermare una forte dinamicità ancora trainata da fattori demografici e tecnologici.

Rimaniamo fiduciosi sulla dinamica della top line, che rivediamo al rialzo con CAGR '06-'11 stimato al 16.2%

El.En Group - Change in Estimates							
IAS GAAP - EURm	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	CAGR '06-'11
New Revenues	154	190	225	262	296	327	+16.2%
Old Revenues	154	186	218	251	283	313	+15.2%
new vs old		+2.0%	+3.4%	+4.5%	+4.9%	+4.3%	
New EBITDA	10.7	25.7	33.6	40.4	46.6	52.4	+37.5%
Old EBITDA	10.7	24.3	29.1	33.7	38.3	43.4	+32.4%
new vs old		+5.7%	+15.6%	+19.8%	+21.7%	+20.9%	
New Ebitda Margin	6.9%	13.5%	14.9%	15.4%	15.7%	16.1%	
Old Ebitda margin	6.9%	13.1%	13.4%	13.5%	13.6%	13.9%	
new vs old		+0.5%	+1.6%	+2.0%	+2.2%	+2.2%	
New Net Income	1.6	6.8	9.3	11.5	13.2	16.2	+58.2%
Old Net Income	1.6	7.9	9.6	11.4	13.2	15.1	+56.0%
new vs old		-13.7%	-3.4%	+0.6%	+0.4%	+7.2%	

Source: RasBank estimates & company data.

Direzione Finanza

Cynosure - Change in Estimates							
USD GAAP - USDm	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	CAGR '06-'11
New Revenues	78.4	105.1	129.8	153.7	176.3	195.4	+20.0%
Old Revenues	78.4	99.6	123.5	140.8	154.8	164.1	+15.9%
new vs old	+0.0%	+5.5%	+5.2%	+9.2%	+13.9%	+19.0%	
New EBIT	-4.4	14.0	20.4	25.2	30.1	34.7	n.s.
Old EBIT	-4.4	9.8	12.9	15.0	16.8	18.2	n.s.
new vs old	+0.0%	+42.6%	+58.8%	+67.9%	+79.1%	+90.3%	
New Ebit Margin	-5.6%	13.3%	15.8%	16.4%	17.1%	17.8%	
Old Ebit margin	-5.6%	9.8%	10.4%	10.7%	10.9%	11.1%	
new vs old		+3.5%	+5.3%	+5.7%	+6.2%	+6.7%	
New Net Income	-0.7	9.6	13.6	16.7	19.9	22.9	n.s.
Old Net Income	-0.6	7.8	9.7	11.2	12.5	13.6	n.s.
new vs old	+0.0%	+23.5%	+39.7%	+48.9%	+59.0%	+68.7%	

Source: RasBank estimates & company data.

- 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

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.
- Sempre Cynosure ha avviato una seconda *location* commerciale ad Osaka in Giappone con l'obiettivo di dare maggiore impulso alle

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

vendite sul mercato asiatico. Rileviamo che Candela realizza in Giappone ricavi annui per circa USD25m.

- 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 EUR37.5, confermiamo OUTPERFORM

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

- Aggiorniamo la stima del WACC al 9.6% (*Risk Free Rate Target* al 4.8% e *Equity Risk Premium Target* al 4.2%) dal precedente 9.7% con una struttura finanziaria ipotizzata *full equity*, ancora penalizzata dalla liquidità inutilizzata di cui il Gruppo dispone a seguito dell'IPO di *Cynosure*. La riduzione del WACC trae origine dalla minore rischiosità del titolo legata all'accresciuta capitalizzazione di mercato (+24.7% da inizio anno).

Aggiorniamo la stima del WACC al 9.6% dal 9.7% con una struttura finanziaria mantenuta full equity
- Stimiamo *Cynosure* con DCF (WACC al 9.5%) ad USD30.5 per azione (*equity value* pari a circa EUR264m) sostanzialmente in linea agli attuali prezzi di mercato. Tale valutazione corrisponde ad 36.4x P/E 2007 e tiene conto di EPS CAGR '07-'09 del +32.4%.

Valorizziamo Cynosure con DCF ad USD30.5 per azione
- Valorizziamo le altre *minorities* a 0.9x EV/Sales 2007, a sconto rispetto alla mediana di settore per tenere in dovuta considerazione il minore *appeal* degli *asset* a maggior contenuto industriale.

