



Banca Aletti

GRUPPO BANCO POPOLARE
DI VERONA E NOVARA

EQUITY
RESEARCH

El.En.

ITALIA: SETTORE APPARECCHIATURE LASER NUOVO MERCATO

	Fatturato	Ebitda	Ebit	Utile netto	EV/Sales	EV/Ebitda	EV/Ebit	P/E	Yield
	Euro milioni	Euro milioni	Euro milioni	Euro milioni	x	x	x	x	%
2000	25,96	7,63	6,25	3,00	1,55	5,28	6,45	18,81	1,63
2001	27,84	3,90	2,59	2,27	0,93	6,65	10,00	24,83	1,63
2002E	51,51	6,67	3,89	2,39	0,58	4,46	7,65	23,68	1,63
2003E	63,36	9,59	6,17	3,56	0,50	3,28	5,09	15,86	1,71
2004E	70,96	10,88	7,05	4,12	0,44	2,86	4,42	13,72	2,04

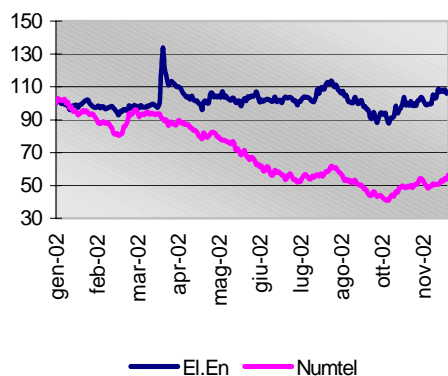
Fonte: El.En. e Banca Aletti & C. SpA

Prezzo al 27/11/02 (in €)	12,28
Mkt cap (mln €):	56,488
N° azioni (mln):	4,6
Min – Max (52 sett. in €):	10,00-16,80
Indice Nuovo Mercato:	1401

Maggiori azionisti: A. Cangioli 13,52%; F. Muzzi 10,56%; G. Clementi 10,56%; B. Bazzocchi 10,56%; MPS Merchant 10,06%; Imm. del Ciliegio 6,71%; altri 9,94%.

Mercato 28,09%

Andamento quotazioni El.En. e indice Nuovo Mercato (base 2/1/2002=100).



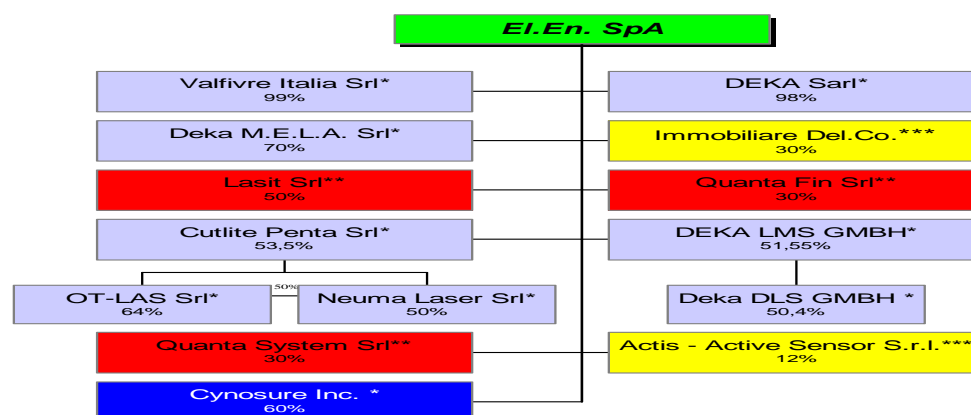
- Il Gruppo El.En. è leader nel mercato italiano dei laser e tra i principali operatori in Europa.
- E' una realtà integrata verticalmente: si occupa della progettazione, produzione e distribuzione di sorgenti e sistemi laser, destinati ad applicazioni nei segmenti medicale/estetico ed industriale.
- Ai fini dello sviluppo del Gruppo a livello mondiale, nel giugno del 2002 è stato acquisito il 60% della società statunitense Cynosure Inc., attiva nel settore medicale e presente con sedi e stabilimenti anche in Europa ed Asia.
- I termini dell'operazione prevedono il pagamento immediato dell'80% dell'importo totale, per \$ 9,9 mln ed il saldo, ad un anno dall'acquisizione, in funzione del fatturato di Cynosure nel 2002. Il costo previsto è di \$ 1,9 mln.
- Nei primi nove mesi dell'anno il fatturato ha registrato un aumento del 78,2%: anche senza considerare l'apporto di Cynosure l'incremento (del 33,8%) è stato soddisfacente e superiore alle attese.
- Il MOL risulta in crescita del 64,5%, a €4,163 mln : incide per il 12% sul fatturato.
- Il reddito operativo si attesta a €2,418 mln, con un incremento del 45,1%. Il ROS è pari al 7%.
- Il risultato ante imposte nei primi nove mesi del 2002, risulta pari a €3,443 mln, in crescita del 26,8%.
- La posizione finanziaria netta risulta positiva per oltre €21 mln
- I risultati conseguiti permettono di riconfermare la crescita stimata dopo l'acquisizione di Cynosure.

