

Bene la crescita ma gli investimenti 2006 si sono fatti sentire

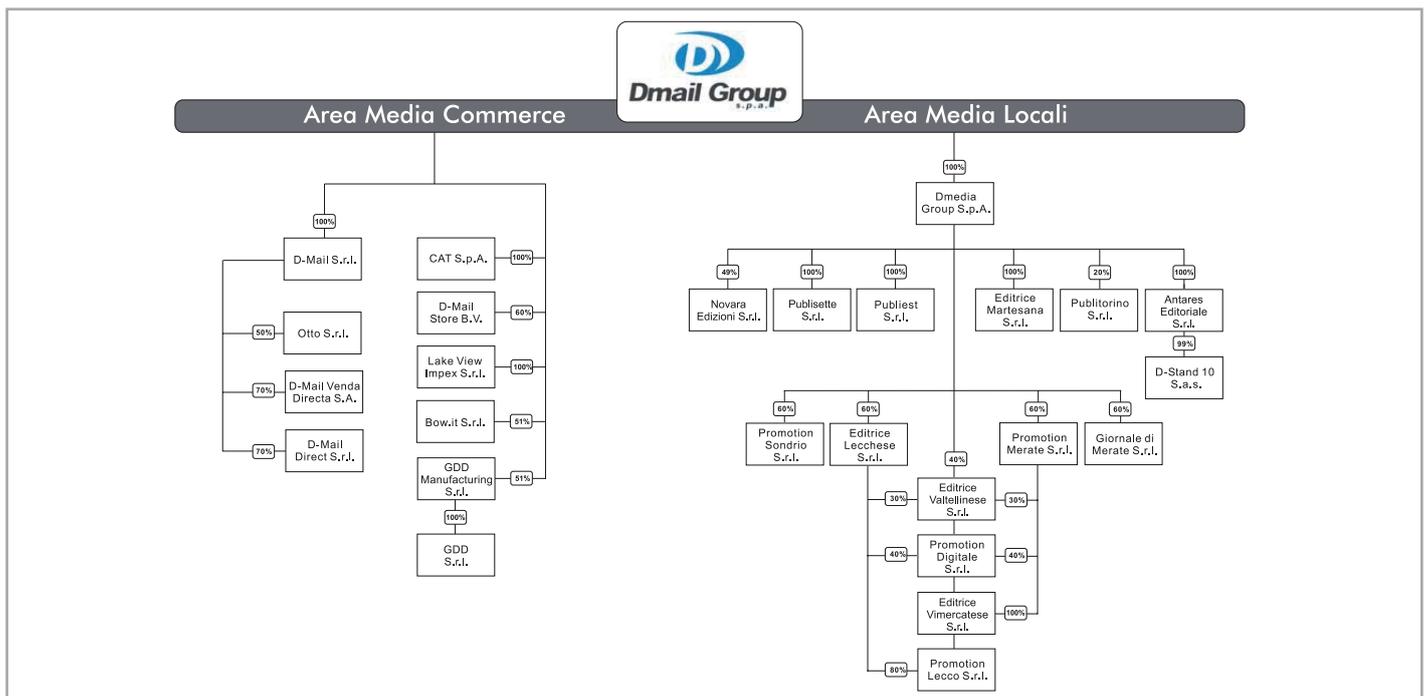
I risultati del quarto trimestre di Dmail hanno confermato le nostre attese in termini di forte crescita su base annua della top line: sales a Eu27.53mn +80%. Un risultato ottenuto sia grazie alla crescita per linee interne che alle acquisizioni di GDD e Bow.it effettuate nell'estate 2006. A livello di business unit il Media Commerce ha evidenziato ricavi più che raddoppiati, pari a Eu21.6mn. Al 31 dicembre i ricavi sono stati pari a Eu55.9mn (+71%). L'area Media Locali è cresciuta nel trimestre del 15% con ricavi pari a Eu5.8mn. Al 31 dicembre i ricavi sono stati pari a Eu20.1mn (+19%).