Valorizziamo le altre minorities a 0.9x EV/Sales 2007
- Teniamo conto dello stacco cedola di EUR0.3 avvenuto in data 28 Maggio.

Il DCF restituisce un target di EUR37.5 per share

Sulla revisione delle stime e del costo del capitale, rivediamo al rialzo il **target ad EUR37.5 per share**, +10% rispetto al precedente EUR34.0 (al netto del DPS di EUR0.3), +10% sui prezzi correnti. Confermiamo il **rating 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.

Il DCF restituisce un target di EUR37.5 per share

Direzione Finanza

El.En. Group - DCF											
EURm	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
EBIT	5.5	19.9	26.9	33.0	38.6	43.8	48.6	52.7	56.8	61.2	66.1
Tax	-4.5	-9.7	-12.7	-15.1	-17.6	-18.7	-20.8	-22.7	-24.6	-26.6	-28.9
NOPAT	0.9	10.2	14.2	17.9	20.9	25.1	27.8	30.1	32.2	34.6	37.2
growth YoY	-83.4%	1007.9%	39.3%	25.7%	17.0%	19.9%	10.7%	8.2%	7.2%	7.3%	7.4%
D&A	3.4	5.8	6.7	7.4	8.1	8.7	9.3	10.2	11.0	11.9	12.8
Capex	-6.4	-6.3	-7.3	-8.4	-9.3	-10.1	-10.8	-11.3	-11.8	-12.3	-12.7
Change in WC	-11.6	-6.8	-7.0	-7.0	-6.3	-5.3	-4.4	-3.5	-3.0	-3.1	-3.1
Op. Free Cash Flow	-13.8	2.9	6.7	9.9	13.4	18.4	21.9	25.4	28.5	31.2	34.0
growth YoY	380.2%	-121.3%	127.4%	49.3%	34.6%	37.4%	18.9%	16.1%	12.3%	9.4%	9.2%
Marginal ROCE	-52.9%	86.2%	47.4%	40.7%	33.9%	50.0%	36.4%	36.1%	40.6%	49.5%	57.2%
ROCE	12.2%	33.3%	39.6%	43.1%	45.3%	47.0%	48.5%	49.7%	51.0%	52.8%	54.9%
WACC	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
Periods	0.00	0.09	1.09	2.09	3.09	4.09	5.09	6.09	7.09	8.09	9.09
Discount factor	1.00	0.99	0.90	0.83	0.75	0.69	0.63	0.57	0.52	0.48	0.44
DFCF	-13.8	2.9	6.0	8.2	10.1	12.6	13.7	14.5	14.9	14.9	14.8
Cumulated DFCF		2.9	8.9	17.1	27.2	39.9	53.6	68.1	83.0	97.8	112.7

Source: RasBank estimates

El.En. Group - Valuation		
	EURm	per share
Sum of '07-'26 FCF	226.4	49.0
Terminal value	93.8	20.3
Financial assets	1.4	0.3
Group Enterprise Value	321.6	69.6
Net Debt 2006	-55.1	-11.9
Dividend Paid on May 28, 2007	-1.4	-0.3
Group Equity Value	375.3	81.2
Total Minorities	202.0	43.7
Cynosure	175.7	38.0
Other Asset	26.2	5.7
Equity Value to El.En	173.4	37.5
El. En. Market Price	157.6	34.1
Potential Up-side (Down-side)		+10.0%

Source: RasBank estimates

Target price Sensitivity to EBITDA changes							
	Changes in '07-'09 annual EBITDA growth						
	-5.5%	-3.5%	-1.5%	0.0%	1.5%	3.5%	5.5%
9.2%	25.1	30.9	36.7	41.2	45.8	52.1	58.7
9.3%	24.3	30.0	35.8	40.3	44.8	51.0	57.5
9.4%	23.6	29.2	34.9	39.3	43.8	50.0	56.3
9.5%	22.8	28.4	34.1	38.4	42.8	48.9	55.2
9.6%	22.1	27.6	33.2	37.5	41.9	47.9	54.1
9.7%	21.4	26.9	32.4	36.6	41.0	46.9	53.1
9.8%	20.8	26.1	31.6	35.8	40.1	46.0	52.0
9.9%	20.1	25.4	30.8	35.0	39.2	45.0	51.0
10.0%	19.4	24.7	30.1	34.2	38.3	44.1	50.0

