

# El. En.

Rating: **ADD (da BUY)**

	Sales	EV/Sales	Ebitda	EV/Ebitda	Ebitda Margin	Ebit	EV/Ebit	Ebit Margin	Net Income	EPS adj.	P/E adj.	D/Y
	ITL mln	x	ITL mln	x	%	ITL mln	x	%	ITL mln	ITL	x	
1998	33,626	4.0	5,711	23.8	17.0%	4,851	28.0	14.4%	1,471	314	135.0	0
1999	46,225	2.9	14,288	9.5	30.9%	13,245	10.2	28.7%	5,575	1,262	33.7	0
2000	50,248	2.7	14,790	9.2	29.4%	13,649	9.9	27.2%	6,057	1,456	29.2	0.7%
2001E	62,645	2.2	18,319	7.4	29.2%	17,066	7.9	27.2%	6,942	1,647	25.8	1.8%
2002E	76,925	1.8	22,696	6.0	29.5%	21,081	6.4	27.4%	8,584	2,001	21.2	2.2%

■ El.En. è una società attiva nella progettazione e produzione di sorgenti laser con applicazioni in due ambiti, quello Medico-Estetico (con applicazioni in chirurgia estetica, odontoiatria, fisioterapia), e quello industriale (con sistemi di taglio e marcatura di legno, plastica e metallo). La società opera in Europa ed in alcuni Paesi del Sudamerica e dell'Asia. Non è presente sul mercato USA, che costituisce il 65% del mercato mondiale.

■ Negli anni scorsi la società ha registrato **tassi di crescita eccezionali, raddoppiando il fatturato tra il 1997 e il 1999**, con margini di assoluta eccellenza (**ROS al 28.7% nel '99**). Il prezzo di collocamento incorporava aspettative di crescita similari negli anni 2000-2002.

■ **Il 2000 invece ha registrato una crescita del fatturato più contenuta (+8.7%)**, che per la società è dovuta in parte ad una fase di consolidamento (in concomitanza alla quotazione), in previsione dello sviluppo del giro d'affari nel 2001.

■ Per il **2001 El.En. conta di realizzare una crescita di +30%** almeno, trainata dalla divisione Sistemi Industriali (+40% atteso), che nel 2000 ha avuto una performance di +24%. Le nostre stime sono più prudenziali, ed incorporano una **crescita del 40% per i Sistemi Industriali e del 18% per le Applicazioni Medicali**. Lo sviluppo del fatturato che risulta da queste ipotesi è comunque di un **brillante +24%**.

■ La società ha al momento **cassa per ITL 61 mld**, che verrà utilizzata per **un'acquisizione nel segmento Medico negli USA**. Questa operazione dovrebbe garantire l'accesso al mercato americano e uno sviluppo del fatturato di +50%. Al momento però non conosciamo la tempistica dell'operazione in questione, che in sede di Ipo sembrava in programma per la prima parte del 2001.

■ Per queste considerazioni riteniamo che il titolo El.En. sia **un'eccellente opportunità di investimento nel lungo periodo** e tuttavia nel breve termine non ci attendiamo una performance particolarmente significativa, stanti i dubbi circa la realizzabilità di una crescita così forte alla luce dei risultati 2000. Il nostro target a breve è di **EUR 25**, e il nostro rating è **ADD**.

prezzo al 09/03/2001

**EUR 21.93/ITL 42,462**

max/min 12 mesi

**EUR 26.2/19.8**

N. azioni(.000)

**4,640**

Cap.ne (EUR mln)

**101.8**

Codice Reuters

**ELN.MI**

indice Comit

**1761.4**

Questi Studi sono stati redatti da RASFIN SIM S.p.A., Società di Intermediazione Mobiliare, iscritta al n. 126 dell'Albo di cui all'art. 20 comma 1 del D.Lgs. n. 58/98, con delibera CONSOB n. 1176 del 22.12.1998.

