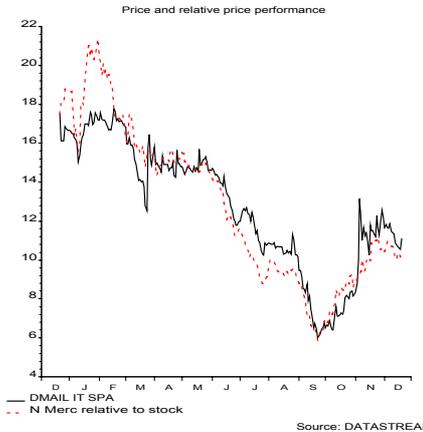


3Q01 e Change in View

Gruppo Dmail.it SpA

Hold

Prezzo Ord: €11.004



31 dic	2000A	2001E	2002E	2003E
Valore della Produzione (€ mil)	26.13	40.54	62.83	80.09
EBITDA (€ mil)	4.32	5.18	10.20	13.77
Utile Netto Rettificato (€ mil)	0.31	1.46	2.64	3.56
EPS Adj. (€)	0.05	0.23	0.41	0.55
EV/Sales	1.98	1.66	1.09	0.87
EV/EBITDA	11.97	13.02	6.71	5.04
EV/EBIT	23.48	31.02	18.34	12.94
Dividend yield	0.0%	1.5%	0.8%	1.2%

Fonte: Dati societari, stime Caboto SIM

Terzo Trimestre e Primi 9 mesi 2001

Prezzo ord (20/12/2001)	€11.004
Settore	Retail/Internet
Reuters	DMA.MI
Bloomberg	DMA IM
Indice Nuovo Mercato	2,435
Capitalizz. (€ mil)	71.0
N. azioni (m) ord	6.45
Flottante	44.66%
Principale azionista	
Banfort	46.67%
BVPS 01E (€)	5.193
P/BVPS	2.1x
12 m Max/Min (€)	17.770 / 6.000
Volumi medi (30gg)	148,000
Tasso di cambio	€/\$ 0.8973
	L/€ 1,936.27
Performance relativa Nuovo Mercato	
1 wk	1 m
3 m	3 m
3.7%	4.3%
	10.8%

CABOTO GRUPPO INTESABCI È SPONSOR E SPECIALIST DELLA SOCIETÀ OGGETTO DEL PRESENTE STUDIO.

- Il 3Q01 per Dmail, continua a registrare una buona crescita del fatturato (+49%, ad 8 € mil), anche se il processo di espansione ha comportato un peggioramento dell'EBITDA (-90%, 0.1 € mil vs 0.9 € mil nel 3Q00), a causa dell'incremento dei costi di struttura (servizi e costo del personale) e nonostante la buona performance in termini di costo del venduto (approvvigionamento e logistica). Il fatturato nei 9M01 è stato pari a 22.3 € mil (crescita yoy 45%). L'EBITDA consolidato è stato pari a 2.2 € mil, in crescita del 23% rispetto ai 9M00, ma con un margine che si riduce dall'11% al 9.3%. L'EBIT è stato negativo per 1.5 € mil (+0.2 € mil nei 9M00) per i maggiori ammortamenti dovuti ai costi dell'IPO ed ai costi di pubblicità capitalizzati dell'anno 2000.
- Buona crescita della top-line ma la società soffre in termini di redditività a causa dei costi necessari per sostenere l'espansione (costi del personale, stampa e spedizione dei cataloghi). Abbiamo ridotto le stime per l'EBITDA del 2001, senza impatto sostanziale sulla nostra valutazione, pari a 10.2€ per azione; tale valore incorpora un'aspettativa di miglioramento della redditività nei prossimi anni, legato alla crescita del volume d'affari che dovrebbe ridurre l'incidenza dei costi fissi.
- Considerando l'attuale prezzo di mercato, cambiamo la raccomandazione da OUTPERFORM ad **HOLD**. Giudichiamo valida la strategia multicanale di Dmail nel business degli "Hard To Find Tools", in cui ha acquisito una notevole solidità competitiva. Le nuove iniziative (editoria, D-Web) potrebbero avere prospettive di sviluppo e creare sinergie col business tradizionale che però al momento non ci sentiamo di fattorizzare appieno nella nostra valutazione.

