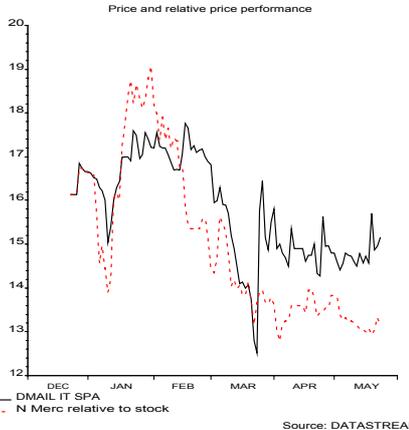


## Company Report

## Gruppo Dmail.it SpA

Hold

Prezzo ord: €15.175



31 dic	2000A	2001E	2002E	2003E
Valore della Produzione (€ mil)	26.1	49.6	82.9	119.7
Utile Netto (€ mil)	-0.7	0.7	2.7	4.5
EPS Adj. (€)	0.0	0.3	0.6	0.9
CEPS (€)	0.4	0.9	2.0	2.9
EV/Sales	3.0	1.8	1.2	0.8
EV/EBITDA	18.2	12.3	6.5	4.6
EV/EBIT	40.2	29.1	16.2	11.1
Dividend yield	0.0%	1.1%	1.7%	2.1%

Fonte: Dati societari, stime Caboto SIM

Prezzo ord (24/05/2001)	€15.175	
Settore	Retail/Internet	
Reuters	DMA.MI	
Bloomberg	DMA IM	
Indice Nuovo Mercato	3,643	
Capitalizz. (€ mil)	97.9	
N. azioni (m) ord	6.45	
Flottante	43.1%	
Principale azionista		
Banfort	46.67%	
BVPS 01E (€)	5.3	
P/BVPS	2.8x	
6 m Max/Min (€)	17.770 / 12.520	
Volumi medi (30gg)	21,600	
Tasso di cambio	€/\$ 0.8604	
	L/€ 1,936.27	
<i>Performance relativa Nuovo Mercato</i>		
1 wk	1 m	3 m
3.0%	8.0%	2.4%

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

Questa ricerca si basa su informazioni e dati ritenuti affidabili. Caboto non ne può garantire l'esattezza e può avere un specifico interesse collegato ai soggetti, ai valori mobiliari o alle operazioni oggetto di analisi. Lo studio ha lo scopo di fornire unicamente informazioni aggiornate ed accurate e non è quindi un'offerta o un invito a comprare o vendere i titoli in oggetto. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome CABOTO.

## Dmail.it: ancora molti progetti

- Dmail.it è un operatore retail con caratteristiche uniche nel panorama italiano: dal suo core business originario, la cataloghistica, ha esteso le sue attività sui canali Internet e commercio al dettaglio tramite negozi di proprietà. Il modello di business multicanale poggia sulla capacità di approvvigionamento a costi contenuti in Oriente di prodotti "hard to find", e su una rete composita di partnership. Il fatturato 2000 di Dmail è stato pari a 26.1 €mil, così composto: 28% divisione cataloghi, 25% Internet, 47% Retail (di cui ca 1.55 €mil dai negozi di proprietà). Rispetto alle nostre previsioni lo scostamento è stato del -4.4%, principalmente dovuti alla divisione Internet: la stagione natalizia, pur positiva, ha portato risultati inferiori alle nostre attese. La marginalità si è rivelata invece sostanzialmente in linea con le previsioni
- Post Ipo il Gruppo Percassi ha rafforzato la propria presenza nella divisione Retail, alcuni accordi per cataloghi co-branded sono stati stipulati, è stata siglata una lettera di intenti per valutare l'opportunità di acquistare il motore di ricerca godado.it, è stata fondata una società per l'espansione nella penisola iberica ed è stata costituita la D-web Spa per gestire e lanciare i servizi di posta elettronica con il dominio @email.it.
- Abbiamo abbassato le stime per la divisione Internet, per il peggioramento delle prospettive di crescita a breve del settore, e dilazionato l'apertura di alcuni negozi per tenere conto della fase di riorganizzazione che l'ingresso di Percassi ha comportato nella Dmail Store (altre novità potrebbero essere in arrivo nella divisione retail). Sulla base di una ipotesi di CAGR 00/10 di fatturato di +24.1%, +26.6% a livello di EBITDA, una valutazione DCF ci porta ad un target di 14.8€. **HOLD**.

25 Maggio 2001

Ilaria Ranucci +3902 8633 5998

ilaria.ranucci@caboto.it

# Indice

---

<b>INVESTMENT OPINION .....</b>	<b>3</b>
<b>VALUTAZIONE.....</b>	<b>4</b>
<b>GRUPPO DMAIL.IT .....</b>	<b>6</b>
IL BUSINESS MODEL.....	6
I PRODOTTI.....	7
I CANALI DISTRIBUTIVI.....	7
DMAIL VENDA DIRECTA SA.....	10
LA LOGISTICA.....	10
IL DATA BASE CLIENTI .....	10
<b>IL MERCATO DI RIFERIMENTO DI DMAIL.IT .....</b>	<b>10</b>
LE VENDITE VIA CATALOGO .....	10
LE VENDITE ON LINE.....	11
LE VENDITE RETAIL.....	12
<b>LE STIME .....</b>	<b>12</b>
FATTURATO.....	12
I MARGINI.....	13

## Investment Opinion

---

Dmail ha un modello di business sostanzialmente unico nel panorama italiano, incentrato sull'utilizzo di tre diversi canali distributivi, Catalogo, Retail tradizionale ed Internet. Una peculiarità della società è che, essendo la cataloghistica il core business originario, Dmail.it è in possesso di competenze specifiche per quanto riguarda la logistica e gestione di un database clienti esteso (3.5 mil di nominativi tra clienti e prospects): skills importanti nello sviluppo della presenza su Internet della società.

Dmail ha i suoi punti di forza in queste competenze specialistiche nella gestione degli ordini e nella capacità di gestire un elevato numero di piccoli fornitori, quasi tutti basati in Oriente, mantenendo l'incidenza dei cogs sul fatturato in media intorno al 50%, e riuscendo a trovare costantemente prodotti nuovi e curiosi per stimolare la clientela all'acquisto.