RASFIN SIM S.p.A. dichiara di avere un proprio specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari o alle operazioni oggetto degli Studi. Gli Studi sono divulgati a solo scopo informativo: essi non costituiscono parte di alcun contratto o impegno, non fanno parte e non possono in alcun modo essere considerati 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 costituiscono consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari. RASFIN SIM non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo degli Studi. Le informazioni rese disponibili attraverso gli Studi non devono essere infatti intese come una raccomandazione o un invito di RASFIN SIM 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 sugli Studi. In particolare RASFIN SIM, 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. E' vietata la rielaborazione e/o la riproduzione e/o la diffusione, anche parziale, degli Studi, senza previo consenso scritto di RASFIN SIM.

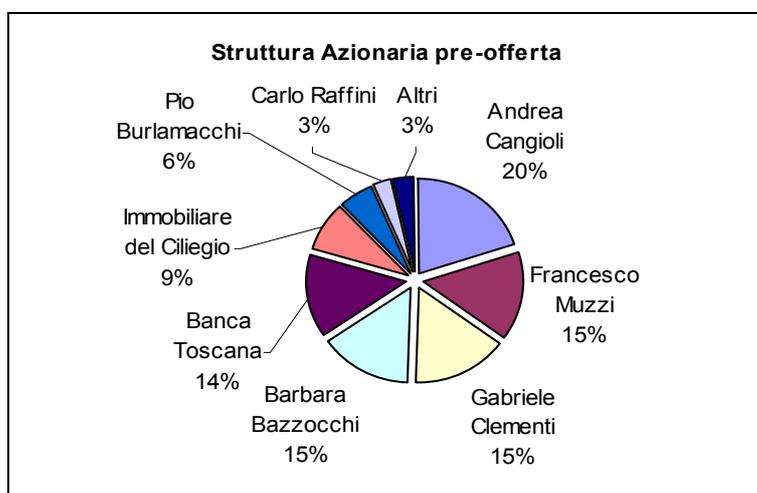
UPDATE

## 1. La società

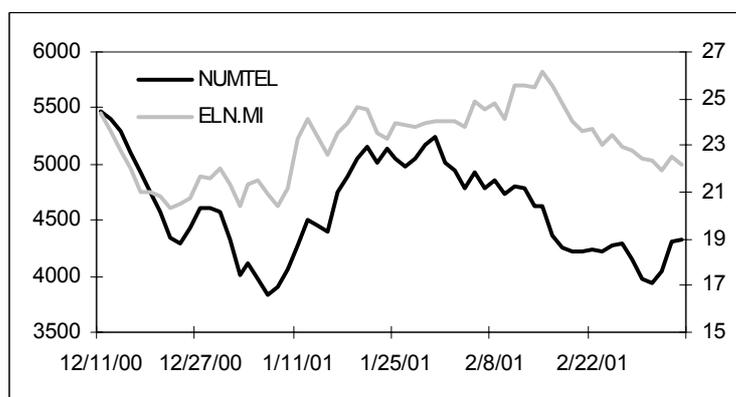
El. En. è una società leader nel mondo nella progettazione, produzione e commercializzazione di sorgenti laser per applicazioni estetico-medicali e sistemi industriali.

Il fatturato della società è ottenuto in Italia per poco più del 50%, poi in Europa, Sudamerica ed Asia. El.En. è per il momento assente dal mercato statunitense, che vale da solo circa il 65% del mercato mondiale e presenta tassi di crescita più elevati.

Attualmente la proprietà è detenuta da un pool di azionisti "storici", che detengono il 67% circa delle azioni. La parte restante è flottante, in seguito all'ammissione alla negoziazione al Nuovo Mercato Italiano, avvenuta l'11 dicembre 2000.



Il titolo in questo periodo ha risentito delle alterne vicende del Nuovo Mercato, mantenendosi al di sotto del prezzo di collocamento. Da notare però il fatto che le oscillazioni del titolo stesso, seppur registrate in un arco temporale così ridotto, sono inferiori a quelle dell'indice stesso, e la performance in questo periodo è stata superiore a quella dell'indice.



## 2. Risultati 2000

El. En. si pone come tipico caso di **azienda growth**. Tra 1997 e 1999 ha più che raddoppiato il suo fatturato, mentre i margini reddituali sono saliti sino ad un **Ebitda Margin del 30.5%** ed un **Ebit Margin del 28.7%** circa.

