



Fidia



Settore Industriale

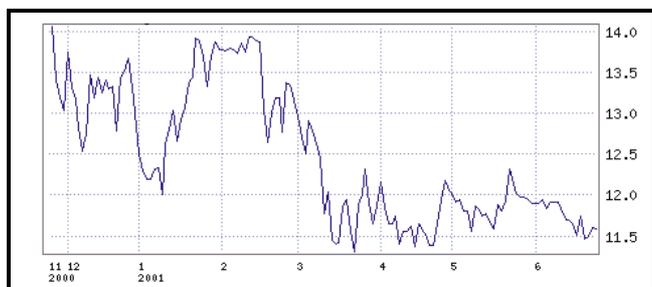
Neutrale

Data di collocamento --
 Prezzo di collocamento (Eu) --
 Prezzo al 25/06/2001 (Eu) 11,58

Target Price (Eu)	12,30
Target precedente (Eu)	n.s.

Performance	1mese	3mesi	12 mesi
Assoluta (%)	-3,3	-3,5	n.d.
Relativa al Numtel (%)	--	--	--
Relativa al Mibtel (%)	4,4	-1,3	n.d.

Anno	2000	2001	2002	2003
Fatturato (mln Eu)	42	48,3	54,2	61
Utile netto (mln Eu)	3,6	3,7	4	4,4
EPS (Eu)	0,77	0,72	0,80	0,87
P/E	15,04	15,99	14,51	13,34
BVPS	5,7	5,82	6,62	7,48
P/BVPS	2,03	1,99	1,75	1,55



Aggiornamento Flash: 14 maggio 2001

Fidia chiude il 1° trim. con un mol che sale dell'1,7%, a 2,6 miliardi e un utile pretasse che sale del 5% a 2,4 miliardi. Il fatturato del periodo sale del 55% a 21,2 miliardi e gli ordini salgono del 41,6% a 26,2 miliardi. Al fatturato (di cui 70% esportato) contribuiscono per il 62% la divisione fresature alta velocità e per il 38% i controlli numerici e software. Le fresature contribuiscono in modo prevalente all'incremento degli ordini. In calo il rapporto mol/fatturato, al 10,7 dal 14,8% del 31 marzo 2000. Peggiora la redditività, oltre le nostre stime, ma pesano gli effetti stagionalità. Confermiamo per ora il giudizio neutrale e il target a 12,3 eu.

Le fresatrici ad alta velocità trainano i risultati 2000

- Fidias è un gruppo specializzato nel settore dei controlli numerici per sistemi di fresatura, nei sistemi di fresatura ad alta velocità e nel software CAM.

- **Risultati 2000 in linea con le attese:** Fidias ha realizzato nel 2000 una crescita del fatturato pari al 12%. L'Ebitda e l'Ebit sono cresciuti rispettivamente del 25,4% e del 39% anno su anno. L'aumento dei margini è stato realizzato grazie allo sfruttamento di economie di scala e allo spostamento del mix del fatturato verso prodotti a maggiore redditività.

- **L'aumento del fatturato è stato guidato soprattutto dal business dei sistemi di fresatura ad alta velocità,** che ha realizzato una crescita del 20,7% anno su anno, mentre il business dei controlli numerici e software CAM ha realizzato una crescita più contenuta pari all'1,6%.

- Per il periodo 2000-2004 stimiamo un CAGR del fatturato dell'11,27%. Il CAGR dell'Ebitda e dell'Ebit dovrebbe assestarsi rispettivamente al 7,9% e al 7,3%. Ipotizzando un tax-rate pari al 47%, il gruppo Fidias dovrebbe arrivare ad un utile netto intorno ai 7 mld di lire rispetto ai 4,4 del 1999.

- Utilizzando un modello DCF perveniamo ad un fair value di Fidias pari a 12,3 Euro. Riteniamo pertanto che le quotazioni attuali riflettano le potenzialità del gruppo. **La nostra raccomandazione è neutrale.**

Analisi fondamentale:

Gabriele Cinelli
 gcinelli@websim.it

Tel. 02/58215796

Profilo della Società

Il Gruppo Fidia, nato nel 1974, opera nel settore high-tech della progettazione, produzione, commercializzazione ed assistenza a livello internazionale di:

- a. controlli numerici per fresatrici e relativo software di gestione;
- b. sistemi di fresatura ad alta velocità;
- c. software CAM (Computer Aided Manufacturing).