28 novembre 2002

Silvia Locatelli (02-43358121)
silvia.locatelli@alettibank.it

STRUTTURA DEL GRUPPO

Grafico 1 – Struttura del gruppo al 30 settembre 2002



* Consolidate integralmente

** Consolidate a patrimonio netto

*** Mantenate al costo

Fonte: El.En S.p.A.

IL TERZO TRIMESTRE 2002

Tab.1 – Consolidato III trimestre 2001 e III trimestre 2002 a confronto

Euro/mln	III Q 01	III Q 02 (escl. Cynosure)	III Q 02 (incl. Cynosure)
Fatturato	6.055	9.026	13.663
% crescita		49,1%	125,6%
Valore della produzione	6.327	8.839	13.587
% crescita		39,7%	114,8%
Margine di contribuzione lordo	2.802	4.493	7.476
% crescita		60,3%	166,8%
% del fatturato	46,3%	49,8%	54,7%
Costi per servizi e oneri oper.	1.116	1.289	2.735
% crescita		15,5%	145,0%
% del fatturato	18,4%	14,3%	20,0%
Costi per il personale	995	1.260	3.163
% crescita		26,6%	217,9%
% del fatturato	16,4%	14,0%	23,2%
Margine operativo lordo	690	1.944	1.578
% crescita		181,6%	128,6%
% del fatturato	11,4%	21,5%	11,5%
Ammort. e accant.	286	327	806
% crescita		14,5%	181,9%
% del fatturato	4,7%	3,6%	5,9%
Reddito operativo (EBIT)	405	1.616	772
% crescita		299,6%	90,9%
% del fatturato	6,7%	17,9%	5,7%
Risultato della gestione ord.	708	1.725	888
% crescita		143,8%	25,41%
% del fatturato	11,7%	19,1%	6,5%
Risultato ante imposte	719	1.744	1.512
% crescita		142,4%	110,2%
% del fatturato	11,9%	19,3%	11,1%

Fonte: dati El.En. S.p.A.