21 Dicembre 2001

Francesco Pisilli +3902 8021 2810
francesco.pisilli@caboto.it

Giulia Sartorelli +3902 8021 2707
giulia.sartorelli@caboto.it

Terzo Trimestre e primi 9 mesi del 2001

3Q01 non del tutto positivo per Dmail, che ad una buona crescita del fatturato (+49%, ad 8 € mil) ha fatto corrispondere un peggioramento dell'EBITDA (-90%, 0.1 € mil vs 0.9 € mil nel 3Q00), principalmente a causa dei costi di struttura (servizi e costo del personale), che sono più che raddoppiati rispetto allo scorso anno. La società soffre in termini di redditività a causa dei costi necessari per sostenere l'espansione della top-line (costi del personale, stampa e spedizione dei cataloghi).

Tabella 1: Conto Economico Dmail.it – Quarters

(€ mil)	1Q00	2Q00	3Q00	1Q01	2Q01	3Q01A	1Q01/1Q00	2Q01/2Q00	3Q01/3Q00
Ricavi	5.31	5.31	5.37	6.34	8.87	8.01	19.4%	67.1%	49.2%
EBITDA	0.44	0.44	0.88	0.76	1.32	0.08	72.7%	198.5%	-90.4%
<i>EBITDA Margin</i>	8.3%	8.3%	16.3%	12.0%	14.9%	1.0%			
EBIT	0.00	0.00	0.19	-0.3	1.1	-2.4	NM	NM	NM
<i>EBIT Margin</i>	0.0%	0.0%	3.5%	-4.0%	12.7%	-29.8%			

NM = Non significativo. Fonte: Dati societari

Il fatturato nei 9M01 è stato pari a 22.3 € mil (crescita yoy 45%). L'EBITDA consolidato è stato pari a 2.2 € mil, in crescita del 23% rispetto ai 9M00, ma con un margine che si riduce dall'11% al 9%. L'EBIT è stato negativo per 1.5 € mil (+0.2 € mil nei 9M00) in peggioramento per i maggiori ammortamenti dovuti ai costi dell'IPO ed ai costi di pubblicità capitalizzati dell'anno 2000. Pertanto, nonostante il miglioramento dei proventi finanziari derivanti dalla gestione della liquidità incassata in sede di IPO, il risultato ante-imposte è negativo per 1 € mil (+0.14 € mil nei 9M00).

Tabella 2: Conto Economico Dmail.it – 9M01

(€ mil)	9M00	9M01A	% Chg
Ricavi	15.98	23.21	45.2%
EBITDA	1.76	2.17	23.0%
<i>EBITDA Margin</i>	11.0%	9.3%	
EBIT	0.19	-1.51	NM
<i>EBIT Margin</i>	1.2%	-6.5%	
Proventi ed Oneri Finanziari	-0.16	0.43	NM
Proventi ed Oneri Straordinari	0.12	0.05	-53.9%
Utile Ante Imposte	0.14	-1.03	NM

NM = Non significativo. Fonte: Dati societari

Le nostre stime per il 2001 sono di ricavi per 40.5 € mil e di un EBITDA pari a 5.2 € mil, in linea con la stagionalità del business di Dmail, che anche nel 2000 ha registrato circa il 40% dei ricavi ed il 60% dell'EBITDA nell'ultimo trimestre dell'anno.

La posizione finanziaria netta al 30/9/2001 è stata pari a +9.6 € mil, in riduzione rispetto al 31/12/2001 (+19.5 € mil) a causa delle acquisizioni (editoria, CAT/Import Export), degli investimenti nella struttura commerciale e dell'aumento del circolante legato alla crescita dei ricavi.

Ricavi

Procedendo ad un'analisi più approfondita dei ricavi, si nota come il 3Q01 sia stato molto positivo per la vendita tramite cataloghi. Le vendite retail subiscono una contrazione, nonostante l'apertura dei nuovi negozi, legata al processo di ristrutturazione che ha visto la nascita di D-Mail Retail e la riorganizzazione di D-Mail Store. Le attese sono per una rapida ripresa. Era prevedibile la flessione delle vendite "file booster", mentre fanno il loro ingresso i ricavi dell'editoria (per ora solo i magazine finanziari, è nella pipeline anche l'acquisizione di alcune testate locali facenti capo al circuito "Netweek") ed i ricavi di D-Web.