La società si contraddistingue anche per una serie di importanti alleanze strategiche. Negli ultimi mesi, in particolare, si sono consolidati i rapporti con il Gruppo Percassi (master franchisee, tra l'altro di Benetton e Swatch). Percassi ha acquisito il 49% di Dmail store, la società del Gruppo che gestisce i negozi di proprietà. Questo ingresso nella compagine azionaria rafforza il commitment di Percassi nello sviluppo della rete di negozi a marchio D-mail, ma introduce una minority in una divisione ad alte prospettive di sviluppo. Anche nella società D-mail Retail la compagine azionaria dovrebbe presto modificarsi, con un peso maggiore del Gruppo Percassi, ma con modalità e tempi ancora incerti. Abbiamo comunque ridotto per il 2001E, da 24.6 a 21.4 € mil, la nostra stima di fatturato per la divisione Retail, in considerazione dei cambiamenti organizzativi e strategici che si troverà ad affrontare. In ogni caso riteniamo che, nel lungo periodo, una presenza "forte" del Gruppo Percassi, portatore di un consolidato Know How nella gestione di punti vendita, nella compagine azionaria rafforzi le possibilità della società di realizzare l'ambizioso piano di apertura di 60 negozi a marchio proprio.

Nell'esercizio 2000 il fatturato è stato pari a 26.1€mil, -4.4% rispetto alle nostre stime, ed il principale scostamento si è verificato nella divisione Internet, principalmente per effetto di vendite natalizie inferiori alle nostre previsioni. In considerazione dello scenario non positivo per il settore Internet B2C nel 1Q01, abbiamo quindi ridotto le nostre stime per questa divisione nell'esercizio 2001E (da 12.5 a 11.1 €mil). Le iniziative della società nella divisione Internet, oltre a diversi siti e-commerce comprendono anche 1) un servizio di caselle di posta elettronica che danno all'utente buoni sconto la cui maturazione è legata ai livelli di utilizzo del servizio ("l'e-mail che ti paga"), 2) File Booster, un programma di vendita di buoni sconto digitali e 3) un progetto legato al motore di ricerca Godado.it 4) Costituzione della D-web Spa controllata al 100%, per lo sviluppo dei servizi di posta elettronica e vendita di banners, footers e email marketing programs.

La presenza di un insieme composito di competenze, e di una serie di partner strategici (Telecom Italia, Gruppo Percassi) ha portato Dmail.it a porsi obiettivi di forte crescita, una cui positiva valutazione è già in parte incorporata nel prezzo (P/E 02E 24.6x).

Nel nostro DCF scontiamo stime di CAGR 2000/2010 dei ricavi del +24.1%, +26.6% a livello di EBITDA, per effetto della maggiore marginalità delle nuove aree di business (online e retail), rispetto alla cataloghistica. A nostro avviso ipotesi di crescita più aggressive potranno essere formulate solo dopo che i nuovi progetti avranno superato la fase di lancio e dimostrato le proprie effettive potenzialità. Su queste basi giungiamo ad una valutazione per il Gruppo Dmail.it pari a €14.8 per azione, in linea con gli attuali livelli di prezzo. **HOLD**.

## Valutazione

---

Abbiamo scelto il metodo DCF per la valutazione di Dmail, in quanto le peculiarità della società rendono praticamente impossibile trovare comparables con un grado ragionevolmente accettabile di similitudine

Dmail.it ha molti progetti, e due business unit, in fase di sviluppo. Le ipotesi di crescita di fatturato e margini sottostanti al modello riflettono pertanto la natura growth della società, un retailer veramente peculiare.

Le crescita media annua attesa per il fatturato, per il periodo di previsione (10 anni) è pari al +24.1%, +26.6% per l'EBITDA, ma le singole divisioni scontano prospettive diverse:

- Per la divisione Internet scontiamo rilevanti prospettive (+24.4% CAGR 00/10), sia per effetto dell'affermarsi del sito B2C, sia per le altre attività (file booster, e-mail booster, motore di ricerca). In termini di marginalità, Internet ha un'elevata incidenza proporzionale di costi fissi, specie per i servizi, per cui arriviamo a scontare sull'anno terminale un EBITDA margin del 37%.
- Per la divisione Retail, il CAGR 2000/10 stimato è invece + 25.1%, su cui incide fortemente lo sviluppo della rete di negozi di proprietà (abbiamo ipotizzato che il target di 60 negozi venga raggiunto nel 2005, e che successivamente la crescita si stabilizzi). In termini di margini, due sono gli aspetti che dovrebbero portare ad un EBITDA margin del +17.3% nel 2010: 1) l'efficienza nella gestione dei negozi, per effetto del Know How di Percassi 2) la bassa incidenza dei costi per acquisti (50% ca sul venduto) per effetto dell'approvvigionamento in Oriente
- Nella divisione catalogo, nel corso del 2001 dovrebbe iniziare la crescita dei ricavi legata al catalogo specializzato in prodotti di bellezza, lanciato nel corso del 2000, ed a un incremento nel numero di cataloghi distribuiti (CAGR 00/10 +20.3%). Sulla marginalità incide l'andamento della redemption, che dovrebbe crescere per i primi anni, ma poi flettere per la minore qualità dei prospects.

Nelle tabelle sottostanti riportiamo le ipotesi del modello ed i risultati ottenuti.