Tab.2– Consolidato primi nove mesi 2001 e 2002 a confronto

Euro/mln	Primi nove mesi 2001	Primi nove mesi 2002 (escluso Cynosure)	Primi nove mesi 2002 (incluso Cynosure)
Fatturato	19.513	26.107	34.776
<i>% crescita</i>		33,8%	78,2%
Valore della produzione	20.762	26.935	35.789
<i>% crescita</i>		29,7%	72,4%
Margine di contribuzione lordo	9.444	12.539	17.779
<i>% crescita</i>		32,8%	88,3%
<i>% del fatturato</i>	48,4%	48,0%	51,5%
Costi per servizi e oneri operativi	3.774	4.005	6.222
<i>% crescita</i>		6,1%	64,9%
<i>% del fatturato</i>	19,3%	15,3%	17,9%
Costi per il personale	3.140	4.042	7.395
<i>% crescita</i>		28,7%	135,5%
<i>% del fatturato</i>	16,1%	15,5%	21,3%
Margine operativo lordo	2.530	4.492	4.163
<i>% crescita</i>		77,5%	64,5%
<i>% del fatturato</i>	13,0%	17,2%	12,0%
Ammortamenti e accantonamenti	863	991	1.745
<i>% crescita</i>	4,4%	14,8%	102,0%
<i>% del fatturato</i>		3,8%	5,0%
Reddito operativo (EBIT)	1.667	3.501	2.418
<i>% crescita</i>		110%	45,1%
<i>% del fatturato</i>	8,5%	13,4%	7,0%
Risultato della gestione ordinaria	2.608	3.777	2.708
<i>% crescita</i>		44,8%	3,8%
<i>% del fatturato</i>	13,4%	14,5%	7,8%
Risultato ante imposte	2.716	3.925	3.443
<i>% crescita</i>		44,5%	26,8%
<i>% del fatturato</i>	13,9%	15%	9,9%

Fonte: dati El.En. S.p.A.

Il fatturato cresce, nei primi nove mesi dell'anno, del 78,2%, risultato che permette di riconfermare la stima di crescita dell'85%, elaborata dopo l'acquisizione. Da notare come, anche senza l'apporto di Cynosure, si registri un incremento del 33,8%, superiore alla preliminare attesa del 20%.

In aumento anche le voci di spesa. I costi per servizi ed oneri, si attestano a €6,222 mln, con una variazione del 64,9% ma l'incidenza sul fatturato scende al 17,9% dal 19,3%, registrato nello stesso periodo dello scorso anno. I costi per il personale, che risentono del maggior numero di dipendenti, crescono del 135,5% con un peso del 21,3% sul fatturato totale. Non sono previsti tagli di costi, in particolare nell'area di ricerca e marketing, che potrebbero rivelarsi di corto respiro, in quanto toglierebbero risorse importanti per la futura espansione del gruppo.

Il margine di contribuzione lordo si attesta a €17,779 mln, in crescita dell'88,3%, anche grazie alla maggiore redditività sulle vendite della società americana (l'incremento sarebbe infatti del 32,8% senza Cynosure).

In deciso progresso anche il margine operativo lordo ed il risultato operativo che registrano, rispettivamente, una crescita del 64,5% e del 45,1%, con un' incidenza sul fatturato del 12% e del 7%, in lieve calo rispetto ai primi nove mesi del 2001.

**Forte
incremento
del fatturato**

L'andamento è imputabile in parte alla perdita operativa di Cynosure nel periodo. E' già in atto un'opera di risanamento della neo acquisita americana attraverso i) la ristrutturazione dei costi e ii) lo sviluppo di nuovi prodotti. L'effetto di tali interventi sarà apprezzabile già a partire dal 2003.

Tab. 3– Suddivisione fatturato per area di business incluso Cynosure

Euro/000	Primi nove mesi 01	In %	Primi nove mesi 02	In %	var 2001/2002 (%)
Sistemi industriali	6.998	35,9%	10.324	29,7%	47,5%
Laser medicali	11.072	56,7%	19.318	55,5%	74,5%
Altri	82	0,4%	152	0,4%	85,4%
Assistenza	1.360	7,0%	4.982	14,3%	266,2%
Totale					

Fonte: El.En. S.p.A.

Laser medicali ed industriali

Le due aree di attività principali sono quelle dei sistemi industriali, nella quale Cynosure è assente, e del laser medicale, dove invece la neo acquisita è attiva in particolare nell'estetica, nel vascolare e nella dermatologia.

L'andamento positivo del settore dei laser industriali, in particolare per la marcatura di vari materiali (sono già commercializzate apparecchiature per applicazioni nel campo della moda) è apprezzabile, se si considera la congiuntura poco favorevole.