I risultati 2000 hanno però in buona misura tradito queste attese, poiché **l'incremento del fatturato si è attestato su un "normale" 8.7%**, mentre i margini sono in calo, seppure leggermente.

Questo anche se in Q4 2000 i ricavi sono cresciuti del 12.2% (ma le attese erano superiori, dato che l'intero secondo semestre avrebbe dovuto beneficiare dell'entrata in commercio di nuovi prodotti, il cui rinvio aveva penalizzato i risultati dei primi 6 mesi).

In particolare, il fatturato della *business unit* Sistemi Industriali ha registrato un +24%, mentre quello della divisione Applicazioni Medicali è rimasto *flat*.

<b>Ripartizione ricavi per BU (ITL mld)</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>
Sistemi Industriali	12.9	16.1
Laser Medicali	30.2	30.2
Ricerca	0.2	0.3
Assistenza	2.8	3.6

*Dati El.En*

I motivi addotti dalla società per giustificare questa performance sono i seguenti:

- il **cambio di distributore italiano dei laser ad uso odontoiatrico**, con la perdita di alcuni mesi di ricavi in questo settore (da notare però che l'accordo con il nuovo distributore, Anthos, permetterà interessantissimi sviluppi già dal 2001);
- lo **spostamento della clientela dei laser per l'epilazione da un prodotto ad un altro di gamma più alta**, che ha richiesto alcuni mesi prima di essere disponibile sul mercato;
- il mancato perfezionamento di un accordo con il Murst, per la concessione di rimborsi spese per ITL 300 mln relativi ad attività di ricerca e sviluppo.

Peraltro il mercato italiano mostra una forte contrazione dei ricavi, compensata solo in parte dall'aumento in Europa e nel resto del mondo.

<b>Ricavi per area geografica (ITL mld)</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>%</b>
Italia	31.9	26.1	-18.4%
Europa	8.8	10.6	20.0%
Resto del Mondo	5.5	13.6	148.3%

*Dati El.En*

I margini reddituali sono in diminuzione per due fattori:

- **l'aumento di incidenza del costo dei materiali dovuto all'incremento delle rimanenze di prodotti finiti**, deciso in vista di uno sviluppo consistente dell'attività nel prossimo futuro;
- **l'impatto degli Oneri di quotazione di ITL 3.5 mld**, che hanno inciso sull'esercizio per un quinto (peraltro nella nostra riclassificazione tali oneri non concorrono a formare il reddito operativo).

Al 31/12/2000 la PFN era, per effetto dei proventi dell'Ipo, di ITL 61 mld. Il CIN invece ammontava ad ITL 27 mld circa, mentre il CCN aveva un'incidenza del 30% sul fatturato (contro ITL 9 mld di CIN ed un CCN pari al 5% del fatturato, nel 1999). Tale considerevole incremento è dovuto in larga misura alla **dinamica del CCN**, sul cui aumento hanno pesato **l'allungamento dei tempi di pagamento**, concesso ai clienti per incentivare la crescita, e **l'incremento del magazzino**, effettuato in ottica di miglior servizio al cliente.

### 3. Stime di crescita

La società si mostra particolarmente aggressiva nelle stime sul fatturato per il biennio 2001-02. La **divisione Sistemi Industriali dovrebbe crescere di almeno il 40%** in termini di fatturato (già **oggi il portafoglio ordini**, se interamente convertito in ricavi, **produrrebbe un incremento del 15% rispetto all'intero 2000**).

Più arduo a nostro avviso giustificare il tasso di crescita del **20-22% ipotizzato per la divisione Medicale**, soprattutto a fronte di tassi di crescita stimati per il settore del 18% in USA (che probabilmente non scontano il rallentamento in atto nell'economia americana) e del 16% nel resto del mondo.

Più in generale sembra difficile stimare tassi di crescita della società intorno al 30% per il prossimo biennio, tanto più che gli eventi del 2000 segnalano come il cambiamento dei distributori o la semplice sostituzione di un prodotto con uno di maggiori potenzialità possono provocare ritardi che si riflettono sulla prima linea del conto economico.

Pertanto stimiamo una **crescita del fatturato del 24% nel 2001** (soprattutto grazie ai sistemi industriali) e su livelli un po' inferiori nell'anno successivo.