**Tabella 1: Dmail.it SpA -- Il WACC**

<b>WACC</b>	<b>10.5%</b>
Free Risk	5.3%
Cost of Debt	8%
Beta Leveraged	1.3
Risk Premium	4%
Cost of Equity	10.5%
Growth Rate	2.5%
Debt	0
Equity	100%

Fonte: Stime Caboto SIM

**Tabella 2: Dmail.it SpA -- Le Proiezioni**

(€ mil)	2001E	2002E	2003E	2004E
EBIT	3.01	5.90	9.02	14.42
NOPAT	1.77	3.47	5.30	8.47
Amm.ti & Acc.ti	4.14	8.70	12.63	14.83
Delta Circolante	(2.36)	(2.48)	(2.74)	(2.40)
Capex	(9.63)	(14.17)	(16.37)	(16.75)
Free Cash Flow	(6.08)	(4.48)	(1.18)	4.15

Fonte: Stime Caboto SIM

**Tabella 3: Dmail.it SpA – DCF**

Perpetual Growth Rate	2.0%			2.5%			3.0%		
<b>WACC</b>	<b>10.04%</b>	<b>10.54%</b>	<b>11.04%</b>	<b>10.04%</b>	<b>10.54%</b>	<b>11.04%</b>	<b>10.04%</b>	<b>10.54%</b>	<b>11.04%</b>
Terminal Value	65.86	59.39	53.75	70.23	63.09	56.90	75.22	67.27	60.44
<b>PV dei Cash Flows 2001-2010</b>	<b>23.74</b>	<b>22.71</b>	<b>21.73</b>	<b>23.74</b>	<b>22.71</b>	<b>21.73</b>	<b>23.74</b>	<b>22.71</b>	<b>21.73</b>
<b>Enterprise Value (€mil)</b>	<b>89.60</b>	<b>82.11</b>	<b>75.49</b>	<b>93.97</b>	<b>85.80</b>	<b>78.63</b>	<b>98.96</b>	<b>89.99</b>	<b>82.17</b>
<b>(Net Debt) Cash</b>	<b>19.45</b>								
<b>Equity Value</b>	<b>109.06</b>	<b>101.56</b>	<b>94.94</b>	<b>113.42</b>	<b>105.26</b>	<b>98.09</b>	<b>118.41</b>	<b>109.44</b>	<b>101.62</b>
Minorities	-10.36	-9.65	-9.02	-10.78	-10.00	-9.32	-11.25	-10.40	-9.65
<b>Numero di Azioni</b>	<b>6.45</b>								
<b>Per Azione €</b>	<b>15.3</b>	<b>14.3</b>	<b>13.3</b>	<b>15.9</b>	<b>14.8</b>	<b>13.8</b>	<b>16.6</b>	<b>15.4</b>	<b>14.3</b>

Fonte: Stime Caboto SIM

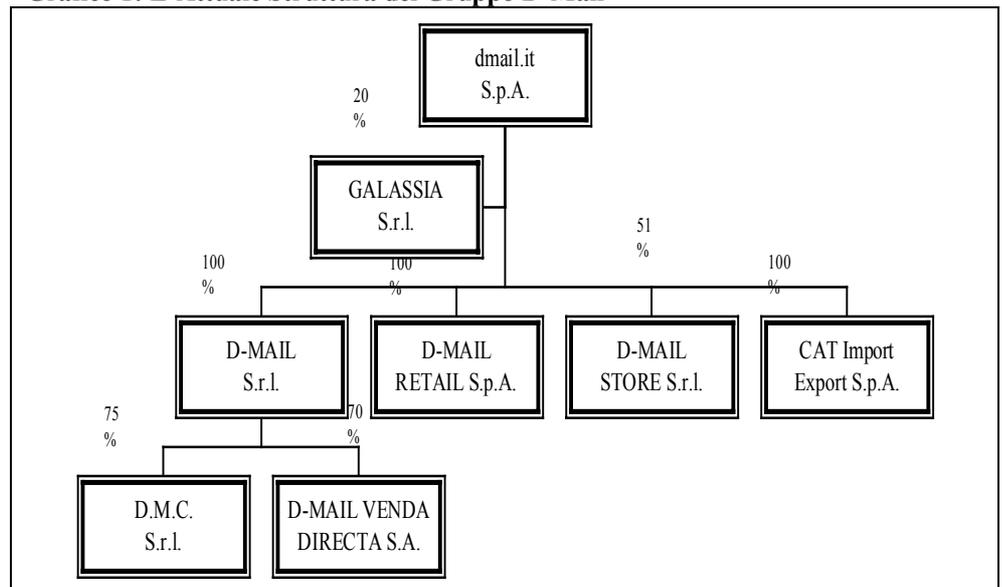
La valutazione che si ottiene dall'applicazione del metodo DCF risulta pari ad 14.8€ per azione.

Come anticipato non abbiamo effettuato una valutazione per multipli, sia perché i principali operatori di cataloghistica quotati operano negli USA, in cui il settore è maturo, sia perché Dmail è una realtà molto articolata, per cui è difficile trovare una pietra di paragone.

## Gruppo Dmail.it

Il Gruppo Dmail.it, è nato dall'aggregazione di diverse società ed essenzialmente ha raggiunto la sua struttura attuale nel giugno 2000. Successivamente le novità di rilievo riguardano la fondazione di Dmail Vendita Directa SA (70%) e la cessione a Percassi del 49% della Dmail Store S.r.l. (per 1.6 Lmld).

**Grafico 1: L'Attuale Struttura del Gruppo D-Mail**

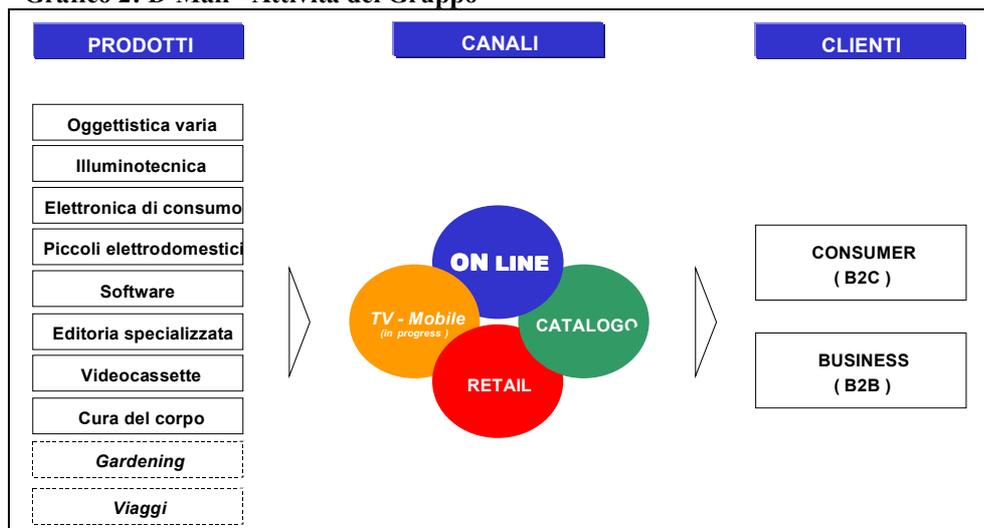


Fonte: D-Mail SpA

## Il business model

Nel grafico 2 è rappresentato il business model di Dmail, che si basa su sinergie tra diversi canali distributivi, differenziazione delle linee di ricavo e di prodotto, e l'utilizzo di alcune specifiche competenze (logistica, gestione del database) trasversalmente nelle diverse divisioni.