Il mercato di riferimento è quello della stampistica.

a) Controlli numerici. Questo comparto costituisce il business originario del gruppo Fidia. I controlli numerici (CN,CNC) consistono in dispositivi elettronici che, attraverso software, possono automatizzare il funzionamento di macchinari e impianti produttivi. Questi sistemi vengono assemblati in base alle esigenze del settore della fresatura di forme complesse di medio/grandi dimensioni. L'obiettivo di Fidia è di fornire un prodotto estremamente personalizzato e con un elevato contenuto tecnologico. Il gruppo torinese si rivolge quindi ad una nicchia di mercato, in cui i lotti prodotti sono di ridotte dimensioni e dove si possono spuntare margini superiori. La società pertanto non ha come obiettivo quello di rivolgersi al segmento della produzione di massa. Attualmente Fidia costruisce due famiglie di controlli numerici, la Classe M e la Classe C, i cui punti di forza sono la grande flessibilità e versatilità operativa. Il cuore tecnologico dei controlli numerici è costituito dal software, che rappresenta uno degli assets immateriali più importanti del gruppo torinese. In quest'area Fidia ha sviluppato una gamma di accessori quali tastatori elettronici, terminali portatili ed un sistema di misura con raggio laser. Il prezzo di un controllo numerico può variare dai 40-50 ad oltre i 100 milioni di lire. La clientela di questa divisione, diretta e indiretta, è per lo più costituita da primarie industrie operanti nel settore automotive, del design automobilistico e nel settore aeronautico.

b) Sistemi di fresatura ad alta velocità. Fidia opera in una nicchia innovativa del mercato dei sistemi di fresatura: il gruppo è infatti specializzato nella progettazione e costruzione di sistemi di fresatura ad alta velocità, appositamente concepiti per le seguenti applicazioni: a) lavorazione di modelli di stile b) fresatura di stampi per i diversi settori della forgatura c) realizzazione di elettrodi in rame o grafite per elettroerosione d) produzione di serie di particolari complessi, come pezzi aeronautici. Il gruppo Fidia è entrato in questo business agli inizi degli anni '90, e costituisce uno dei primari produttori mondiali di macchine fresatrici ad alta velocità. La fresatura ad alta velocità consente di ridurre sensibilmente i tempi della lavorazione e soprattutto consente di raggiungere un' elevata qualità di dettaglio

della superficie del materiale da intagliare, eliminando o comunque riducendo sensibilmente la successiva fase di finitura manuale, operazione che richiede l'intervento di manodopera estremamente specializzata e quindi sensibilmente costosa. L'introduzione della tecnologia della fresatura ad alta velocità ha avuto influenze non solo sul settore delle fresatrici tradizionali, ma anche su altre tecnologie concorrenti come quella delle macchine per elettroerosione a tuffo e rettificatrici di profili. I sistemi di fresatura che produce Fidia sono in grado di gestire in modo automatico ogni singola fase del processo di lavorazione e sono dotati di un proprio sistema di controllo numerico e di un proprio software CAM. Il costo di un sistema di fresatura può variare da un minimo di 200 a oltre un miliardo di lire.

La clientela è rappresentata da industrie produttrici di stampi e modelli, nonché fornitori di componenti aeronautici. Una quota molto marginale di clientela è costituita da industrie del settore della manifattura di calzature e di articoli sportivi.

c) Software CAM: agli inizi degli anni '90 il gruppo Fidia ha iniziato a progettare e produrre un proprio software CAM. Il CAM è un pacchetto software, dedicato alla costruzione automatica di programmi per la gestione di macchine utensili (part-program) partendo da una rappresentazione matematica della parte da produrre. In definitiva il CAM fornisce al controllo numerico tutte le istruzioni di movimentazione che sono necessarie per la produzione della parte interessata. La macchina quindi lavorerà il pezzo grezzo in modo da ottenere un prodotto finale corrispondente alle caratteristiche del progetto. Attualmente Fidia produce due tipi di CAM: l'ISOGRAPH e l'HI-MILL, che vengono commercializzati insieme ai controlli numerici. Per questo motivo la clientela di questa divisione è la stessa della divisione controlli numerici. Tuttavia la società ha in mente di distribuire l'HI-MILL anche distintamente dai controlli numerici.