Meno soddisfacente l'andamento dei margini che nel trimestre sono stati in linea su base annua sul fronte dell'Ebitda, fermo a Eu1.8mn, e inferiori al 2005 per quanto riguarda l'Ebit, che ha chiuso a Eu0.8mn rispetto a Eu1.9mn. Un risultato che sconta: gli investimenti fatti per ampliare il perimetro societario; costi one off di advisory per le acquisizioni; maggiori spese pubblicitarie e del personale sostenute per accelerare la crescita delle attività in fase di start up nel media commerce. È importante sottolineare che nel corso del 2006 la società ha portato a termine numerose operazioni volte a rafforzare il core business:

- acquisizione di GDD
- acquisizione di Bow.it
- lancio delle attività di media commerce in Romania
- lancio delle attività di media commerce in Olanda
- sigla del contratto con Ferrari per la gestione dell'e-commerce
- rilancio per le attività media commerce in Portogallo
- sviluppo di 3 nuove testate giornalistiche locali
- raddoppio della superficie destinata alla logistica nel sito di Firenze
- start up delle attività nel media commerce verso clientela B2B
- acquisto della testata Novara Oggi

Al termine di questo impegnativo processo di sviluppo l'organigramma societario risulta così composto:

Dmail - Group Structure



Source: Dmail

Rispetto alle nostre stime i conti del 4Q sono in linea per quanto riguarda la top line mentre risultano più bassi a livello di marginalità per una sottovalutazione dei già citati costi di advisory e star up. Di seguito riportiamo il confronto tra le nostre stime e i risultati definitivi del 4Q unitamente alla proiezione sui risultati di fine 2006.

Dmail - Interim Results										
(Eu mn)	FY 2005A	Q2 06A	Q3 06A	9M 06E	4Q 05A	4Q 06E	4Q 06A	% A/E	FY 2006A/E	FY 2006E
Sales	49.5	17.4	18.0	48.5	14.6	22.7	27.3	20.1%	75.8	71.2
% change	n.a	n.a	80%	n.a	n.a	56%	87%		53%	44%
Ebitda	4.9	1.4	1.2	3.9	1.8	1.1	1.8	56.8%	5.7	5.0
margin		8.0%	6.8%	7.9%	12.5%	5.1%	6.6%		7.5%	7.0%
Ebit	3.2	0.6	0.36	1.8	2.0	1.0	0.9	-14.7%	2.7	2.8
margin		3.4%	2.0%	3.7%	13.6%	4.4%	3.2%		3.5%	3.9%
Pre-tax	2.6	0.3	0.12	1.2	0.9	1.4	0.5	-66.0%	1.7	2.6
Net profit	1.3	n.a	1.4							
NFP	-1.2	-9.5	-13.9	-13.9	-1.2	-9.1	-14.5	n.m	-14.5	-14.5

Source: Intermonte SIM estimates

L'andamento dei conti di fine 2006 e le prime indicazioni sul business nell'anno in corso ci ha spinto a modificare le nostre stime

Le precedenti aspettative stimavano un rallentamento dei tassi di crescita a fronte di un recupero della marginalità. Ma il peggioramento dell'Ebitda e dell'Ebit registrato nel 4Q 2006 può considerarsi solo in parte un fatto temporaneo. Nel corso del 2007 sono infatti attese ulteriori acquisizioni ma questa volta nell'ambito della divisione "local media". A tale proposito ricordiamo che a fine dicembre 2006 Dmail ha effettuato l'acquisizione del settimanale "Novara Oggi" che rappresenta il primo passo dell'ingresso del gruppo nell'area ligure-piemontese. Inoltre l'ottimo andamento delle attività nel media commerce che il Gruppo sta registrando nei primi mesi del 2007 ci spinge a ritenere che per consolidare tale trend saranno ancora sacrificati i margini.

Sulla base di tali considerazioni abbiamo alzato le nostre stime di fatturato per il biennio 2007/08. Abbiamo invece abbassato le stime Ebitda, Ebit e di conseguenza della bottom line per l'anno in corso. Per il 2008 ci aspettiamo invece una ripresa dei margini grazie ai benefici provenienti dalle dimensioni raggiunte dal gruppo che faranno emergere le prime e significative economie di scala.

Di seguito riportiamo il confronto tra le nostre nuove stime e quelle precedenti.