Grafico 2: D-Mail - Attività del Gruppo



Fonte: D-Mail

## I Prodotti

I prodotti D Mail hanno come comune denominatore la caratteristica di essere particolarmente originali, nuovi, utili e di difficile reperibilità presso altri distributori. Sono particolarmente adatti alla vendita per corrispondenza, in quanto:

- Difficilmente reperibili nei negozi tradizionali;
- Costo medio relativamente contenuto (in media si aggira intorno alle 50,000 lire);
- Facilmente trasportabili;
- Elevata marginalità.

## I canali distributivi

Dmail.it è anche un operatore multicanale: opera per ora in tre distinti canali distributivi (il quarto, la tv è in fase di studio, in partnership con Telecom Italia), che sono di seguito descritti potendo quindi ripartire alcune voci di costo (es. pubblicità) su diverse fonti di ricavo.

Nella tabella sottostante riepiloghiamo inoltre la ripartizione del fatturato per canale di vendita nel periodo 97/00. La situazione rappresentata è una situazione pro-forma, in quanto l'aggregazione finale delle tre principali società (D Mail, Dmail Retail e CAT) è operativa soltanto dal 2000.

**Tabella 4: Fatturato per Canale Distributivo**

	€mil				%			
	1997	1998	1999	2000A	1997	1998	1999	2000A
On Line	0.2	0.3	1.7	6.2	1%	2%	8%	24%
Catalogo	4.6	5.4	5.5	6.9	30%	29%	26%	26%
Retail	9.6	11.2	12.5	11.6	62%	61%	59%	45%
Altri Ricavi & Proventi	1.1	1.4	1.4	1.3	7%	8%	7%	5%
<b>Totale</b>	<b>15.5</b>	<b>18.3</b>	<b>21.1</b>	<b>26.1</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fonte: D-Mail SpA

### Le vendite via catalogo

In questo canale il Gruppo D-Mail ha già oltre 505,000 clienti ed è in possesso di un archivio di oltre 3.5 milioni di nominativi che viene ampliato con azioni di direct marketing (leaflets e prospects con target mirati).

Il catalogo mensile viene inviato sia a clienti che a prospect ed è quindi contemporaneamente uno strumento di vendita e di marketing, ad oggi il principale canale di promozione delle vendite sui diversi canali del Gruppo. La struttura del catalogo si incentra su circa cento pagine divise in sezioni, su cui viene presentata un'ampia gamma di articoli, aggiornata mensilmente (tra il 15% e il 20% di prodotti nuovi). La copertina è dedicata ad un articolo a forte richiamo.

Oltre al catalogo mensile, D-Mail si avvale di altre pubblicazioni, mini cataloghi e pieghevoli, che si prestano ad essere abbinate a quotidiani e mensili: con una redemption inferiore a quella del catalogo tradizionale, hanno comunque un importante funzione promozionale, dato che consentono di raggiungere un ampio numero di potenziali clienti.

Recentemente, sono stati stipulati accordi (con Banca di Roma, British Petroleum, Banca Ambroveneta) per cataloghi co-branded per loyalty program.

La variabile chiave nella redditività della divisione cataloghi è la redemption, diversa per i cataloghi indirizzati e non indirizzati: entrambe vengono costantemente monitorate dalla società, per ottenere un fine tuning dei tempi e volumi degli invii.

Nel 2000 le vendite derivanti dalla cataloghistica sono state pari a 13.4Lmld (10.6 Lmld nel 1999), pari al 26.5% del fatturato complessivo (in linea con il 1999). Nel 2001 la società ha in progetto di inviare oltre 24 milioni tra cataloghi e leaflets.

### Internet B2C

Dmail.it è presente sul canale di vendita Internet dal 1995, ed oggi gestisce una rete di diversi siti, tutti realizzati e gestiti dalla software house interna (DMC). Al 31/3/2001 il sito principale, www.dmail.it, ha raggiunto 65,000 clienti attivi ed oltre 305,000 utenti registrati (Al 15 novembre 2000 i clienti attivi erano circa 50.000 ed oltre 230.000 utenti registrati).

In termini di vendite B2C la società ha la seguente strategia:

- sfruttare sinergie sia con DMC che con la cataloghistica, che fornisce una struttura collaudata per la vendita a distanza e, tramite gli invii, dà supporto pubblicitario al sito ed ai prodotti del Gruppo.
- Massimizzare il potenziale di un modello di business modulare, estendendo l'attività dei siti anche ad altri settori merceologici omogenei dal punto di vista logistico e di marketing (contenendo i costi di acquisizione per cliente).

Oltre allo sviluppo del canale B2C, il Gruppo ha dato prova di capacità innovativa:

- attraverso programmi di co-marketing: già in atto sono il File Booster e l'E-Mail Booster.
- Nell'ambito della gestione di caselle di posta elettronica, è stato acquistato il dominio e-mail.it.
- E' stato anche firmata una lettera di intenti per l'acquisizione del motore di ricerca Godado.it, per completare l'offerta su Internet.

File Booster si basa sulla vendita di "assegni digitali" equivalenti a moneta digitale da spendere sul sito di D-Mail. Sono stati fatti accordi con i maggiori portali (IOL, Tin.it, Super Eva e Buongiorno.it solo per citare i più importanti). Il portale ospitante acquista assegni digitali (da 10.000 lire l'uno) da D-Mail e li "espone" nella forma di banner. Il navigatore che intende prelevare l'assegno per poi spenderlo sul sito D-Mail deve registrarsi (con e-mail o con i dati completi se desidera ricevere il catalogo). La registrazione avviene in tal modo sui due portali: D-Mail ed il sito che ospita. A questo punto l'assegno può essere speso sul sito D-Mail e rappresenta di fatto uno sconto per il cliente. Il lancio di questa forma di marketing è avvenuta nel secondo semestre 2000 e prevediamo che nel corso del 2001 generi circa 6€mil.