La storia

1974: nasce a Torino Fidia S.r.l. per opera di un gruppo di soci tra cui Giuseppe Morfino, (attuale maggiore azionista con il 66,83% del capitale) con lo scopo di progettare e realizzare controlli numerici basati sull'utilizzo di minicalcolatori.

1974-1984: Fidia è attiva nel mercato italiano dei controlli numerici computerizzati basati sull'utilizzo dei minicalcolatori DEC. Inizia anche il processo di internazionalizzazione: costituzione di società, con funzioni commerciali e di assistenza tecnica, negli USA ("Fidia Co"), Repubblica Federale tedesca ("Fidia GmbH"). Sul finire degli anni '80 il gruppo si espande anche verso la Spagna ("Fidia Iberica") ed in Francia ("Fidia Sarl")

fine anni '80: Fidia è una delle prime società a realizzare tipologie di controlli numerici con tecnologia a "multiprocessore". La società decide di entrare nel business della finitura e superfinitura delle superfici fresate. Fidia acquisisce il 50% della Meccanica Cortini, azienda produttrice di torni e fresatrici di piccole dimensioni, al fine di dotarsi di sufficiente capacità produttiva. Il gruppo lancia quindi il primo progetto della macchina FIDIA DIGIT 165: è una macchina che è in grado di realizzare la scansione, misura e fresatura di pezzi con la tecnica dell'alta velocità.

inizi anni '90: inizia lo sviluppo dei pacchetti CAM per la gestione delle lavorazioni ad alta velocità: si pongono le basi per lo sviluppo del pacchetto software HI-MILL. Nel settore dei controlli numerici si sostituiscono i microprocessori DEC con i microprocessori Motorola. La società si apre verso i paesi emergenti: viene costituita una joint venture in Cina e una società in Brasile.

1996: FIDIA acquisisce una partecipazione in Simav, portata poi al 100% nel 1998. azienda attiva nella produzione di componenti per sistemi di fresatura. In quest'anno FIDIA consegue la certificazione ISO 9001. Introduzione delle altre macchine K165, K211 e K411 e dei controlli numerici denominati Classe M e Classe C. L'introduzione di questi controlli numerici ha permesso a Fidia di arrivare sul mercato tra i primi con la tecnologia "open architecture", secondo la quale l'utente finale può installare in aggiunta al software fornito da Fidia, una vasta gamma di pacchetti applicativi secondo le esigenze dell'operatore.

2000: a fine Novembre, Fidia colloca il 25,53% del capitale di nuova emissione sul Nuovo Mercato italiano