Tabella 3: Ricavi Dmail.it – Quarters

(€ mil)	1Q00	2Q00	3Q00	1Q01	2Q01	3Q01A	1Q01/1Q00	2Q01/2Q00	3Q01/3Q00
Vendite Tramite Web	0.4	0.6	0.8	0.7	0.8	0.6	78.6%	44.9%	-26.6%
"File Booster"	0.0	0.0	0.9	0.5	1.6	0.1	NM	NM	-92.4%
Cataloghi	1.8	1.9	0.8	2.0	2.5	2.1	7.1%	30.5%	154.3%
Retail	2.7	2.5	2.6	2.7	3.5	2.5	1.7%	36.6%	-3.2%
Editoria	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	NM	NM	NM
D-Web	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	NM	NM	NM
Altri Ricavi Diversi	0.4	0.3	0.2	0.4	0.5	0.0	15.4%	78.4%	-92.5%
Totale Generale	5.3	5.3	5.4	6.3	8.9	8.0	19.4%	67.1%	49.2%

Fonte: dati societari

Nei primi 9 mesi del 2001, il fatturato aumenta invece su tutti i canali di vendita e le linee di business. Buona la performance dei cataloghi, il retail presenta un incremento non del tutto soddisfacente, mentre il "File Booster" nel corso del 2000 era stato lanciato durante il 3Q01 e ciò spiega l'incremento notevole.

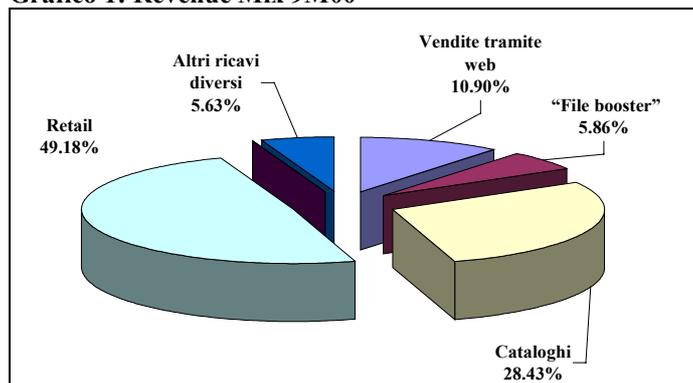
Tabella 4: Risultati Dmail.it – 9M01

(€ mil)	9M00A	9M01A	% Chg
Vendite Tramite Web	1.7	2.1	20.8%
"File Booster"	0.9	2.1	125.2%
Cataloghi	4.5	6.5	43.3%
Retail	7.9	8.8	11.4%
Editoria	0.0	0.6	NM
D-Web	0.0	2.2	NM
Altri Ricavi Diversi	0.9	1.0	9.7%
Totale Generale	16.0	23.2	45.2%

Fonte: Dati societari

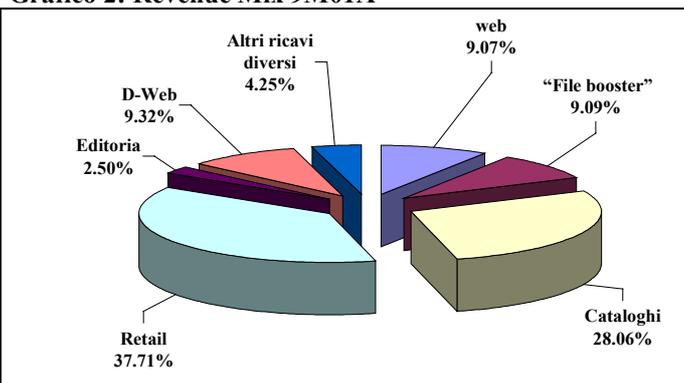
I grafici 1 e 2 riportano invece la struttura dei ricavi dei primi 9 mesi del 2001 e del 2000.