Forte impulso è venuto anche al segmento dell'assistenza: secondo il sistema di "revenue sharing" la società americana cede apparecchiature laser in locazione e ne riceve un pagamento proporzionale al fatturato generato (monitorato attraverso un controllo del numero dei "colpi").

In termini di esposizione geografica, l'acquisizione ha avuto l'effetto di spostare parte delle vendite verso il "resto del mondo", USA in particolare, da cui deriva il 41% del fatturato totale. L'Italia e l'Europa incidono per il 38% ed il 21%.

La piazza statunitense è rilevante per il laser medicale, in quanto costituisce il 55% del mercato globale di tale specifico segmento.

Dal lato patrimoniale

La posizione finanziaria netta al 30 settembre 2002 risulta positiva per €21,422 mln.

La forte disponibilità liquida lascia spazio per possibili future acquisizioni, probabilmente rivolte a società attive nel campo dei laser industriali.

Tab. 4– Posizione finanziaria netta

Euro/000	31/12/2001	30/06/2002	30/09/2002
Debiti fin. a medio e lungo termine	(2.249)	(2.189)	(1.966)
Indebitamento fin. a medio e lungo termine	(2.249)	(2.189)	(1.966)
Debiti finanziari a breve	(357)	(927)	(925)
Disponibilità liquide	32.478	25.652	24.314
Posizione finanziaria netta a breve	32.121	24.725	23.388
Totale disponibilità finanziarie nette	29.872	22.536	21.422

Fonte: El.En. S.p.A.

Previsioni 2002-2004

Si riconfermano le stime per il triennio 2002-2004, che tengono conto delle nuove prospettive di crescita. Viene rivista la distribuzione di crescita tra settore industriale, che passa a +38% dal precedente +22% e dei laser medicali, che scende a +100% da +111%. Confermiamo il rating BUY. Il target price, ottenuto attraverso l'applicazione del metodo finanziario (Dcf) e, come controllo, il metodo dei multipli di mercato, è pari a €16,60.

Tab.5 - Stime di crescita dei segmenti di attività nel triennio 2002-2004

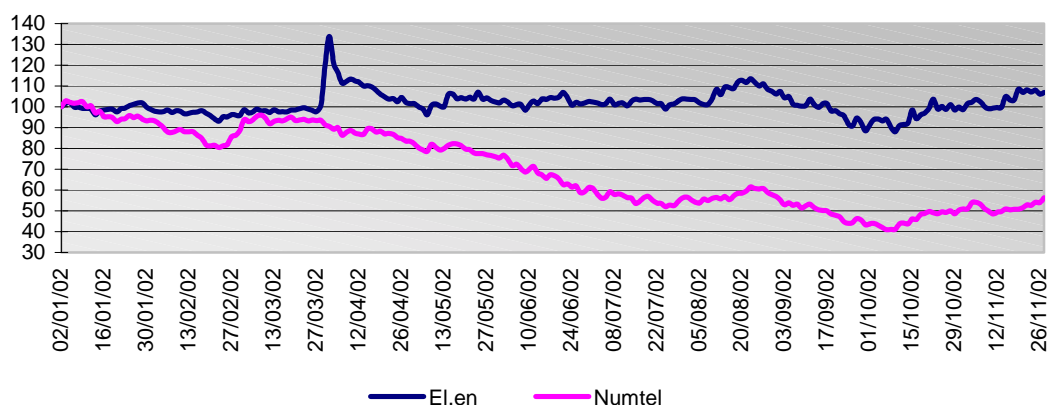
Euro/000	2002E	Var. %	In %	2003E	Var. %	In %	2004E	Var. %	In %
Sistemi Industriali	14.780	38,0%	28,7%	15.850	22,0%	25,0%	19.340	22,0%	27,3%
Laser medicali	30.070	100,0%	58,4%	40.390	26,8%	63,8%	44.040	9,0%	62,1%
Altri	270	212,0%	0,5%	310	15,0%	0,5%	330	8,0%	0,5%
Assistenza	6390	218,0%	12,4%	6810	6,5%	10,7%	7250	6,5%	10,2%
TOTALE	51.510	85,0%	100,0%	63,36	23,0%	100,0%	70,96	12,0%	100,0%

Fonte: stime Banca Aletti & C S.p.A.