Dmail - Change in Estimates

Eu mn	2007E			2008E		
	old	new	% change	old	new	% change
Sales	88.6	102.6	16%	95.2	120.9	27%
Ebitda	9.8	9.0	-8%	11.6	13.8	19%
	11.1%	8.8%		12.2%	11.4%	
Ebit	7.4	5.9	-20%	9.0	10.7	19%
	8.4%	5.7%		9.5%	8.9%	
Net profit	4.3	3.1	-29%	5.5	6.0	9%

Source: Intermonte SIM estimates

Nella tabella sottostante riportiamo invece il P&L del gruppo rivisto dopo la modifica delle stime 2007/2008.

D.Mail -Group P&L

Eu mn	2004A	2005A	2006A/E	2007E	2008E
Dmail*	16.6	21.4	25.3	30.6	36.9
CAT	3.1	10.6	10.9	12.0	12.0
Bow.it	0.0	0.0	7.4	19.0	25.0
GDD	0.0	0.0	11.9	15.0	20.0
Local media	0.0	16.0	20.1	24.0	25.0
Others	2.4	2.9	3.3	2.0	2.0
Total sales	45.2	49.5	75.8	102.6	120.9
cost of goods sold	-14.2	-14.9	-29.5	-40.5	-47.6
services	-18.8	-22.4	-29.9	-43.5	-48.5
gross profit	12.1	12.2	n.a.	18.7	24.8
<i>margin</i>	27%	25%	n.a.	18%	21%
Ebitda	4.1	4.9	5.7	9.0	13.8
<i>margin</i>	9%	10%	7%	9%	11%
Commerce**	4.1	5.3	5.5	8.1	11.9
<i>% on sales</i>	21%	17%	11%	11%	13%
Local media	1.1	1.7	2.1	3.0	3.9
<i>% on sales</i>	8%	10%	11%	13%	16%
Holding	-1.1	-2.2	-2.0	-2.2	-2.0
Amm.ti&Prov.	-1.7	-1.7	-3.0	-3.1	-3.1
Ebit	2.5	3.2	2.7	5.9	10.7
<i>margin</i>	5%	6%	4%	6%	9%
Net financials	-0.4	-0.6	-1.0	-0.7	-0.3
Extra-items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax	2.1	2.6	1.7	5.2	10.4
tax	2.2	-1.4	-0.9	-2.1	-3.9
minorities	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.5
Net profit	4.4	1.3	0.8	3.1	6.0