Azionariato

STRUTTURA AZIONARIA PRE E POST IPO

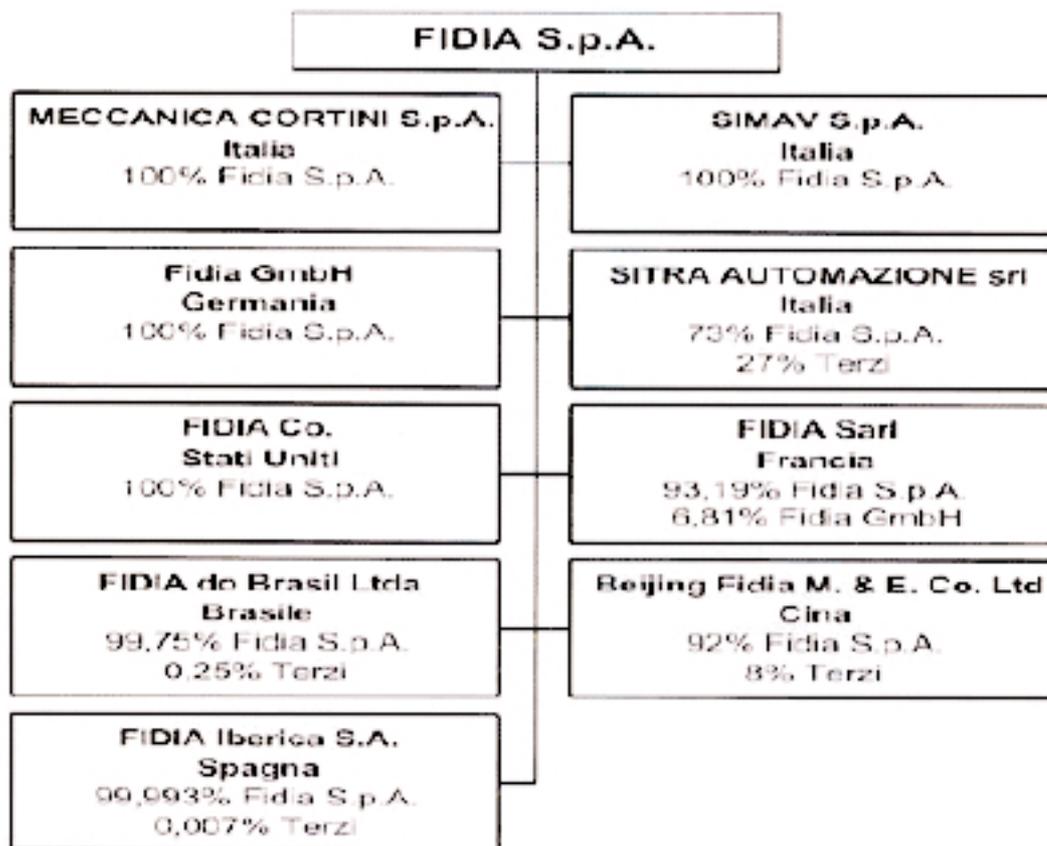
	PRE-IPO		POST-IPO	
	n° azioni	%	n° azioni	%
Giuseppe Morfino	3.141.250	89,75	3.141.250	66,83
Luigi Visconti	89.070	2,55	89.070	1,89
Luca Morfino	75.000	2,14	75.000	1,6
Paolo Morfino	75.000	2,14	75.000	1,6
Altri	119.680	3,42	119.680	2,55
Mercato			1.200.000	25,53
Totale	3.500.000	100	4.700.000	100

Per la realizzazione dell'IPO, Fidia ha appositamente strutturato un aumento di capitale pari a 1.200.000 azioni. Il flottante è pari quindi al 25,5% del capitale sociale, per una capitalizzazione complessiva ai prezzi attuali di Borsa (12,6 Euro) di 64 milioni di Euro. Il prezzo di collocamento al pubblico è stato di 14 Euro: le contrattazioni sul Nuovo Mercato sono iniziate il 27 Novembre del 2000.

Con la IPO sono stati raccolti complessivamente 32,5 miliardi di lire e sono state sostenute spese pari a 3,8 miliardi. Le risorse finanziarie raccolte sono state temporaneamente impiegate dalla società, in attesa di attuare i programmi strategici delineati in sede di IPO. Le spese di quotazione sono state interamente spesate nel bilancio 2000. Prima della quotazione Fidia ha distribuito 350.000 azioni (corrispondenti al 10% del capitale sociale), del valore nominale di 1 Euro, al management e al personale della società torinese con patto di inalienabilità con scadenza a Novembre 2001. Nella valutazione abbiamo tenuto conto della presenza di questi titoli.

Struttura societaria

A Febbraio 2001, il gruppo Fidia è così strutturato:



Mercato di riferimento

Gli operatori ai quali Fidia rivolge i propri prodotti e servizi sono costruttori di macchine utensili e utilizzatori di sistemi di fresatura ad alta velocità, tutti prevalentemente collocati nel settore della costruzione di stampi.