ANDAMENTO DI BORSA

Da inizio anno la performance del titolo è stata positiva (+6,97 % al 27 novembre 2002) e nettamente migliore a quella registrata dal Numtel, in ribasso di oltre il 43%. Il massimo nelle ultime 52 settimane è stato raggiunto il 3 aprile 2002 a €16,80 mentre il minimo è stato toccato il 9 ottobre 2002 a €10,00.

Grafico 2 - Andamento El.En. e indice Nuovo Mercato da inizio 2002



Fonte: Bloomberg

La tabella seguente riporta i controvalori e gli scambi medi giornalieri da inizio 2002, per mese di quotazione.

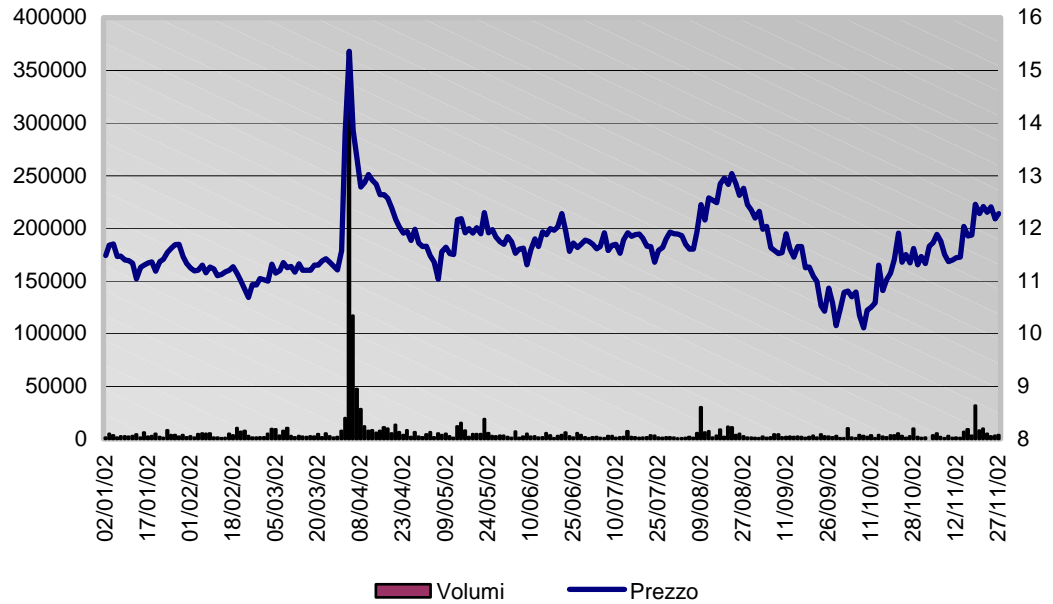
Tab. 6 - Volumi medi giornalieri da inizio anno

Mese	Ctv medio giornaliero (euro)	Volumi Medi Giornalieri
Gennaio 2002	35.824	3.131
Febbraio 2002	37.918	3.415
Marzo 2002	48.022	4.255
Aprile 2002	471.988	32.872
Maggio 2002	63.480	5.328
Giugno 2002	35.154	2.991
Luglio 2002	21.635	1.846
Agosto 2002	63.326	5.044
Settembre 2002	24.510	2.178
Ottobre 2002	31.619	2.850
Novembre 2002	63.341	5.203
Media	81.529	6.283

Fonte: nostra elaborazione su dati Bloomberg

Il grafico sottostante riporta l'andamento di prezzi e volumi da inizio 2002.