(*) Net of intercompany elison

(**) Dmail, Cat, Bow.it, Gdd

Source: Intermonte SIM

The New Media? Commerce

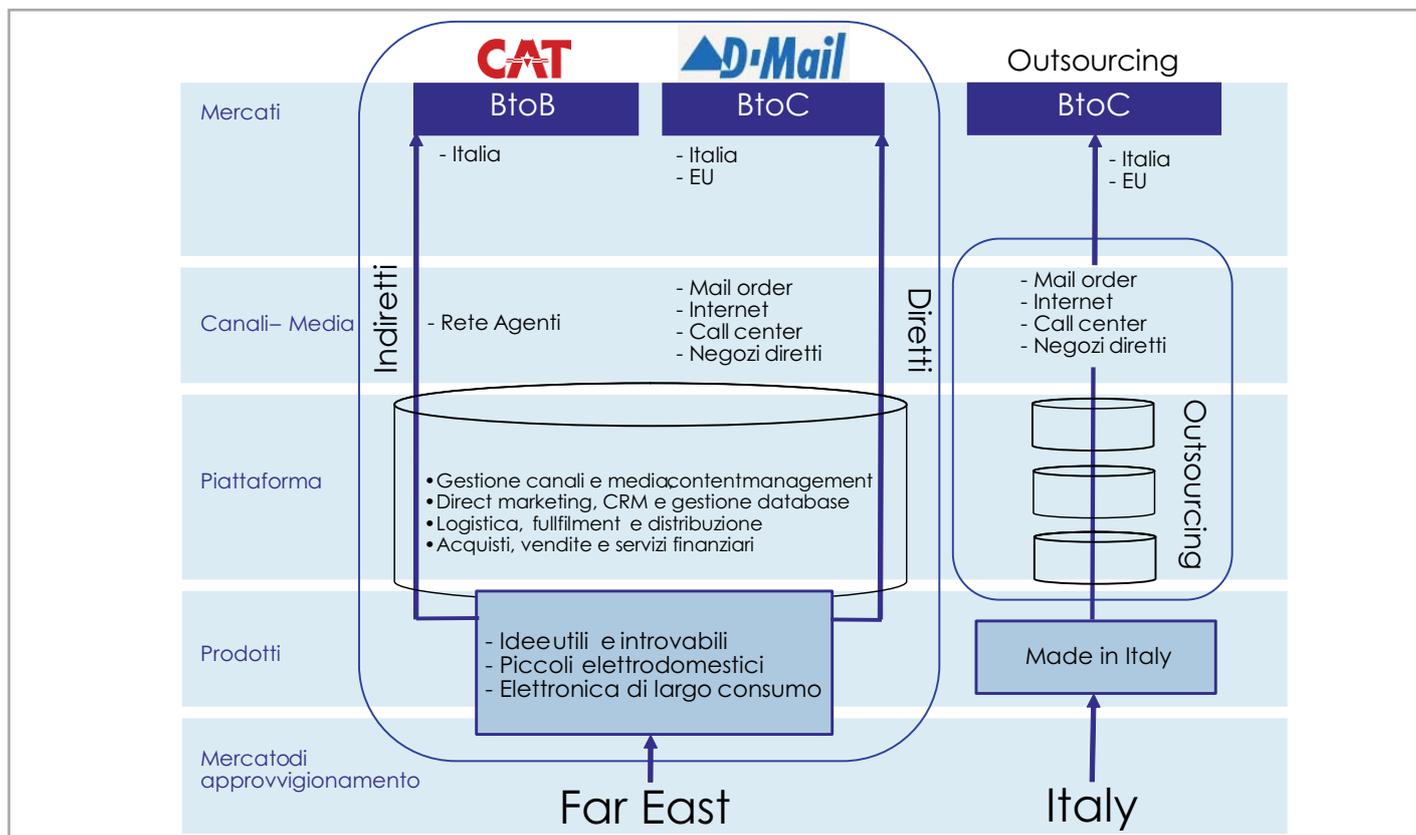
Uno dei principali obiettivi che il gruppo Dmail si è proposto di raggiungere nel corso del 2006 è stato quello di dare un forte impulso allo sviluppo della area media commerce. Tale attività è stata rappresentata storicamente dalla vendita a distanza tramite catalogo (che raggiunge 1mn di destinatari) di oggetti "utili e introvabili". Gli stessi prodotti vengono venduti anche attraverso il canale telefonico, Internet e in alcuni shops. Gli "utili e introvabili" sono di fabbricazione asiatica e vengono importati e distribuiti sotto il marchio Dmail e Cat (elettronica di consumo). Quest'ultimo si rivolge anche alla grande distribuzione.

Attraverso lo svolgimento di tale attività Dmail ha sviluppato un know how che alla luce della sempre maggiore diffusione delle vendita di oggetti attraverso canali indiretti presenta ampie potenzialità di crescita se replicato al di fuori del business model tradizionale. Per tale ragione nel corso del 2006 Dmail ha effettuato una serie di investimenti volti a rafforzare il vantaggio competitivo del gruppo sul mercato italiano. Sono state acquisite le società Bow.it, attiva nella vendita on-line di elettronica di consumo e GDD Manufacturing, attiva nella produzione e gestione logistica di supporti digitali offline (CD-rom, CD audio, DVD, flash memory card).

Si è così completato il portafoglio prodotti che oggi si estende dall'oggettistica, all'elettronica di consumo ai supporti digitali. Nello stesso tempo Dmail ha iniziato a stringere accordi di tipo commerciale con gli operatori del mondo editoriale. Questi ultimi infatti hanno sviluppato da alcuni anni le cosiddette "add on sales", ovvero le vendite abbinate ai prodotti editoriali allo scopo di aumentare la diffusione e la redditività del proprio core business. Il successo riscontrato ha convinto gli editori che i prodotti editoriali possono trasformarsi in un ottimo strumento per promuovere la vendita di prodotti e servizi. Dmail punta a diventare il partner privilegiato delle società editoriali nello sviluppo e gestione di piattaforme dedicate questa nuova linea di business.