"e-mail Booster" è un servizio gratuito di posta elettronica (ad oggi conta 80,000 caselle attive), che prevede l'accredito, all'utente, che si registra sul sito D-Mail ed utilizza il programma di posta elettronica, 100 Lire per ogni mail spedita, da spendere, sempre in forma di sconto, sul sito.

Tutto ciò ha consentito al gruppo di realizzare on line il 23.9% del totale del fatturato nel 2000 (12.1 Lmld). Le statistiche rilevate dalla società relativamente al comportamento dei visitatori del sito mostrano una propensione all'acquisto particolarmente elevata: il 6% dei visitatori fa acquisti on line mentre il 12% si registra chiedendo l'invio del catalogo. Gli abbonati ad i servizi di posta elettronica hanno raggiunto a marzo 50.000 unità.

### **Le vendite retail**

CAT e D-Mail Retail sono le due società del Gruppo che gestiscono le attività Retail. La prima società distribuisce prevalentemente prodotti di illuminotecnica, elettronica di consumo e piccoli elettrodomestici, mentre D-Mail Retail distribuisce prodotti nuovi, originali e di difficile reperibilità.

Nel complesso la società utilizza quattro canali distributivi:

- **Negozi plurimarca:** si tratta di circa 2,200 negozi di terzi sparsi su tutto il territorio nazionale;
- **"corner" di terzi:** sono circa 250 corner all'interno di negozi di terzi che espongono e vendono i prodotti D-Mail;
- **Grande distribuzione (GD):** attualmente 59 punti di vendita appartenenti alla GD;
- **Grossisti:** attualmente 46 grossisti.

Inoltre il Gruppo gestisce in proprietà 5 negozi: in quest'ambito è operativa la partnership con il Gruppo Percassi. Grazie all'apporto con il principale master franchisee italiano, Dmail punta a raggiungere una rete di 60 negozi di proprietà a fine 2005.

## **Dmail Venda Directa SA**

Nel mese di aprile 2001 è stata annunciata la costituzione di Dmail Venda Directa SA. Si tratta di un'estensione naturale alla penisola iberica del modello di business multi canale e multi prodotto della società.

In particolare il primo paese in cui la società sarà operativa è il Portogallo, una scelta effettuata alla luce dei numerosi legami e relazioni che la società già ha con quel paese, terra natale del presidente Soares, e del minore impegno che quel mercato comporta rispetto al più impegnativo mercato spagnolo.

L'attività di Dmail Venda Directa SA segue la struttura in tre canali distributivi, con un' enfasi maggiore sui cataloghi co-branding rispetto all'Italia, per poter fare leva sulle partnership sviluppate per la penetrazione nel nuovo paese. Ci aspettiamo che già nel 2001 Dmail Venda Directa SA arrivi a generare circa 3 € mil di fatturato.

## **La logistica**

La logistica rappresenta uno degli aspetti più delicati nella vendita a distanza, in quanto cruciale nella percezione da parte del cliente della qualità del servizio offerto. Per questo il Gruppo D-Mail ha integrato in parte la funzione logistica, affidando in outsourcing alla partecipata al 20% Galassia S.r.l. la gestione del magazzino, la spedizione e la consegna delle merci. Di conseguenza, la logistica rappresenta un importante punto di forza di D-Mail in quanto riesce a gestire un elevato numero di clienti e di ordini. E' un aspetto nella cui gestione i puri distributori on-line, hanno spesso dovuto affrontare rilevanti problematiche. Ad esempio D-Mail riesce, grazie alla sua struttura logistica, a consegnare la merce ordinata entro 48 ore dall'ordine. La società è, inoltre, riuscita ad ottenere un livello di resi contenuto e, soprattutto, decrescente nel tempo: dal 4.2% nel 1996 al 2.8% nel 2000.

## **Il Data Base Clienti**

Il data base clienti è il fulcro delle attività di marketing di D-Mail e quindi una parte significativa del business. Conta ad oggi circa 3.5 milioni di nominativi. La gestione del data base viene curata da un'apposita divisione interna che monitora il comportamento della clientela al fine di ottimizzare ed implementare le strategie di marketing per tutti i canali.

## **Il mercato di riferimento di Dmail.it**

---

Il gruppo D-Mail si confronta con diversi mercati di riferimento che andiamo di seguito a descrivere.

### **Le vendite via catalogo**

La penetrazione delle vendite via catalogo è inferiore in Italia rispetto ai principali paesi europei, come conseguenza della struttura distributiva frammentata e capillare. Come conseguenza l'Italia risulta il paese europeo con la spesa pro-capite inferiore.

**Tabella 5: Vendite per Corrispondenza – Dati Riepilogativi**

Paese	Spesa (Lmld)	Spesa Pro Capite (L)	% Vendita al Dettaglio
Germania	39,006	475,350	5.6
Regno Unito	20,066	340,110	3.8
Francia	19,954	327,120	2.3
Austria	2,251	298,163	3.7
Svizzera	2,114	295,915	2.2
Finlandia	1,302	250,505	2.0
Norvegia	10,272	243,750	2.4
Danimarca	1,277	240,386	2.2
Svezia	1,504	169,052	2.5
Olanda	1,974	126,560	1.7
Belgio	1,267	124,275	1.1
Spagna	1,225	31,125	N.D.
<b>Italia</b>	<b>1,450</b>	<b>25,620</b>	<b>0.4</b>

ND = Non disponibile. Fonte: AEPVC 1998

A livello complessivo il mercato delle vendite per corrispondenza è atteso in crescita del 4.2% medio (CAGR) nel periodo 2000/2002.