Grafico 3 - El.En.: prezzi e volumi da inizio anno



Fonte: elaborazioni Banca Aletti & C. S.p.A. su dati Bloomberg

Allegati

Conto economico consolidato

	2000	2001	2002E	2003E	2004E
Fatturato	25,96	27,84	51,51	63,36	70,96
<i>% crescita</i>	8,7%	7,3%	85,0%	23,0%	12,0%
Valore della produzione	27,51	29,51	55,41	66,36	74,46
<i>% crescita</i>	8,6%	7,3%	87,7%	19,8%	12,2%
Costi esterni e altri servizi diretti	(13,23)	(16,01)	(28,33)	(32,95)	(36,90)
Margine di contribuzione lordo	14,29	13,51	27,08	33,41	37,56
<i>% crescita</i>	5,4%	-5,5%	100,5%	23,4%	12,4%
<i>% del fatturato</i>	55,0%	48,5%	52,6%	52,7%	52,9%
Costi per servizi e oneri operativi	(3,35)	(5,26)	(8,78)	(9,50)	(10,64)
Valore aggiunto	10,93	8,24	18,30	23,91	26,92
<i>% crescita</i>	4,5%	-24,6%	122,0%	30,6%	12,6%
<i>% del fatturato</i>	42,1%	29,6%	35,5%	37,7%	37,9%
Costi per il personale:	(3,30)	(4,35)	(11,64)	(14,32)	(16,04)
Margine operativo lordo	7,63	3,90	6,67	9,59	10,88
<i>% crescita</i>	3,4%	-49,0%	71,2%	43,8%	13,5%
<i>% del fatturato</i>	29,4%	14,0%	12,9%	15,1%	15,3%
Ammortamenti	(0,87)	(1,10)	(2,32)	(2,85)	(3,19)
Reddito operativo (EBIT)	6,25	2,59	3,89	6,17	7,05
<i>% crescita</i>	-6,1%	-58,5%	49,9%	58,7%	14,3%
<i>% del fatturato (ROS)</i>	24,1%	9,3%	7,5%	9,7%	9,9%
Gestione finanziaria	0,15	1,19	0,35	0,63	0,71
Risultato della gestione	6,40	3,79	4,24	6,80	7,76
<i>% crescita</i>	-2,7%	-40,9%	11,9%	60,6%	14,1%
<i>% del fatturato</i>	24,7%	13,6%	8,2%	10,7%	10,9%
Risultato ante imposte	6,47	3,84	4,46	6,83	7,79
<i>% crescita</i>	0,6%	-40,6%	16,0%	53,2%	14,0%
<i>% del fatturato</i>	24,9%	13,8%	8,7%	10,8%	11,0%
Imposte	(2,94)	(1,21)	(1,87)	(2,87)	(3,27)
Risultato di terzi	(0,53)	(0,36)	(0,20)	(0,40)	(0,40)
Utile di competenza del gruppo	3,00	2,27	2,39	3,56	4,12
<i>% crescita</i>	4,3%	-24,3%	4,9%	49,3%	15,6%
<i>% del fatturato</i>	11,6%	8,2%	4,6%	5,6%	5,8%
Cash flow	3,88	3,37	4,70	6,41	7,31
<i>% crescita</i>	16,9%	-13,0%	39,6%	36,3%	14,4%
<i>% del fatturato</i>	14,9%	12,1%	9,1%	10,1%	10,3%

Fonte: Banca Aletti & C. S.p.A.