Cynosure Valuation - US GAAP											
USDm	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
EBIT	-4.4	14.0	20.4	25.2	30.1	34.7	39.1	42.7	46.3	50.3	54.6
Tax	-1.3	5.4	7.9	9.7	11.6	13.4	15.0	16.3	17.7	19.2	20.7
NOPAT	-3.0	8.6	12.6	15.5	18.5	21.3	24.1	26.3	28.6	31.1	33.8
growth YoY	-167.5%	-382.6%	46.3%	23.4%	19.4%	15.1%	12.9%	9.3%	8.8%	8.7%	8.7%
D&A	1.8	2.5	4.5	5.2	5.8	6.3	6.5	6.7	6.9	7.0	7.1
Capex	-2.4	-3.7	-4.1	-4.8	-5.4	-5.8	-6.1	-6.3	-6.5	-6.6	-6.8
Change in WC	-8.6	-11.2	-8.3	-7.7	-7.0	-5.7	-4.3	-2.7	-2.4	-2.5	-2.5
Op. FCF	-12.3	-3.8	4.7	8.3	11.9	16.0	20.2	24.0	26.6	29.1	31.8
Marginal ROCE	-81.4%	93.6%	50.3%	40.7%	45.6%	52.7%	70.1%	97.3%	113.8%	121.0%	129.1%
WACC	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
Period		0.09	1.09	2.09	3.09	4.09	5.09	6.09	7.09	8.09	9.09
Discount factor		0.99	0.90	0.83	0.75	0.69	0.63	0.57	0.52	0.48	0.44
Discounted FCF		-3.8	4.2	6.8	9.0	11.0	12.7	13.8	13.9	13.9	13.8
Cumulated Discounted FCF		-3.8	0.4	7.2	16.2	27.2	39.9	53.6	67.6	81.4	95.2

Source: RasBank estimates

FINANCIALS

Balance sheet

EURm	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
- Intangible asset	11.1	7.4	7.193	6.9	7.3	7.7	8.1
- Tangible asset	10.1	11.3	13.7	15.9	18.0	20.4	23.0
- Financial asset	3.0	4.4	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
Net Fixed Asset	24.2	23.1	25.8	27.7	30.1	33.0	36.0
Current Asset	52.2	68.2	85.7	101.0	118.2	136.5	153.6
Current Liabilities	-29.5	-38.4	-44.3	-52.8	-63.0	-74.3	-85.2
Net Working Capital	21.0	27.6	38.8	45.0	51.4	57.7	63.5
Net Invested Capital	45.2	50.7	64.6	72.7	81.5	90.7	99.5
- Short Term Financial Debt	4.0	2.2	1.3	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	24.4	60.6	65.9	74.0	85.1
- Treasury Stock	-0.3	0.5	34.0	0.400	0.4	0.4	0.4
Net Financial Debt	-8.7	-73.4	-55.1	-57.1	-62.4	-70.5	-81.6
- Paid in Capital	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
- Reserves	45.9	71.3	69.6	75.1	82.3	91.0	100.7
Group Shareholder Equity	48.3	73.7	72.1	77.5	84.7	93.4	103.2
- Minorities Shareholder Equity	5.6	50.4	47.7	52.3	59.2	67.7	77.9
Total Shareholder Equity	53.9	124.1	119.7	129.8	143.9	161.2	181.1
Net Invested Capital	45.2	50.7	64.6	72.7	81.5	90.7	99.5