Nel grafico sottostante riportiamo schematicamente quello che è il business model del media commerce.

Dmail - Media Commerce Business Model



Source: Dmail

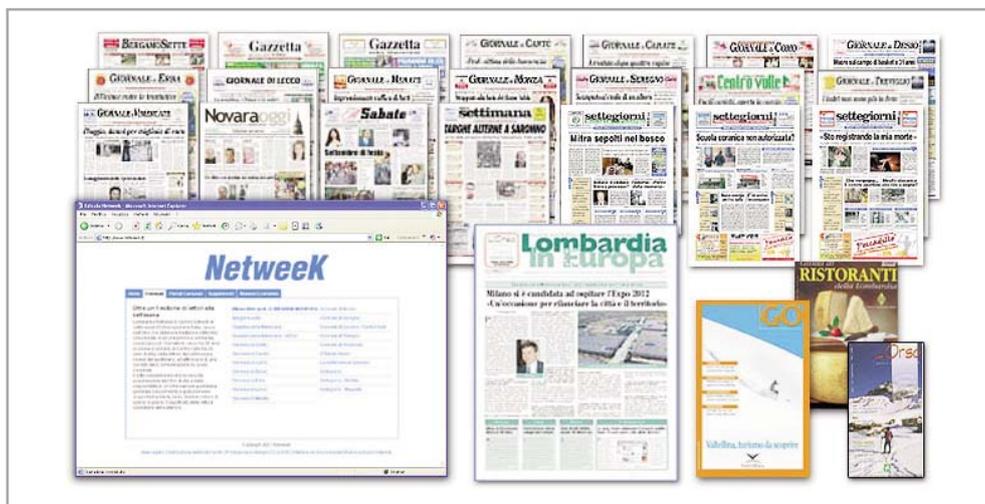
L'accordo con Rcs

A partire dal mese di dicembre 2006 Dmail ha siglato un accordo con il gruppo RCS il quale ha affidato alla società lo sviluppo e la gestione del canale "RCS shopping". Ogni giorno sul Corriere della Sera e sulla Gazzetta dello Sport vengono proposti ai lettori dei prodotti da acquistare scelti dal catalogo Dmail o Bow.it. Gli ordini possono essere effettuati telefonicamente o tramite il sito www.rcsshopping.it sempre gestito da Dmail. Grazie a questo accordo, basato esclusivamente su revenues sharing, Dmail è riuscita a raddoppiare il numero di nuovi clienti rispetto al 2006. Il gruppo Dmail ha successivamente esteso siglato nuovi accordi con altri editori: Cairo Communication; Monrif; Editrice Quadratum (settimanale Intimità) Secolo XIX; L'Adige, e punta a firmare contratti con tutti i principali editori italiani.

La forza del Media Local Network

Dmail possiede un network di 20 settimanali locali in Lombardia che vantano una media di 105mila copie vendute. Nel corso del 2007 sono in programma nuove acquisizioni di testate in Piemonte, Liguria e Veneto che dovrebbero portare il numero di copie vendute a circa 150mila. A questo proposito accordiamo il recente acquisto del settimanale "Novara Oggi". Dmail sta estendendo la propria piattaforma di media commerce anche ai media locali e alla luce dell'ulteriore ampliamento del network crediamo che tale divisione beneficerà di un importante impulso anche da questa area di attività.