Ratio analysis	2000	2001	2002E	2003E	2004E
Indici reddituali					
ROE %	6,87	5,05	5,13	7,25	7,87
ROCE %	49,67	15,51	12,47	18,30	18,39
Utile/fatturato %	11,53	8,10	4,30	5,59	5,77
ROS %	24,09	9,31	7,54	9,73	9,93
MOL/fatturato %	29,41	13,99	12,94	15,13	15,33
Fatturato per dipendente	26,90	23,80	19,44	22,63	23,65
Cash flow/fatturato %	14,89	12,03	8,80	10,09	10,27
Costo medio dipendenti	(3,42)	(3,72)	(4,39)	(5,11)	(5,35)
Struttura patrimoniale/finanziaria					
Debiti finanziari netti	(32,45)	(30,05)	(22,60)	(22,00)	(22,70)
Debt/equity	(0,74)	(0,67)	(0,49)	(0,45)	(0,43)
Att. correnti/pass. correnti	6,42	6,33	3,10	3,26	3,23
Capex/fatturato	10,59	3,90	2,33	2,05	2,11
Circolante					
Capitale circolante	7,74	12,12	15,16	19,06	21,46
Capitale circolante/fatturato	29,84%	43,54%	29,42%	30,09%	30,24%
Indicatori di borsa					
Num. azioni/1000	4600	4600	4600	4600	4600
EPS	0,65	0,49	0,52	0,77	0,89
CFPS	0,65	0,49	1,02	1,39	1,59
CFPS rettificato	0,84	0,73	0,99	1,39	1,58
BVPS	9,51	9,79	10,11	10,69	11,37
Prezzo Euro	12,28				
P/E rettificato	18,81	24,83	23,68	15,86	13,72
P/CF rettificato	14,62	16,86	12,46	8,84	7,75
P/BV	1,29	1,25	1,21	1,15	1,08
DIV	0,20	0,20	0,20	0,21	0,25
EV/Sales	1,55	0,93	0,58	0,50	0,44
EV/Ebitda	5,28	6,65	4,46	3,28	2,86
EV/Ebit	6,45	10,00	7,65	5,09	4,42
Yield %	1,63	1,63	1,63	1,71	2,04
Dividendi	0,92	0,92	0,92	0,97	1,15
Pay-out %	30,63	40,44	38,56	27,12	27,93
Tax rate %	45,49	31,46	42,00	42,00	42,00

Fonte: Banca Aletti & C. S.p.A.

Note

QUESTO DOCUMENTO E' STATO PREDISPOSTO DA BANCA ALETTI & C. S.P.A. ("BANCA ALETTI").

BANCA ALETTI & C. S.P.A. HA UN PROPRIO SPECIFICO INTERESSE RIGUARDO ALL' EMITTENTE, AGLI STRUMENTI FINANZIARI E ALLE OPERAZIONI OGGETTO DI ANALISI IN QUANTO INCARICATA DALL'EMITTENTE EL.EN. S.P.A. A SVOLGERE L'ATTIVITA' DI OPERATORE SPECIALISTA, AI SENSI DI QUANTO PREVISTO DAL REGOLAMENTO DEL NUOVO MERCATO ORGANIZZATO E GESTITO DA BORSA ITALIANA S.P.A. E DALLE RELATIVE ISTRUZIONI. L'INCARICO DI SPECIALISTA COMPORTA, OLTRE ALLA REDAZIONE E ALLA DIFFUSIONE DELLA PRESENTE ANALISI, LO SVOLGIMENTO DA PARTE DI BANCA ALETTI & C. S.P.A. DI ATTIVITA' DI NEGOZIAZIONE IN CONTO PROPRIO SULLE AZIONI ORDINARIE DELL'EMITTENTE EL.EN: S.P.A. DA TALE ATTIVITA' DI NEGOZIAZIONE IN CONTO PROPRIO PUO' DERIVARE L'ACCUMULO, IN CAPO A BANCA ALETTI & C. S.P.A., DI POSIZIONI LUNGHE O CORTE NEI MEDESIMI STRUMENTI FINANZIARI.