Controlli numerici: Il mercato mondiale è molto concentrato ed è caratterizzato dalla presenza di pochissime industrie (Fanuc, Siemens e Heidenhain) che detengono le quote di mercato maggiori. Fidia si colloca direttamente al di sotto di questa prima fascia, con una quota del mercato mondiale stimata nel 2000 intorno al 5%. In sede di collocamento la società ha stimato che la dimensione del suo mercato mondiale di riferimento sia pari nel 2000 intorno a 292 miliardi di lire. Si prevede che i tassi di evoluzione del mercato rimangano nel prossimo triennio sostanzialmente vicini allo zero.

Sistemi di fresatura ad alta velocità: il mercato globale della fresatura ad alta velocità per stampi è stato stimato intorno ai 1.300 miliardi di lire, da cui si attende una crescita media annua intorno al 13%. Questa crescita è motivabile sulla base del fatto che la tecnologia dell'alta velocità dovrebbe gradualmente soppiantare le tecnologie attualmente esistenti. La maggior parte della domanda europea di macchine fresatrici proviene dalla Germania, il cui mercato è stato stimato essere intorno ai 300 miliardi di lire. Oltre oceano il maggiore mercato è quello USA, con un valore pari a circa 140 miliardi di Lire.

Il mercato di riferimento è caratterizzato dalla presenza da un lato di poche grandi case che producono macchine fresatrici in serie di grandi dimensioni (Makino, DMG), dall'altra dalla presenza di una ventina di imprese di piccola/media dimensione che si rivolgono, in un regime di concorrenza monopolistica, ad una clientela che esige un prodotto e l'assistenza post-vendita personalizzati. Il gruppo Fidia si colloca in quest'ultimo gruppo con una quota di mercato mondiale stimata per il 2000 intorno al 3% con una specializzazione in fresatrici di piccole e medie dimensioni.

Analisi swot

Punti di Forza: Fidia è in grado di offrire ai propri clienti soluzioni riguardanti tutti gli aspetti tecnologici e produttivi connessi ai processi di fresatura, dai controlli numerici alla produzione di sistemi di fresatura ad alta velocità, fino al software CAM.

Ricerca e Sviluppo: la gamma dei prodotti offerta da Fidia presenta un elevato contenuto tecnologico. Questa caratteristica è garantita dal continuo impegno della società in investire una quota considerevole delle proprie revenues in ricerca e sviluppo. Nel 2000 Fidia ha speso in R&S più del 7% del fatturato. La società ha inoltre collaborazioni con i migliori centri di ricerca e implementa progetti finanziati dal Ministero dell'Università e della Ricerca Tecnologica.

Settore di riferimento: Il settore della stampistica è caratterizzato dal fatto che il proprio prodotto finale ha un'ampia possibilità di utilizzo: gli stampi infatti vengono utilizzati per la manifattura di numerosissime tipologie di prodotti finali. Le macchine di Fidia vengono utilizzate dai produttori di stampi che si rivolgono prevalentemente al settore automotive e pneumatici. Recentemente la società ha iniziato a diversificare una marginale quota del suo fatturato verso i settori aerospaziale e abbigliamento sportivo.

Posizionamento competitivo: Fidia, in tutte le sue aree di business, si pone come uno dei principali leader tecnologici. Questa posizione permette di praticare prezzi e spuntare margini tendenzialmente superiori rispetto alla

media di mercato. Inoltre il settore della fresatura ad alta velocità presenta tassi di crescita molto interessanti.

Capacità di generare liquidità: in questi ultimi anni, il gruppo torinese è stato capace di sostenere la crescita del proprio business senza dilatare il fabbisogno finanziario originato dal capitale circolante. Questo ha permesso alla società di generare continuamente risorse finanziarie e rimborsare capitale di debito.