Dmail - Local Media Magazines Portfolio



Source: Dmail

Local Media Network

Dmail - Local Media Network

	Circulation	Printing
Lombardia		
Lombardia in Europa	125,000	150,000
CIRCUITO LECCO	25,000	30,000
Giornale di Lecco		
Giornale di Merate		
CIRCUITO MONZA	26,500	32,000
Giornale di Monza		
Giornale di Vimercate		
Giornale di Carate		
Giornale di Seregno		
Giornale di Desio		
CIRCUITO MILANO EST/SUD	18,500	22,000
Gazzetta della Martesana		
Gazzetta dell'Adda		
Il Sabato news del sud Milano		
MILANO OVEST	18,000	20,000
Settegiorni - Rho		
Settegiorni - Magenta e Parabiago		
Settegiorni - Bollate e Paderno Dugnano		
COMO	29,000	31,000
Giornale di Como*		
Giornale di Erba		
Giornale di Cantù		
CIRCUITO BERGAMO	29,000	31,000
Bergamo Sette*		
Giornale di Treviglio		
CIRCUITO VARESE	6,000	8,000
La Settimana di Saronno e Tradate		
CIRCUITO SONDRIO	13,000	16,000
Centro Valle - Giornale di Sondrio		
Piemonte		
CIRCUITO NOVARA	8,000	10,000
Novara Oggi		
Total Network	173,000	200,000

* free press

Source: Intermonte SIM estimates

BUY, Target Eu16.1

Per la valutazione di Dmail ci basiamo su una media ponderata dei fair value ottenuti attraverso una Sop e un Dcf. Rispetto alla metodologia usata in precedenza abbiamo deciso di utilizzare anche in Dcf a seguito degli investimenti avvenuti nel corso del precedente esercizio che hanno aumentato la visibilità su stabili e positive prospettive di crescita del gruppo.

Di seguito riportiamo il calcolo della Sop del gruppo DMail che ci porta a un fair value di Eu17.

D.Mail - SOP

LOCAL MEDIA

Magazine (<i>most recent transaction in Italy</i>)	EV	Sales	EV/sales
Il Gazzettino	230	60	3.8
Società Editrice Adriatica	24	10	2.5
Nuovo Quotidiano Puglia	31	10	3.3
Average			3.2
2008E Dmail sales	25.0		
Lowest transaction multiple	2.5		
Ev Local media	63		
COMMERCE			
2008E Ebitda	11.9		
Multiple of the traditional retail	6.5		
EV Commerce	77		
GROUP EV	140		
NFP 2008	-11.1		
Treasury shares	2		
Minorities	-8		
Real Estate	8		
Equity value	130		
Mn shares	7.7		
Value per share	17.0		

Source: Intermonte SIM estimates

Di seguito riportiamo invece il calcolo del Dcf del gruppo Dmail che ci porta a un target di EU14.

D.Mail - DCF

Eu mn	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	TG
Ebitda	9.0	13.8	14.1	14.4	14.6	14.9	15.2	15.5
margin	14.1%	16.2%	14.1%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
Taxes	-3.5	-5.4	-5.5	-5.6	-5.7	-5.8	-5.9	-6.1
NWC								
Capex	-2.5	-2.5	-1.5	-1	-1	-1	-1	-1
Capex/Sales	2.4%	2.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
FCF	3.0	5.9	7.1	7.8	7.9	8.1	8.3	8.5
Disocunted FCF	3.0	5.5	6.1	6.2	5.8	5.5	5.2	141.3
year	0	1	2	3	4	5	6	7
Operating FCF	37.3							
Terminal value	82.5							
EV	119.8							
Nfp 2006	-14.5							
Real Estate	8							
Minorities	-8							
Treasury shares	1.5							
Equity Value	106.8							
Mn shares	7.7							
Fair Value ps	14.0							

WACC	8.0%
Risk free rate	4.1%
Ave. equity premium	5.0%
beta	1.1
% of debt	30%
Cost of money	7.0%
Marginal tax rate	39%
% of capital	70%

Source: Intermonete SIM

Di seguito riportiamo il calcolo del target di Dmail basato su una ponderazione dei fair value ottenuti dai precedenti modelli di valutazione.

D.Mail - Target Calculation

Valuation Model	Fair Value	% weighth
Sop	17.0	70%
DCF	14.0	30%
Target	16.1	

Source: Intermonete SIM

Dmail è un pure player in un mercato, quello del media commerce, che vanta enormi potenzialità di crescita alla luce del sempre maggiore interesse da parte degli editori a sviluppare piattaforme per la vendita e la distribuzione di prodotti e servizi. La società già vanta importanti referenze nello sviluppo e gestione di canali di vendita a distanza. Ricordiamo oltre ai già citati contratti con Rcs, Cairo e Monrif anche quello per la gestione del commercio elettronico del sito Ferrari. Per tale ragione ci aspettiamo nel corso del 2007 un'ulteriore accelerazione della crescita della top line cui farà seguito anche un recupero della marginalità una volta che sarà raggiunta una massa critica adeguata.