LE INFORMAZIONI UTILIZZATE NEL PRESENTE STUDIO PROVENGONO DAI DOCUMENTI CONTABILI UFFICIALI DISPONIBILI DELLA SOCIETA' OGGETTO DI ANALISI. DELLE ALTRE INFORMAZIONI EVENTUALMENTE UTILIZZATE SONO CITATE DI VOLTA IN VOLTA, ALL'INTERNO DEL DOCUMENTO, LA NATURA E LA PROVENIENZA.

LE INFORMAZIONI CONTENUTE IN QUESTO DOCUMENTO E LE OPINIONI IVI INDICATE SI BASANO SU FONTI RITENUTE ATTENDIBILI, NON E' STATA TUTTAVIA EFFETTUATA UNA VERIFICA INDIPENDENTE DEL CONTENUTO DI QUESTO DOCUMENTO. CONSEGUENTEMENTE NESSUNA DICHIARAZIONE O GARANZIA, ESPRESSA O IMPLICITA, E' FORNITA, NE' ALCUN AFFIDAMENTO PUO' ESSERE FATTO RIGUARDO ALLA PRECISIONE, COMPLETEZZA O CORRETTEZZA DELLE INFORMAZIONI E DELLE OPINIONI CONTENUTE IN QUESTO DOCUMENTO E, NE' LA SOCIETA', NE' BANCA ALETTI, NE' ALCUN LORO AMMINISTRATORE, DIRIGENTE, QUADRO O DIPENDENTE POTRA' ESSERE RITENUTO RESPONSABILE (PER COLPA O DIVERSAMENTE) PER DANNI DERIVANTI DALL'UTILIZZO O DAL CONTENUTO DEL PRESENTE DOCUMENTO OVVERO PER DANNI COMUNQUE CONNESSI CON IL PRESENTE DOCUMENTO.

QUESTO DOCUMENTO NON COSTITUISCE NE' FORMA PARTE DI NESSUNA OFFERTA DI VENDITA O DI SOTTOSCRIZIONE, NE' IL MEDESIMO O CIASCUNA DELLE SUE PARTI COSTITUIRA' LA BASE PER QUALSIVOGLIA CONTRATTO O IMPEGNO DI QUALSIASI TIPO.

IL PRESENTE DOCUMENTO, O COPIA O PARTI DI ESSO, NON POSSONO ESSERE PORTATI, TRASMESSI OVVERO DISTRIBUITI NEGLI STATI UNITI, CANADA, AUSTRALIA E GIAPPONE O AD ALCUNA PERSONA IVI RESIDENTE. LA DISTRIBUZIONE DI QUESTO DOCUMENTO IN ALTRE GIURISDIZIONI PUO' ESSERE SOGGETTA A RESTRIZIONI E PERTANTO LE PERSONE ALLE QUALI DOVESSE PERVENIRE TALE DOCUMENTO SI DOVRANNO INFORMARE SULL'ESISTENZA DI TALI RESTRIZIONI ED OSSERVARLE.

BANCA ALETTI INTENDE DARE CONTINUITA' ALLA COPERTURA DEI TITOLI OGGETTO DI STUDIO ED INTENDE PRODURRE NUOVE ANALISI DEGLI STESSI IN OCCASIONE DELLA DIFFUSIONE DELL'INFORMATIVA CONTABILE PERIODICA E DEI PRINCIPALI EVENTI SOCIETARI RITENUTI RILEVANTI.

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA A PARTIRE DAL 28 NOVEMBRE 2002.

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA A CIRCA N. 150 INVESTITORI PROFESSIONALI ITALIANI ED ESTERI (COME DEFINITI AGLI ARTICOLI 25 E 31 DEL REGOLAMENTO APPROVATO CON DELIBERAZIONE CONSOB N. 11522/1998 E SUCCESSIVE MODIFICAZIONI) AD ESCLUSIONE DI STATI UNITI, CANADA, AUSTRALIA E GIAPPONE MEDIANTE TRASMISSIONE DI SUPPORTI CARTACEI OVVERO DI FORMATI ELETTRONICI NON MODIFICABILI.