Grafico 1: Revenue Mix 9M00



Fonte: Dati societari

Grafico 2: Revenue Mix 9M01A



Fonte: Dati societari

Costi operativi, EBITDA ed EBIT

Analizziamo ora più da vicino i costi operativi ed i margini operativi. L'EBITDA margin del 3Q01 è in netto peggioramento rispetto al 3Q00 a causa dell'incremento dei costi di struttura (stampa e spedizione dei cataloghi, costo del personale, servizi generali), che più che raddoppiano rispetto al 3Q00. È il prezzo che Dmail sta pagando per dotarsi di una struttura (ad es. personale ed affitti dei nuovi negozi) che possa sostenere l'espansione in atto della top-line. Buona invece la performance in termini di costo del venduto che conferma la gestione efficiente della logistica e degli approvvigionamenti. L'EBIT margin risente invece dell'incidenza dei maggiori ammortamenti, conseguenza dei rilevanti investimenti sostenuti per l'espansione del gruppo, dei costi dell'IPO e dei costi di pubblicità capitalizzati dell'anno 2000.

Tabella 5: Costi operativi, EBITDA ed EBIT di Dmail.it – Quarters

(€ mil)	1Q00	2Q00	3Q00	1Q01	2Q01	3Q01A	1Q01/1Q00	2Q01/2Q00	3Q01/3Q00
Costo del Venduto	-2.6	-2.6	-2.1	-2.7	-3.9	-3.1	4.9%	49.9%	44.5%
Costi per Servizi	-1.9	-1.9	-2.0	-2.3	-3.0	-4.0	24.0%	62.2%	102.5%
Oneri Diversi	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-16.9%	33.8%	192.8%
Costo del Lavoro	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	39.1%	58.7%	110.0%
Totale	-4.9	-4.9	-4.5	-5.6	-7.6	-7.9	14.5%	55.1%	76.5%
EBITDA	0.4	0.4	0.9	0.8	1.3	0.1	72.7%	198.5%	-90.4%
<i>EBITDA Margin</i>	8.3%	8.3%	16.3%	12.0%	14.9%	1.0%			
Amm.to Avviamento	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	0.0	-0.7	-1.3%	-93.7%	121.7%
Ammortamenti	-0.1	-0.1	-0.3	-0.6	-0.2	-1.6	734.0%	189.4%	514.4%
Accantonamenti	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	84.0%	-178.2%	36.0%
EBIT	0.0	0.0	0.2	-0.3	1.1	-2.4	NM	NM	NM
<i>EBIT Margin</i>	0.0%	0.0%	3.5%	-4.0%	12.7%	-29.8%			

NM = Non significativo. Fonte: dati societari

Nei 9 mesi si apprezza ancor più la buona performance sui costi del venduto, che aumentano del 32% a fronte di un aumento dei ricavi del 45% e ciò ne riduce l'incidenza sui ricavi dal 46% dei 9M00 al 41.9% dei 9M01. D'altro canto, i costi di struttura aumentano sensibilmente (dal 63% al 72%) ed aumentano l'incidenza complessiva sui ricavi, dal 43% dei 9M00 al 48.8% dei 9M01.

Tabella 6: Costi Operativi, EBITDA ed EBIT di Dmail.it – 9M01

(€ mil)	9M00A	% dei Ricavi	9M01E	% dei Ricavi	% Chg
Costo del Venduto	-7.4	-46.0%	-9.7	-41.9%	32.3%
Costi per Servizi	-5.7	-35.8%	-9.4	-40.3%	63.8%
Oneri Diversi	-0.1	-0.6%	-0.2	-0.8%	72.4%
Costo del Lavoro	-1.1	-6.6%	-1.8	-7.7%	69.2%
Totale	-14.2	-89.0%	-21.0	-90.7%	48.0%
EBITDA	1.8		2.2		23.0%
<i>EBITDA Margin</i>	11.0%		9.3%		
Amm.to Avviamento	-1.0	-6.1%	-1.1	-4.5%	8.9%
Ammortamenti	-0.4	-2.6%	-2.4	-10.5%	495.2%
Accantonamenti	-0.2	-1.2%	-0.2	-0.8%	-3.4%
EBIT	0.2		-1.5		NM
<i>EBIT Margin</i>	1.2%		-6.5%		

NM = Non significativo. Fonte: Dati societari

Valutazione e conclusioni

La nostra valutazione è pari a 10.2 € per azione; tale valore incorpora un'aspettativa di miglioramento della redditività nei prossimi anni, legato alla crescita del volume d'affari che dovrebbe ridurre l'incidenza dei costi fissi.