Le attuali valutazioni, pari a un Ev/Ebitda di 6x e un P/E di 12x sulle nostre stime 2008, non riflettono minimamente il potenziale di crescita. Per molti investitori Dmail è ancora percepito come un operatore attivo nella vendita per corrispondenza, mercato caratterizzato da bassi tassi di crescita e poche prospettive di sviluppo nel medio termine.

Appendix

D.Mail - P&L

Eu mn	2004A	2005A	2006A/E	2007E	2008E
SALES	45.2	49.5	75.8	102.6	120.9
% growth	n.m	9.5%	53.3%	35.4%	17.8%
EBITDA	4.1	4.9	5.7	9.0	13.8
% margin	9.1%	9.8%	7.4%	8.8%	11.4%
EBIT	2.5	3.2	2.7	5.9	10.7
% margin	5.5%	6.5%	3.6%	5.7%	8.9%
Financials	-0.4	-0.6	-1.0	-0.7	-0.3
PRE TAX	2.1	2.6	1.7	5.2	10.4
TAX	2.2	-1.4	-0.9	-2.1	-3.9
tax rate	n.m	52%	54%	41%	37%
Minorities	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.5
NET PROFIT	4.4	1.3	0.8	3.1	6.0
% growth	n.m	-70%	-41%	303%	95%

Source: Intermonte SIM

D.Mail - Cash Flow

(Eu mn)	2004A	2005A	2006A/E	2007E	2008E
OFC	3.2	2.2	3.8	6.2	9.1
WC	0.0	-0.6	-8.9	-3.0	-3.0
Capex	0.6	-2.1	-7.4	-2.5	-2.5
Dividends	0	-1	-1	0	-1
Free cash Flow	3.9	-1.3	-13.3	0.4	3.0
NFP	-0.8	-1.2	-14.5	-14.1	-11.1

Source: Intermonte SIM

IMPORTANT DISCLOSURES

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein and of any its parts is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without company authorisation.

This report is directed exclusively at market professional and institutional investor customers and is not for distribution to private customers, who should not rely on this material. Moreover, any investment or service to which this report may relate will not be made available to such private customers.

The information and data in this report has been obtained from sources which we believe to be reliable, although the accuracy of these cannot be guaranteed by the company. In the event that there be any doubt as to their reliability, this will be clearly indicated. The main purpose of the report is to offer up-to-date and accurate information in accordance with regulations in force covering "recommendations" and should not be intended nor should it be construed as a "solicitation to buy or sell securities" as defined by art.1 comma 1, lett.f) of Decree Law 58/1998 .

This disclaimer is constantly updated on Intermonte's website www.intermonte.it under **DISCLOSURES**. Valuations and recommendations can be found in the text of the most recent research and/or reports on the companies in question.

ANALYST CERTIFICATION

For each company mentioned in this report the respective research analyst hereby certifies that all of the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about any or all of the subject issuer (s) or securities. The analyst (s) also certify that no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation or view in this report.

The analyst (s) responsible for preparing this research report receive compensation that is based upon various factors, including Intermonte's total profits, a portion of which is generated by Intermonte's corporate finance activities, although this is minimal in comparison to that generated by brokerage activities.

Intermonte's internal procedures and codes of conduct are aimed to ensure the impartiality of its financial analysts. The exchange of information between the Corporate Finance sector and the Research Department is prohibited, as is the exchange of information between the latter and the proprietary equity desk in order to prevent conflicts of interest when recommendations are made.

GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH

Reports on all companies listed on the S&PMB40 Index, most of those on the MIBEX Index and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newflow.

A draft copy of each report is sent to issuers for their information, but unless expressly stated in the text of the report, no changes are made before it is published.