Punti di debolezza: il principale punto di debolezza di Fidia è dato dal fatto che circa i due terzi del fatturato della divisione sistemi di fresatura e della divisione controlli numerici proviene da clientela che opera direttamente o indirettamente nel settore automobilistico. Un altro 13% è invece costituito da clienti che operano nel settore dei pneumatici. La forte esposizione nei confronti dell'andamento dei settori automotive e pneumatici rende le revenues di Fidia estremamente esposte a trend negativi generalizzati dei settori di riferimento. L'azienda torinese tuttavia ha cercato di orientarsi verso l'internazionalizzazione del proprio business e della propria clientela e ha introdotto gamme di prodotti sempre più dettagliate e disegnate sulla base delle caratteristiche richieste dal mercato.

Il fatturato del gruppo presenta inoltre una marcata stagionalità all'interno dell'esercizio: in particolare, il gruppo torinese registra il suo picco del fatturato nel 4Q, momento in cui i clienti per ragioni fiscali richiedono la consegna dei prodotti.

Opportunità: una parte considerevole del fatturato di Fidia proviene da paesi esteri. Nel 2000 circa il 7% del fatturato è stato realizzato negli USA/Canada, mentre circa il 15% è stato realizzato in paesi emergenti o comunque in via di industrializzazione come la Cina ed il Brasile. La presenza in questi paesi è considerata strategica dati i tassi di crescita attesi in queste aree geografiche e considerate le possibilità di instaurare rapporti commerciali duraturi con gli operatori locali. La società, infatti, intende puntare su questi paesi implementando un'attenta politica di penetrazione al fine di ottenere una corretta diversificazione della propria presenza nei mercati geografici. Tutto questo inoltre permetterà di soddisfare meglio le esigenze delle principali case costruttrici mondiali di auto, impegnate continuamente in processi di globalizzazione della propria attività.

Minacce: Date le sue ridotte dimensioni Fidia potrebbe essere danneggiata da un eventuale processo di aggregazione degli operatori del settore. Per questo motivo la società già in sede di IPO ha intenzione di realizzare acquisizioni per conquistare ulteriori quote di mercato e per consolidare la propria posizione competitiva.

Risultati 2000

Il gruppo torinese ha chiuso il 2000 con risultati sostanzialmente in linea con le attese. Il fatturato consolidato si è assestato a 81 miliardi di lire, in crescita del 12% rispetto al dato del 1999. Questa crescita è essenzialmente riconducibile alla buona performance delle vendite della business-area dei sistemi di fresatura ad alta velocità, che ha evidenziato una crescita del 20,7% rispetto all'anno precedente. Questa crescita è stata realizzata sia attraverso l'aumento delle unità di prodotto finito vendute sia attraverso una ricomposizione delle vendite verso prodotti a maggiore redditività. Nel 2000 la divisione sistemi di fresatura ha inciso per il 58,1% sul totale del fatturato, rispetto al 53,9% nel 1999. L'area di business dei controlli numerici e del software CAM ha invece registrato una modesta crescita dell'1,6%, riflettendo pienamente la tendenza stabile del mercato di riferimento. A livello di breakdown geografico: per quanto riguarda la divisione controlli numerici e software, si deve evidenziare la discreta performance del mercato domestico (+6,8%), del mercato cinese e del mercato nordamericano. Nella divisione sistemi di fresatura l'Italia è stato il paese che ha contribuito di più alla performance del 2000 con una crescita del 29%. Tuttavia questa crescita è stata smorzata dal calo registrato in Germania, paese che ha assorbito il 20,6% del fatturato del gruppo torinese. Di seguito i dati sul fatturato 2000-2001:

FATTURATO 2000-2001

(mld lire)	FATTURATO		FATTURATO	
	2000	%	1999	%
Italia	34.149	41,99%	28.564	39,29%
Europa	29.518	36,30%	30.751	42,30%
Cina	4.286	5,27%	2.815	3,87%
Brasile	3.436	4,23%	1.132	1,56%
USA/Canada	5.530	6,80%	4.463	6,14%
Resto del mondo	4.406	5,42%	4.969	6,84%
Totale	81.325	100%	72.694	100%

A livello di margini, l'Ebitda-margin è passato dal 16,6% del 1999 al 18,3% del 2000, mentre l'Ebit-margin è passato da 11,7% a 14,3%. L'aumento dei margini è stato reso possibile essenzialmente grazie alla ricomposizione del mix di fatturato e allo sfruttamento di economie di scala attivate in seguito all'aumento delle unità di prodotto vendute e alla razionalizzazione del processo produttivo. Hanno inciso anche minori ammortamenti ed accantonamenti. I costi per R&D hanno inciso per una percentuale superiore al 7% del fatturato, in linea con l'andamento storico di tale voce di costi.