**I margini dovrebbero mantenersi analoghi a quelli attuali**, quindi con un **ROS nei prossimi anni attorno al 27%**.

Queste stime non considerano l'acquisizione nel settore medicale negli USA che rientra nei programmi del Gruppo, e che dovrebbe inserire El.En. nel più grande mercato del mondo, accrescendo il fatturato del 50% già nel 2001.

Questa **opzione di crescita**, identificata come "il primo obiettivo del management", **non sembra però immediatamente realizzabile**, anche se la società ritiene di poterla portare a compimento nel 2001. Tale operazione dovrebbe in ogni caso portare ad un esborso inferiore alla cassa attualmente posseduta dalla società.

## 4. Conclusione e valutazione

Alla luce dei risultati 2000 riteniamo opportuno stimare per i prossimi anni tassi di crescita inferiori rispetto a quelli del business plan della società.

Del resto gli attuali prezzi di mercato scontano già una crescita molto significativa, che non è stata confermata nell'ultimo esercizio.

La nostra idea è che la società resti **una grande idea di investimento di lungo periodo**, i cui effetti saranno evidenti nel momento in cui la società utilizzerà la cassa ottenuta con l'IPO. Tuttavia le incognite sulla rapidità della crescita e sulla tempistica dell'entrata nel mercato USA ci suggeriscono di ridimensionare le nostre aspettative sul titolo nel breve.

Il fair value che risulta dall'aggiornamento delle nostre stime è di **EUR 25**, il nostro rating a breve diventa pertanto **ADD**.