Explanation of our ratings system:

BUY: stock expected to outperform the market by over 25% over a 12 month period;

OUTPERFORM: stock expected to outperform the market by between 10% and 25% over a 12 month period;

NEUTRAL: stock performance expected at between +10% and -10% compared to the market over a 12 month period ;

UNDERPERFORM: stock expected to underperform the market by between -10% and -25% over a 12 month period;

SELL: stock expected to underperform the market by over 25% over a 12 month period.

The stock price indicated is the reference price on the day prior to the publication of the report.

CURRENT INVESTMENT RESEARCH RATING DISTRIBUTIONS

Intermonte SIM is authorised by CONSOB to provide investment services and is listed at n° 98 in the register of brokerage firms.

As at December 31 2006 Intermonte's Research Department covered 170 companies.

Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY	OUTPERFORM	NEUTRAL	UNDERPERFORM	SELL
25.88%	27.06%	35.88%	10.59%	0.59%

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (13 in total) is as follows:

BUY	OUTPERFORM	NEUTRAL	UNDERPERFORM	SELL
57.14%	7.14%	35.72%	0.0%	0.0%

CONFLICT OF INTEREST

In order to disclose its possible conflicts of interest Intermonte SIM states that:

- the Parent Company, Banca Monte dei Paschi di Siena, owns, directly or indirectly, a significant stake in the following Companies: Aeroporto di Firenze, Alerion Industries S.p.A., Banca Popolare di Spoleto, Cir Energia (Gruppo CIR), Dada, EL.EN, Fiat, Kerself, Snia, Sorin, Unipol;
- a few members of the Board of Directors of the following Companies have positions within Banca Monte dei Paschi di Siena Group: Aeroporto di Firenze, Alerion Industries S.p.A., Banca Popolare di Spoleto, BNL, Caltagirone S.p.A., Caltagirone Editore, Cementir, Dada, EL.EN, Engineering, Sias, Sorin, Unipol, Vianini Industria, Vianini Lavori;
- within the last year, Intermonte SIM managed or co-managed/is managing or is co-managing (see companies indicated in **bold** type) an Institutional Offering of the securities of the following Companies: **Arkimedica**;- in the last year Banca Monte Paschi di Siena and/ or other banks in the group have acted or are acting (see companies in bold type) as Lead Manager or Co-Lead Manager in consortia for the placement of shares, or to guarantee rights issues, of the following companies: **RDM Realty**;
- Intermonte SIM is Sponsor in accordance with the Italian Securities Markets regulations, with the related obligation of coverage and distribution of research, of the following Companies: **Arkimedica, RDM Realty**;
- Intermonte SIM is Specialist, in accordance with the Italian Securities Markets regulations, with the related obligation of coverage and distribution of research, of the following Companies: **Buongiorno, Cairo Communication, Datalogic, Dmail, EEMS, Esprinet, La Doria, Reno de Medici, Saes Getters, Socotherm, TAS, Trevisan, TXT e-solution**;
- Banks of the Banca Monte dei Paschi di Siena Group, issue financial instruments related to the shares of the following Companies and/or are market makers and/or are arrangers and/or are distributors: Autostrade, Banca Fideuram, Banca Intesa, Bipop-Carire, Edison, Enel, Eni, Erg, Fiat, Generali Assicurazioni, Impregilo, Mediaset, Mediolanum, Pirelli & C., Ras, SanPaolo-IMI, Seat Pagine Gialle, Telecom Italia, Tiscali, Unicredito Italiano;
- the Monte Paschi di Siena banking group provides a significant amount of financing to the following Companies: Alitalia, Camfin, Datalogic, Fiat, Hera, Pirelli & C., Pirelli & C. Real Estate, Seat Pagine Gialle, Telecom Italia;
- Intermonte Sim has signed an agreement, with the related obligation of coverage and distribution of research, with the following companies: **Eutelia**.

DETAILS ON STOCK RECOMMENDATION

Stock	D.MAIL		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm	BUY
Current Target (Eu):	16.1	Previous Target (Eu):	15.0
Current Price (Eu):	9.7	Previous Price (Eu):	8.6
Date of Report:	22/02/2007	Date of Last Report:	03/11/2006

Further information is available upon request