Sul risultato reddituale consolidato 2000 non incideranno le spese sostenute per la quotazione (circa 3,8 miliardi di lire), in quanto sono state portate direttamente in deduzione dell'ammontare raccolto con l'aumento di capitale destinato alla IPO.

Ipotizzando un tax-rate del 47% il gruppo torinese dovrebbe registrare un utile netto di 7 miliardi di lire evidenziando una sensibile crescita rispetto ai 4 miliardi del 1999.

La strategia

La strategia del gruppo Fidia si può sintetizzare in:

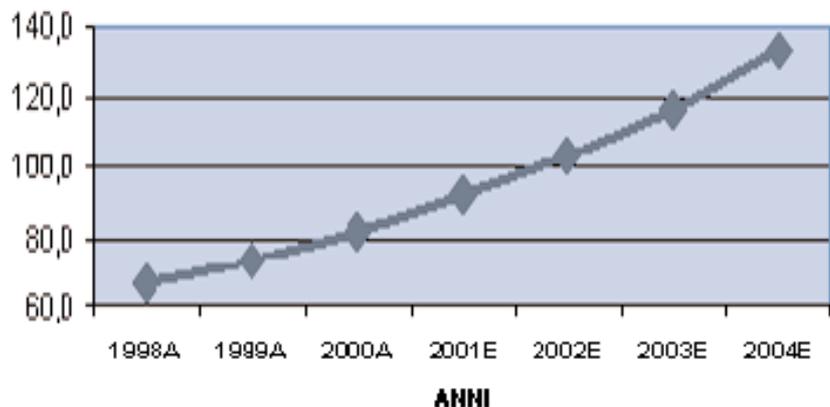
- **nuove acquisizioni:** la società intende crescere sia per vie interne che, e soprattutto, per vie esterne con particolare riguardo al settore del software, comparto in cui la società è attualmente poco presente. Attualmente la società sta vagliando una serie di ipotesi. Giudicheremmo molto negativamente acquisizioni di società con multipli troppo elevati (quali quelli attuali medi di mercato), a meno che non fossero giustificate da un solido e credibile business-plan.
- **espansione mercati esteri a più elevato tasso di crescita:** nel 2000 il 58% del fatturato è stato realizzato al di fuori dell'Italia. Obiettivo della società è di incrementare la propria quota di mercato in paesi a forte crescita come Cina, Brasile, Usa, Canada.
- **investimenti in R&D:** nel 2000 il gruppo torinese ha investito più del 7% del fatturato in R&D. L'obiettivo della società è investire ancora nel futuro una significativa quota del suo fatturato in R&D. Il gruppo torinese è anche attivo in progetti di ricerca che fino al 2000 sono stati in parte finanziati dal MURST. Dal 2001 i contributi ricevuti subiranno una diminuzione incidendo negativamente sul valore della produzione.

Le prospettive

Nell'effettuare le nostre ipotesi non abbiamo preso in considerazione l'effetto che potrebbero avere sul valore di Fidia le acquisizioni preannunciate dal management in sede di IPO, dato che non ci sono stati forniti sufficienti dettagli.

Per quanto riguarda il fatturato, abbiamo ipotizzato un CAGR 2000-2004 dell'11,27%, adottando un approccio più pessimistico rispetto alle indicazioni forniteci dalla società.