**Tabella 6: Italia Vendite per Corrispondenza – Dati Complessivi**

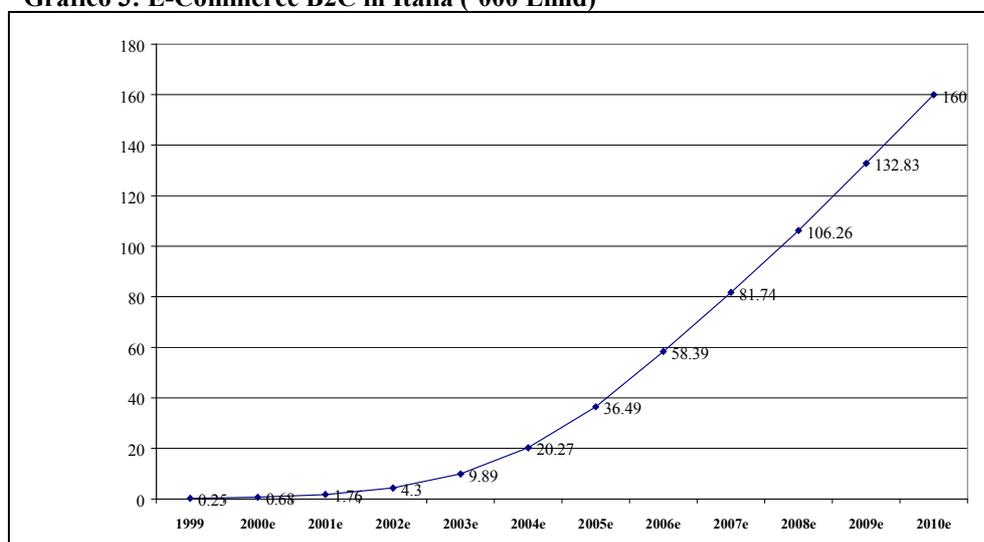
(Lmld)	1997	1998	1999A	2000E	2001E	2002E
Fatturato	1,524	1,556	1,501	1,617	1,675	1,754
<i>Variazione YoY</i>		2%	-4%	8%	4%	5%

Fonte: Databank

## Le vendite on line

Le aspettative sullo sviluppo del commercio B2C sono oggi particolarmente discusse. La questione non riguarda solo la dimensione che questo potrà raggiungere sul totale delle vendite al dettaglio, ma anche che tempistica seguirà lo sviluppo.

Riportiamo nel grafico 3 le stime At Kerney, usate come base per il report.

**Grafico 3: E-Commerce B2C in Italia ('000 Lmld)**

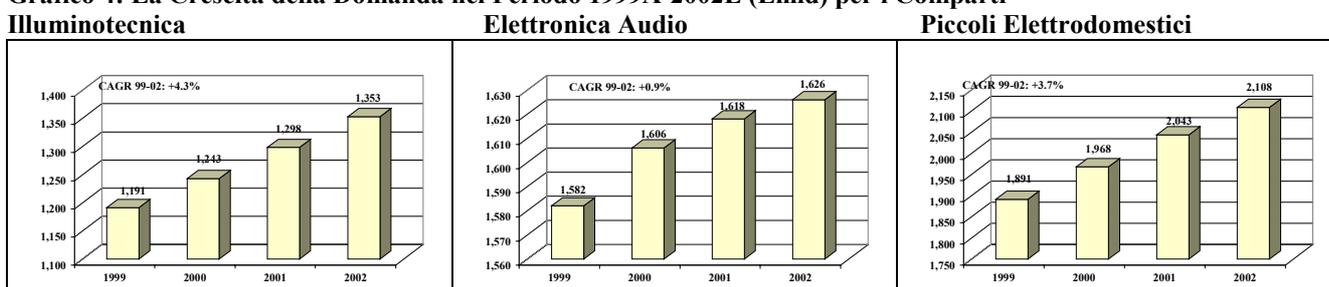
Fonte: At Kerney

## Le vendite retail

La società opera in più comparti specifici delle vendite retail, in particolare:

- **L'illuminotecnica**, caratterizzato da forte competizione tra piccole aziende e grandi gruppi multinazionali;
- **L'elettronica audio**: caratterizzata da modesta crescita di mercato e prezzi in flessione;
- **I piccoli elettrodomestici** le cui prospettive della domanda sono legate all'evoluzione degli stili di consumo e di acquisto da parte della domanda finale.

**Grafico 4: La Crescita della Domanda nel Periodo 1999A-2002E (Lml) per i Comparti**



Fonte: Databank

## Le stime

### Fatturato

Dmail ha raggiunto nel 2000 un fatturato consolidato pari a 26.1 €mil, inferiore del 4.4% alla nostra stima di 27.3 €mil, con una crescita YoY a parità di perimetro di consolidamento del +23.7%. Il principale scostamento è venuto dalla divisione Internet, che ha registrato un fatturato di 6.23 € mil, rispetto all'attesa di 6.94 € mil: se si considera che nella stagione natalizia del 2000 il settore e-commerce ha sottoperformato le stime, il risultato della società ci sembra comunque positivo. Abbiamo comunque abbassato, da 12.5 a 11.1 €mil le stime per la divisione Internet nel 2001E, per considerare il ritardo di questo settore rispetto ai tempi di sviluppo precedentemente previsti. Abbiamo anche abbassato del 15% le stime per la divisione retail in considerazione di eventuali ritardi nello sviluppo della rete di negozi propri, possibili data la complessità del progetto. Nel complesso la nostra stima di fatturato per il 2001E passa da 54.1 €mil a 49.6 €mil (riportiamo nella tabella 7 le stime fino al 2004E).

**Tabella 7: Dmail.it – Il Fatturato Atteso**

(€ mil)	2000A	2001E	2002E	2003E	2004E
Ricavi via Web	6.2	11.1	18.0	25.1	32.5
Ricavi via Catalogo	6.9	14.7	22.4	28.2	30.1
Ricavi Retail	11.6	21.4	36.8	57.1	76.0
Altri Ricavi & Proventi	1.3	2.4	5.7	9.2	13.3
<b>Fatturato</b>	<b>26.1</b>	<b>49.6</b>	<b>82.9</b>	<b>119.7</b>	<b>151.9</b>
<i>Incremento</i>	<i>23.7%</i>	<i>89.7%</i>	<i>67.2%</i>	<i>44.4%</i>	<i>27.0%</i>

Fonte: Dati societari, stime Caboto SIM

## I margini

Nel corso del 2000 l'EBITDA margin è cresciuto, rispetto al 1999, passando dal +11.6% al +16.5%. Questa crescita è in linea con le nostre attese (+16.3%), ed è legata al recupero di efficienza determinato dal processo di consolidamento: nel corso del 2000 tre società distinte sono confluite in un unico Gruppo.