## Appendice

<b>Conto Economico (ITL mln)</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001E</b>	<b>2002E</b>	<b>2003E</b>	<b>2004E</b>
Sistemi Laser medicali	17,229	30,233	30,204	35,641	40,987	45,086	49,594
<i>Growth Rate</i>	<i>110.4%</i>	<i>75.5%</i>	<i>-0.1%</i>	<i>18%</i>	<i>15%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>
Assistenza tecnica	1,734	2,834	3,649	3,967	4,945	6,072	7,087
<i>Growth Rate</i>		<i>63.4%</i>	<i>28.8%</i>	<i>8.7%</i>	<i>24.7%</i>	<i>22.8%</i>	<i>16.7%</i>
Sistemi Industriali	13,800	12,923	16,134	22,588	30,493	38,117	47,646
<i>Growth Rate</i>	<i>32.9%</i>	<i>-6.4%</i>	<i>24.8%</i>	<i>40.0%</i>	<i>35.0%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>
R&D	862	235	262	450	500	500	500
<b>Ricavi Totali</b>	<b>33,626</b>	<b>46,225</b>	<b>50,248</b>	<b>62,645</b>	<b>76,925</b>	<b>89,775</b>	<b>104,827</b>
<i>Growth Rate</i>	<i>59.4%</i>	<i>37.5%</i>	<i>8.7%</i>	<i>24.7%</i>	<i>22.8%</i>	<i>16.7%</i>	<i>16.8%</i>
Costo Materiali	-15,100	-17,932	-21,720	-24,432	-30,078	-35,371	-41,302
Costo servizi	-8,810	-10,657	-12,805	-14,722	-18,462	-21,725	-25,368
Altri costi/ricavi operativi	3,430	3,867	5,467	5,325	6,539	7,631	8,910
<b>Valore Aggiunto</b>	<b>9,717</b>	<b>21,503</b>	<b>21,191</b>	<b>28,817</b>	<b>34,924</b>	<b>40,309</b>	<b>47,067</b>
Costo Lavoro	-4,619	-5,979	-6,401	-9,880	-11,919	-13,678	-16,004
Oneri diversi	-676	-1,236	0	-618	-309	-463	-386
<b>Margine Operativo Lordo</b>	<b>5,711</b>	<b>14,288</b>	<b>14,790</b>	<b>18,319</b>	<b>22,696</b>	<b>26,167</b>	<b>30,677</b>
<i>Ebitda Margin</i>	<i>17.0%</i>	<i>30.9%</i>	<i>29.4%</i>	<i>29.2%</i>	<i>29.5%</i>	<i>29.1%</i>	<i>29.3%</i>
Ammortamenti	-184	-1,043	-1,141	-1,253	-1,615	-1,885	-2,306
Accantonamenti e svalutazioni	0	0	0	0	0	0	0
<b>Magine Operativo Netto</b>	<b>4,851</b>	<b>13,245</b>	<b>13,649</b>	<b>17,066</b>	<b>21,081</b>	<b>24,282</b>	<b>28,371</b>
<i>Ebit Margin</i>	<i>14.4%</i>	<i>28.7%</i>	<i>27.2%</i>	<i>27.2%</i>	<i>27.4%</i>	<i>27.0%</i>	<i>27.1%</i>
Ammortam. Goodwill/oneri IPO	0	0	-700	-700	-700	-700	-700
Proventi/Oneri Finanziari	-520	-509	528	-689	-846	-988	-1,153
Proventi/Oneri Straordinari	12	-278	0	0	0	0	0
<b>Risultato ante-imposte</b>	<b>4,344</b>	<b>12,459</b>	<b>13,477</b>	<b>15,677</b>	<b>19,535</b>	<b>22,594</b>	<b>26,518</b>
Imposte	-2,129	-5,703	-6,171	-7,304	-9,180	-10,572	-12,435
Tax Rate	49.0%	45.8%	47.4%	46.6%	47.0%	46.8%	46.9%
<b>Risultato Netto</b>	<b>2,215</b>	<b>6,755</b>	<b>7,306</b>	<b>8,373</b>	<b>10,355</b>	<b>12,023</b>	<b>14,084</b>
Risultato Netto di terzi	-744	-1,180	-1,249	-1,432	-1,771	-2,056	-2,408
%		<i>17.5%</i>	<i>17.10%</i>	<i>17.10%</i>	<i>17.10%</i>	<i>17.10%</i>	<i>17.10%</i>
<b>Risultato Netto di gruppo</b>	<b>1,471</b>	<b>5,575</b>	<b>6,057</b>	<b>6,942</b>	<b>8,584</b>	<b>9,967</b>	<b>11,675</b>
<i>Net Income Margin</i>	<i>6.6%</i>	<i>14.6%</i>	<i>14.5%</i>	<i>13.4%</i>	<i>13.5%</i>	<i>13.4%</i>	<i>13.4%</i>
<i>Net Income growth rate</i>	<i>1213.4%</i>	<i>279.0%</i>	<i>8.6%</i>	<i>16.3%</i>	<i>23.7%</i>	<i>16.1%</i>	<i>17.1%</i>
<b>Risultato Netto rett.</b>	<b>1,459</b>	<b>5,854</b>	<b>6,757</b>	<b>7,642</b>	<b>9,284</b>	<b>10,667</b>	<b>12,375</b>
<b>Cash Flow</b>	<b>1,643</b>	<b>6,897</b>	<b>7,898</b>	<b>8,895</b>	<b>10,900</b>	<b>12,552</b>	<b>14,681</b>

Questi Studi sono stati redatti da RASFIN SIM S.p.A., Società di Intermediazione Mobiliare, iscritta al n. 126 dell'Albo di cui all'art. 20 comma 1 del D.Lgs. n. 58/98, con delibera CONSOB n. 1176 del 22.12.1998. RASFIN SIM S.p.A. dichiara di avere un proprio specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari o alle operazioni oggetto degli Studi. Gli Studi sono divulgati a solo scopo informativo: essi non costituiscono parte di alcun contratto o impegno, non fanno parte e non possono in alcun modo essere considerati 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 costituiscono consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari. RASFIN SIM non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo degli Studi. Le informazioni rese disponibili attraverso gli Studi non devono essere infatti intese come una raccomandazione o un invito di RASFIN SIM 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 sugli Studi. In particolare RASFIN SIM, 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. E' vietata la rielaborazione e/o la riproduzione e/o la diffusione, anche parziale, degli Studi, senza previo consenso scritto di RASFIN SIM.