FATTURATO 1998-2004S



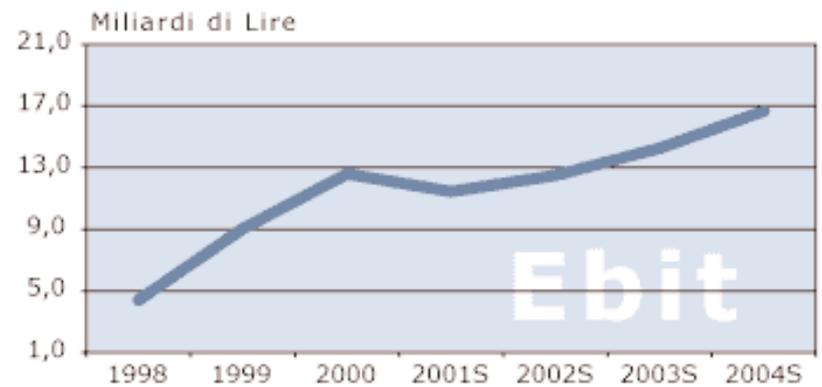
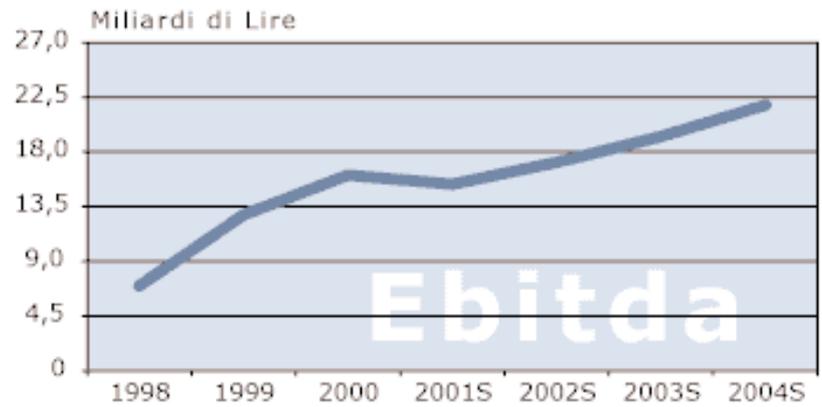
A livello di singole divisioni: i sistemi di fresatura ad alta velocità saranno quelli che contribuiranno in misura più significativa sul fatturato. Per questa divisione abbiamo ipotizzato un CAGR 2000-2004 del 17,87%. Crediamo infatti che il gruppo torinese possa consolidare l'attuale posizione di leadership.

Per quanto riguarda invece la divisione controlli numerici e software CAM, abbiamo ipotizzato un CAGR 2000-2004 del 4,91%, l'82% del quale è dato dalla crescita nel solo settore del software, mentre secondo le nostre previsioni e quelle della società le vendite dei controlli numerici dovrebbero essere sostanzialmente stabili nel periodo di riferimento. Attualmente il business del software CAM non consente di avere un'adeguata visibilità sulla redditività futura. Per questo motivo nelle nostre stime di crescita abbiamo adottato un approccio più conservativo rispetto alle indicazioni forniteci dalla società.

A partire dal 2001 vi sarà una sensibile riduzione dei ricavi provenienti dai progetti di ricerca realizzati in collaborazione con il MURST: questa riduzione inciderà pesantemente sul valore della produzione che dovrebbe passare dagli attuali 6,4 miliardi a 2 mld a partire dall'anno in corso.

Per questo motivo i margini reddituali dovrebbero registrare una riduzione generalizzata nei prossimi anni: l'Ebitda-margin dovrebbe viaggiare intorno al 16%, mentre l'Ebit-margin intorno al 12%.

EBITDA E EBIT



La valutazione

Nella scelta del modello di valutazione abbiamo utilizzato il modello DCF con terminal growth rate pari a 2,5% ed un equity risk premium pari al 4%. Riteniamo che il gruppo Fidia abbia caratteristiche del tutto peculiari e che un'analisi basata sulla peer comparison non possa considerarsi particolarmente significativa ai fini della determinazione del nostro target price.

Sulla base del modello preso in considerazione perveniamo ad un fair value di Fidia pari a 12,3 Euro. In conclusione riteniamo che le quotazioni attuali riflettano le potenzialità reddituali e finanziarie del gruppo: iniziamo la copertura del titolo con una raccomandazione neutrale, anche alla luce del fatto che lo sviluppo nell'area del software CAM attualmente non assicura un'adeguata visibilità prospettica.