In particolare l'incidenza sul fatturato dei COGS si è ridotta di circa 7 punti percentuali, passando dal 49.7% del 1999 al 42.8% del 2000: un miglioramento reso possibile da un miglioramento del potere di mercato e dell'esperienza nel trattare con un insieme frammentato di fornitori in Estremo Oriente.

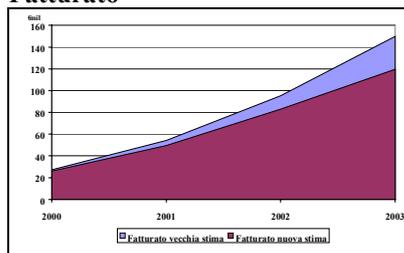
In termini di EBIT, la marginalità nell'esercizio 2000 si è rivelata inferiore alle nostre attese, (EBIT margin 2000A 4.8%, 2000E 8.1%): la differenza sta nei maggiori costi di pubblicità. Coerentemente con gli importanti piani di sviluppo abbiamo ulteriormente accresciuto nel 2001E la stima del livello di investimento in pubblicità della società.

Per il 2001E ci aspettiamo una contrazione dell'EBITDA margin, dal 16.5% al 14.4%: la società sta avviando numerosi nuovi progetti, che peseranno in termini di costi fissi e di assorbimento di risorse. Nel 2002E ci attendiamo comunque un recupero (EBITDA margin 2002E +17.6%), legato al miglioramento dell'apporto delle nuove attività, man mano che giungono a regime. In termini complessivi l'effetto principale sui margini dovrebbe comunque essere il miglioramento della marginalità delle due divisioni Internet e Retail. La prima ha strutturalmente un elevato impatto dei costi fissi, per cui la marginalità dovrebbe crescere con lo sviluppo dei volumi di attività. La divisione Retail risentirà ancora, nel 2001, dei costi legati all'incremento delle risorse dedicate all'apertura dei negozi di proprietà: l'ingresso di Percassi, con una esperienza pluriennale nel settore può quindi innescare una razionalizzazione dei costi.

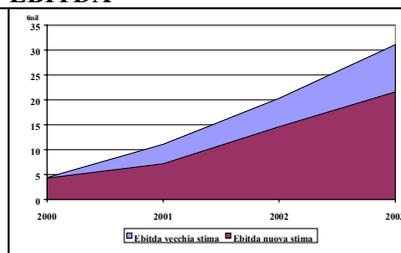
Riportiamo nei grafici/tabelle seguenti il confronto tra le nostre stime pre e post pubblicazione dei risultati 2000, oltre al dettaglio delle nuove stime di Conto Economico, Stato Patrimoniale e Rendiconto Finanziario.

Grafico 5: Confronto tra Nuove e Vecchie Stime

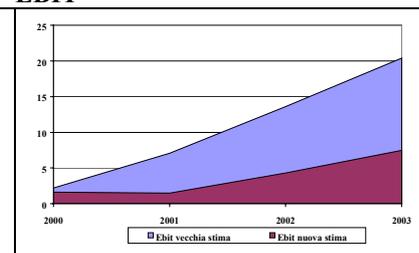
Fatturato



EBITDA



EBIT



Fonte: stime Caboto SIM

Tabella 8: Dmail.it SpA – Conto Economico Previsionale

(€ mil)	2000A	2001E	2002E	2003E
<b>Valore della Produzione</b>	<b>26.1</b>	<b>49.6</b>	<b>82.9</b>	<b>119.7</b>
<i>Variazione</i>	<i>23.7%</i>	<i>89.7%</i>	<i>67.2%</i>	<i>44.4%</i>
<b>EBITDA</b>	<b>4.3</b>	<b>7.2</b>	<b>14.6</b>	<b>21.6</b>
<i>% su Ricavi</i>	<i>16.5%</i>	<i>14.4%</i>	<i>17.6%</i>	<i>18.1%</i>
Ammort. & Acc.ti	-3.7	-5.4	-10.0	-13.9
<b>EBIT</b>	<b>0.6</b>	<b>1.7</b>	<b>4.6</b>	<b>7.7</b>
<i>% su Ricavi</i>	<i>2.3%</i>	<i>3.5%</i>	<i>5.6%</i>	<i>6.5%</i>
Oneri Finanziari	-0.3	0.2	0.6	0.4
Oneri Straordinari	0.9	0.0	0.0	0.0
<b>Utile Ante Imposte</b>	<b>1.2</b>	<b>1.9</b>	<b>5.2</b>	<b>8.2</b>
Imposte	-1.9	-1.2	-2.5	-3.6
Tax Rate	157%	64%	48%	45%
<b>Utile Netto</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>2.7</b>	<b>4.5</b>

Fonte: Dati societari, Stime Caboto SIM

Tabella 9: Dmail.it SpA – Stato Patrimoniale

(€ mil)	2000A	2001E	2002E	2003E
CCN	1.3	3.7	6.2	8.9
Attivo Fisso	14.4	18.7	22.9	25.3
<b>Capitale Investito</b>	<b>15.8</b>	<b>22.4</b>	<b>29.0</b>	<b>34.2</b>
PFN (Cash) Debito	-19.5	-12.9	-7.9	-6.0
Fondi	0.5	0.8	1.4	2.3
Patrimonio di Gruppo	34.7	34.4	35.5	38.0

Fonte: Dati societari, Stime Caboto SIM

Tabella 10: Dmail.it SpA – Cash Flow

(€ mil)	2000A	2001E	2002E	2003E
Utile Netto	-0.7	0.7	2.7	4.5
Ammortamenti	3.5	5.4	10.0	13.9
Variazione Fondi	0.0	0.3	0.6	0.8
Autofinanziamento	2.8	6.4	13.3	19.3
Delta CCN	0.9	2.4	2.5	2.7
Investimenti	-10.2	-9.6	-14.2	-16.4
Dividendi	0.0	-1.0	-1.6	-2.0
Altro	26.0	0.0	0.0	0.0
<b>Variazione PFN</b>	<b>19.4</b>	<b>6.6</b>	<b>5.0</b>	<b>1.9</b>
PFN Iniziale	0.0	19.5	12.9	7.9
Variazione PFN	19.4	-6.6	-5.0	-1.9
<b>PFN Finale</b>	<b>19.5</b>	<b>12.9</b>	<b>7.9</b>	<b>6.0</b>