In conclusione, giudichiamo valida la strategia multicanale di Dmail nel business degli "Hard To Find Tools", in cui ha acquisito una notevole solidità competitiva. Le nuove iniziative (editoria, D-Web) potrebbero avere prospettive di sviluppo e creare sinergie col business tradizionale che però al momento non ci sentiamo di fattorizzare appieno nella nostra valutazione.

Considerando l'attuale prezzo di mercato, modifichiamo la nostra raccomandazione da OUTPERFORM ad **HOLD**.

Il presente documento è stato redatto da Caboto Sim S.p.a. (“**Caboto**”) società interamente controllata dal Gruppo IntesaBci (il “**Gruppo**”). Entrambi i soggetti possono detenere titoli di alcune delle società oggetto del presente studio (le “**Società**”) o possono essere emittenti di strumenti finanziari associati ai predetti titoli. Dipendenti o Amministratori di Caboto o del Gruppo possono svolgere funzioni di Amministratori presso alcune delle Società. Inoltre Caboto o il Gruppo possono aver partecipato al consorzio di collocamento di alcune delle Società con diversi ruoli (Global Coordinator, Manager, Advisor) nonché ad operazioni di finanziamento o di finanza strutturata. Ogni informazione non esplicitata nel presente documento è comunque disponibile presso Caboto. Il presente documento non è destinato a circolazione o distribuzione presso il pubblico indistinto o presso altri soggetti od enti diversi dagli “Investitori Istituzionali”, come definiti dalla vigente normativa italiana in materia. Il presente documento non costituisce, né forma parte di alcuna offerta di vendita o di sottoscrizione, né il medesimo o ciascuna delle sue parti costituirà riferimento alcuno per contratti o impegni di varia natura. Il presente documento vi è stato consegnato unicamente per fini informativi e non può essere riprodotto né ridistribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di **Caboto**. Accettando il presente documento, siete vincolati ad osservare le limitazioni sopra indicate.

Ufficio Studi Azionario

Luca Bacoccoli	+39 02 8633 5026
Ester Brizzolara	+39 02 8633 5984
Paolo Citi	+39 02 8633 5309
Andrea Crepaz	+39 02 8633 5643
Carlo Cultrera	+39 02 8633 5038
Laura Larghi – Londra	+44 20 7894 2606
Gian Luca Pacini	+39 02 8021 2971
Fabio Picardi	+39 02 8021 2972
Marco Pisanti	+39 02 8633 5608
Francesco Pisilli	+39 02 8021 2810
Roberto Ranieri	+39 02 8633 5011

Research Assistants

Antonella Dal Barco	+39 02 8633 5437
Annita Ricci	+39 02 8633 5306

Distribuzione Ricerca

Liliana Caporale	+39 02 8633 5734
------------------	------------------

Analisi Tecnica

Emanuele Cecere	+39 02 8633 5546
Giovanni Frizzo	+39 02 8633 5433

Prodotti Derivati

Ivan Fontana	+39 02 8021 5695
--------------	------------------

Clienti Esteri e Istituzioni Italiane

Katherine Apfel	+39 02 8021 2906
Pietro Battistella	+39 02 8021 2906
Daniilo Brusa	+39 02 8021 2906
Pierre-Henry Castellano	+39 02 8021 2906
Roberto Mozzi	+39 02 8021 2906
Lorenzo Pennati	+39 02 8021 2906
Fabrizio Speroni	+39 02 8021 2906
Laura Spinella	+39 02 8021 2906
Daniela Stucchi	+39 02 8021 2906

Clienti Esteri e Istituzioni Italiane – New York

Katherine Apfel	+1 212 763 3101
Omar Zaghis	+1 212 763 3101

Clienti Esteri e Istituzioni Italiane – Londra

Sandra Ramboarina	+44 207 651 3609
-------------------	------------------

Clienti Esteri e Istituzioni Italiane – Francoforte

Manfred Heeb	+49 69 9756 9260
Monika Loehner	+49 69 9756 9260
Luca Scardillo	+49 69 9756 9260

Corrispondenti Banche

Sergio Francolini	+39 02 8021 5859
Daniele Palombella	+39 02 8633 5557

Sales Trading

Insaf Amry	+39 02 8021 2904
Marco Carzaniga	+39 02 8021 2904
Adele Marchetti	+39 02 8021 2904
Cristina Moser	+39 02 8021 2904
Mark Wilson	+39 02 8021 2904