Source: RasBank estimates & Company data

Profit & loss account

EURm	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
Revenues	94.5	118.3	154.4	190.2	225.4	261.8	296.3
growth	38.6%	25.2%	30.4%	23.2%	18.5%	16.2%	13.2%
Change in inventory	3.2	4.0	6.5	7.8	9.0	10.2	11.2
Other income	1.5	2.0	1.8	1.9	2.2	2.6	2.9
Value of Production	99.2	124.3	162.8	199.9	236.7	274.6	310.5
Purchase of raw materials	-39.4	-50.2	-65.0	-75.7	-87.9	-102.1	-115.5
Change in inventory of raw materials	1.3	1.7	1.1	0.8	1.0	1.1	1.3
Other direct costs	-9.0	-11.0	-16.6	-19.8	-22.8	-26.0	-28.8
Gross Margin	52.1	64.8	82.3	105.2	126.9	147.7	167.4
Other operating costs	-19.4	-23.4	-38.6	-37.8	-44.2	-50.8	-57.1
Value Added	32.7	41.5	43.7	67.3	82.7	96.9	110.2
Labour cost	-22.6	-26.6	-33.1	-41.6	-49.1	-56.5	-63.6
EBITDA	10.0	14.9	10.7	25.7	33.6	40.4	46.6
% on sales	10.6%	12.6%	6.9%	13.5%	14.9%	15.4%	15.7%
D&A	-4.2	-4.9	-5.2	-5.8	-6.7	-7.4	-8.1
EBIT	5.9	9.9	5.5	19.9	26.9	33.0	38.6
% on sales	6.2%	8.4%	3.5%	10.5%	11.9%	12.6%	13.0%
Net financial income	0.0	0.9	2.1	1.9	1.9	2.2	2.5
Profit of Associated	0.2	0.0	-0.4	-0.6	0	0	0
Other Income/Expences	3.3	19.6	0	0	0	0	0
EBT	9.4	30.5	7.2	21.1	28.9	35.1	41.0
Taxes	-3.0	-4.4	-4.5	-9.7	-12.7	-15.1	-17.6
Group Net Profit	6.4	26.1	2.6	11.4	16.2	20.0	23.4
Minorities	-1.8	-1.4	-1.0	-4.6	-6.9	-8.5	-10.2
Net Profit post Minorities	4.6	24.7	1.6	6.8	9.3	11.5	13.2

Source: RasBank estimates & Company data

Direzione Finanza

Cash flow

EURm	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
Beginning NFP	13.3	8.7	73.4	55.1	57.1	62.4	70.5
Net income/loss	6.4	26.1	2.6	11.4	16.2	20.0	23.4
Depreciation & Amortization	3.0	2.8	3.4	4.3	4.9	5.6	6.3
Change in working capital	-2.1	-7.1	-11.6	-6.8	-7.0	-7.0	-6.3
Net change in reserve	0.6	0.5	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6
Cash flows from operations	7.9	22.3	-5.2	9.6	14.7	19.2	24.0
Intangible assets	-0.7	-0.1	-0.5	-0.5	-1.1	-1.3	-1.4
Tangible assets	-3.9	-4.0	-5.9	-5.8	-6.2	-7.1	-7.9
Financial Investments	-1.1	-1.5	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Other change	-5.6	3.9	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flows from investing	-11.3	-1.8	-6.0	-6.3	-7.3	-8.4	-9.3
FREE CASH FLOW	-3.4	20.6	-11.2	3.3	7.4	10.8	14.6
Capital increases	-0.1	45.7	-4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flows from financing	-0.1	45.7	-4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividends	-1.1	-1.6	-2.5	-1.4	-2.0	-2.8	-3.4
Change in NFP	-4.6	64.7	-18.2	1.9	5.3	8.1	11.2
Final NFP	8.7	73.4	55.1	57.1	62.4	70.5	81.6

Source: RasBank estimates & Company data

Ratios

Ratios	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
EBITDA margin	10.6%	12.6%	6.9%	13.5%	14.9%	15.4%	15.7%
ROS	6.2%	8.4%	3.5%	10.5%	11.9%	12.6%	13.0%
ROI	17.1%	22.5%	10.3%	31.2%	37.3%	40.6%	42.8%
ROCE	18.8%	24.1%	12.2%	33.3%	39.6%	43.1%	45.3%
Marginal ROCE	134.8%	52.8%	-29.4%	181.9%	83.6%	69.5%	67.1%

Source: RasBank estimates

Valuation

Valuation	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
EV	64.5	51.6	135.7	132.8	130.9	127.9	123.7
EV/sales	0.7x	0.4x	1.6x	1.3x	1.1x	0.9x	0.8x
EV/EBITDA	10.5x	6.1x	16.9x	10.1x	8.0x	6.6x	5.6x
EV/EBIT	17.6x	9.3x	27.4x	13.4x	10.1x	8.1x	6.8x
P/E	16.1x	5.1x	96.2x	23.1x	17.0x	13.7x	11.9x
P/CF	8.4x	4.2x	23.0x	12.4x	9.9x	8.3x	7.4x
P/Book	1.5x	1.7x	2.2x	2.0x	1.9x	1.7x	1.5x
EPS	1.0	5.3	0.4	1.5	2.0	2.5	2.9
CFPS	1.9	6.4	1.5	2.7	3.5	4.1	4.6
DPS	0.35	0.55	0.30	0.44	0.60	0.75	0.86

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 30 maggio 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.

RASBANK S.p.A. dichiara che il presente Studio è stato inviato all'emittente ed è stato modificato a seguito di tale invio.

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