Fonte: Dati societari, Stime Caboto SIM

Tabella 11: Dmail.it SpA – Key Data

**Date:** May 24, 01 **Price Ord €** 15.175  
**REUTERS CODE** DMA.MI  
**Mkt Cap (€ mil)** 97.9

Values per Share (€)	1998A	1999A	2000A	2001E	2002E	2003E
No. Ordinary Shares (mil)	5.0	5.0	6.5	6.5	6.5	6.5
No. NC Saving/Preferred Shares (mil)						
<b>Total No. of Shares (mil)</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>6.450</b>	<b>6.5</b>	<b>6.5</b>	<b>6.5</b>
<i>inc. pox. wts/cv exercise (mil)</i>						
EPS Adj	0.2	0.2	0.0	0.3	0.6	0.9
EPS Adj fully diluted	0.2	0.2	0.0	0.3	0.6	0.9
CEPS	0.2	0.3	0.4	0.9	2.0	2.9
BVPS	1.8	1.9	5.4	5.3	5.5	5.9
Dividend Ord	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3	0.3
Income Statement (€ mil)	1998A	1999A	2000A	2001E	2002E	2003E
Sales	18.3	21.1	26.1	49.6	82.9	119.7
<b>EBITDA</b>	<b>2.1</b>	<b>2.6</b>	<b>4.3</b>	<b>7.2</b>	<b>14.6</b>	<b>21.6</b>
<b>EBIT adj. Goodwill</b>	<b>1.9</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>3.0</b>	<b>5.9</b>	<b>9.0</b>
Pretax Income	0.6	0.9	1.2	1.9	5.2	8.2
Net Income	(0.3)	(0.1)	(0.7)	0.7	2.7	4.5
Adj. Net Income	1.0	1.1	0.1	2.0	4.0	5.8
Cash Flow (€ mil)	1998A	1999A	2000A	2001E	2002E	2003E
Net Income	(0.3)	(0.1)	(0.7)	0.7	2.7	4.5
Depreciation	1.5	1.6	3.5	5.4	10.0	13.9
Dividends	0.0	0.0	0.0	(1.0)	(1.6)	(2.0)
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>2.8</b>	<b>5.1</b>	<b>11.1</b>	<b>16.4</b>
Capital Expenditure	(1.5)	(1.5)	(10.2)	(9.6)	(14.2)	(16.4)
Change in Working Capital	(0.6)	(0.8)	0.9	(2.4)	(2.5)	(2.7)
Other	1.0	0.7	26.0	(0.0)	0.0	0.0
<b>Net Cash Flow</b>	<b>(0.0)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>19.4</b>	<b>(6.9)</b>	<b>(5.6)</b>	<b>(2.7)</b>
Balance Sheet (€ mil)	1998A	1999A	2000A	2001E	2002E	2003E
<b>Capital Employed</b>	<b>9.2</b>	<b>9.9</b>	<b>15.8</b>	<b>22.4</b>	<b>29.0</b>	<b>34.2</b>
Net Cash (Debt)	0.0	0.0	19.5	12.9	7.9	6.0
Funds	0.4	0.5	0.5	0.8	1.4	2.3
Minorities	0.0	0.0	0.1	1.0	2.0	3.3
Net Equity	8.8	9.5	34.7	33.4	33.5	34.7
Enterprise Value (*)	97.9	97.9	78.6	87.7	95.4	100.4
Stock Market Ratios	1998A	1999A	2000A	2001E	2002E	2003E
P/E	78.9	68.5	1,447.5	49.4	24.6	16.8
P/CEPS	67.2	51.4	40.3	16.0	7.7	5.3
P/BVPS	8.6	8.0	2.8	2.8	2.8	2.6
Dividend Yield (%)	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	1.7%	2.1%
EV/Sales	5.4	4.6	3.0	1.8	1.2	0.8
EV/EBITDA	46.3	37.3	18.2	12.3	6.5	4.6
EV/EBIT	50.3	43.4	40.2	29.1	16.2	11.1
EV/CE	10.6	9.9	5.0	3.9	3.3	2.9
Profitability & Financial Ratios	1998A	1999A	2000A	2001E	2002E	2003E
EBITDA Margin (%)	11.6%	12.4%	16.5%	14.4%	17.6%	18.1%
EBIT Margin (%)	10.7%	10.7%	7.5%	6.1%	7.1%	7.5%
Tax Rate (%)	158.6%	113.8%	156.5%	63.8%	47.9%	44.5%
Net Income Margin (%)	5.3%	5.2%	0.3%	4.0%	4.8%	4.9%
ROE (%)	10.9%	11.7%	0.2%	5.9%	11.9%	16.8%
D/E	(0.0)	(0.0)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	(0.2)
Interest Cover						
Growth	1998A	1999A	2000A	2001E	2002E	2003E
Sales (%)		15.5%	23.7%	89.7%	67.2%	44.4%
EBIT (%)		15.9%	-13.4%	54.3%	95.7%	52.9%
Pretax Income (%)		62.4%	36.9%	56.9%	167.3%	57.4%
Net Income (%)		-63.8%	534.9%	-200.4%	284.3%	67.8%
Adj. Net Income (%)		15.2%	6.1%	2927.3%	201.2%	146.1%
EVA® Analysis (€ mil)	1998A	1999A	2000A	2001E	2002E	2003E
ROCE (%)						
WACC (%)						
EVA® Spread (%)						
EVA® Spread						
Market Cap	97.9	97.9	97.9	97.9	97.9	97.9
Net Equity	8.8	9.5	34.7	33.4	33.5	34.7
MVA	89.1	88.4	63.2	64.5	64.4	63.2

Source: Company data, Caboto SIM estimates (\*) Note : EV = Mktcap + Net Debt + Minorities \* P/BV