<b>Stato Patrimoniale (ITL mln)</b>	<b>1999</b>	<b>2000E</b>	<b>2001E</b>	<b>2002E</b>	<b>2003E</b>	<b>2004E</b>
Liquidità	9,236	71,653	75,364	78,339	80,377	83,000
Crediti Commerciali	14,794	21,338	23,170	28,452	31,975	35,900
Magazzino	7,706	12,945	12,857	13,692	15,968	18,701
Altre Attività Correnti	92	100	100	100	100	100
<b>Attivo Corrente</b>	<b>31,828</b>	<b>106,037</b>	<b>111,490</b>	<b>120,583</b>	<b>128,419</b>	<b>137,701</b>
Immobilizzazioni Materiali Nette	6,608	7,083	8,233	9,483	11,133	12,983
Immobilizzazioni Immateriali	61	3,511	5,711	6,411	7,511	8,911
Immobilizzazioni Finanziarie	1,985	2,485	2,985	3,785	4,685	5,685
<b>Attivo Fisso Netto</b>	<b>8,654</b>	<b>13,079</b>	<b>16,929</b>	<b>19,679</b>	<b>23,329</b>	<b>27,579</b>
<b>Totale Attivo</b>	<b>40,482</b>	<b>119,115</b>	<b>128,419</b>	<b>140,262</b>	<b>151,748</b>	<b>165,280</b>
Banche a breve	454	642	674	708	764	826
Debiti Commerciali	9,193	12,000	13,722	16,893	19,866	23,197
Debiti tributari	4,487	4,628	5,478	6,885	7,929	9,326
Altre passività correnti	2,521	2,597	2,675	2,755	2,838	2,923
<b>Passivo Corrente</b>	<b>16,655</b>	<b>19,867</b>	<b>22,548</b>	<b>27,240</b>	<b>31,397</b>	<b>36,271</b>
Banche m/l	6,553	7,000	6,000	7,000	7700	8470
Altri debiti m/l	1,195	1,219	1,243	1,268	1,319	1,371
<b>Passivo m/l</b>	<b>7,748</b>	<b>8,219</b>	<b>7,243</b>	<b>8,268</b>	<b>9,019</b>	<b>9,841</b>
Fondi Imposte Differite	412	433	455	477	501	526
TFR	895	1,000	1,431	1,739	1,951	2,264
<i>TFR per dipendente</i>	<i>10.4</i>	<i>11.6</i>	<i>11.5</i>	<i>12.0</i>	<i>12.2</i>	<i>12.6</i>
Capitale Sociale	2,400	4,640	4,640	4,640	4,640	4,640
Riserve	4,754	76,127	79,155	82,678	87,068	92,145
Utili a nuovo	0	0	0	0	0	0
Utile d'esercizio	5,575	6,057	6,942	8,584	9,967	11,675
<i>Payback stimato</i>	<i>0</i>	<i>23%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>12,730</b>	<b>86,823</b>	<b>90,841</b>	<b>96,098</b>	<b>101,863</b>	<b>108,704</b>
<i>% su PN tot</i>	<i>6.8%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>
Patrimonio Netto di terzi	864	1,524	4,542	4,805	5,093	5,435
Utili di terzi	1,180	1,249	1,432	1,771	2,056	2,408
<b>Totale passivo</b>	<b>40,484</b>	<b>119,115</b>	<b>128,419</b>	<b>140,262</b>	<b>151,748</b>	<b>165,280</b>

Questi Studi sono stati redatti da RASFIN SIM S.p.A., Società di Intermediazione Mobiliare, iscritta al n. 126 dell'Albo di cui all'art. 20 comma 1 del D.Lgs. n. 58/98, con delibera CONSOB n. 1176 del 22.12.1998. RASFIN SIM S.p.A. dichiara di avere un proprio specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari o alle operazioni oggetto degli Studi. Gli Studi sono divulgati a solo scopo informativo: essi non costituiscono parte di alcun contratto o impegno, non fanno parte e non possono in alcun modo essere considerati 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 costituiscono consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari. RASFIN SIM non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo degli Studi. Le informazioni rese disponibili attraverso gli Studi non devono essere infatti intese come una raccomandazione o un invito di RASFIN SIM 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 sugli Studi. In particolare RASFIN SIM, 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. E' vietata la rielaborazione e/o la riproduzione e/o la diffusione, anche parziale, degli Studi, senza previo consenso scritto di RASFIN SIM.