

DMail

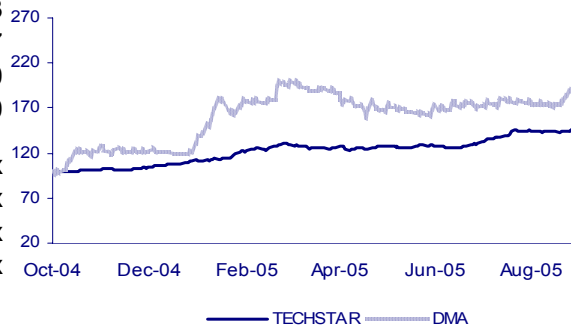
Fair Value €11,7

Risultati 1H'05

Last Close €9,4

Dati euro (mln)	2004 A	2005 E	2006 E
-----------------	--------	--------	--------

Sales	44.8	51.6	54.3
Ebitda	4.8	5.5	6.7
Ebit	2.6	4.0	5.0
EPS adj	0.7	4.0	5.0
EV/Sales	1.6 x	1.3 x	1.2 x
EV/Ebitda	15.1 x	12.2 x	9.8 x
EV/Ebit	27.7 x	17.0 x	12.9 x
P/E adj	13.4 x	42 x	30.8 x



No. Shares (mln)	7.65
Market Float	41.9%
Market Cap	71.8

Bloomberg	DMA IM
RealTick	DMA.MIL

Rel. Perf. vs Numtel	1m	3m	12m
	+3.2%	+4.9%	+53.3%

Improvements in financials: post turnaround effects

- Il gruppo Dmail, unico operatore italiano attivo nella vendita multi prodotto-multichannel, è specializzato nella vendita a distanza tramite catalogo, siti Internet e negozi monomarca di "idee utili e introvabili". Il gruppo opera nell'area editoriale attraverso il circuito Netweek, che ingloba testate settimanali con diffusione sul territorio lombardo.
- Il 1H'05 si chiude con ricavi consolidati pari a €24,8 mln, in crescita del +11% rispetto al 1H'04. In particolare l'incremento del fatturato del +16% (€8,2 mln) fatto registrare dal settore media locali ha beneficiato del ciclo elettorale, che ha sostenuto sia i ricavi editoriali che la raccolta pubblicitaria. Per il settore media commerce, il trend positivo dei ricavi (€16,4 mln +6,5% yoy) è da imputare ad una crescita nelle vendite a distanza (Dmail), mentre in calo del -7,4% risulta la vendita tradizionale di elettronica di largo consumo (realizzata tramite la controllata Cat). L'aumento del +22% yoy dei costi per servizi, derivanti dai costi di strutturazione della capogruppo, influenzano l'EBITDA del semestre che risulta in calo del -8,8% rispetto al 1H'04 a €2,5 mln (EBITDA margin in calo di 20bp). A giugno'05 la NFP di DMA risulta negativa per €-2 mln.
- Come previsto dal piano industriale, è stata intrapresa una strategia di riorganizzazione del gruppo, che nel 1H'05 ha visto, per il settore media commerce, la firma di un accordo tra DMA e l'olandese DOCData per la creazione di una joint venture dedicata alla vendita a distanza dei prodotti Dmail sui mercati internazionali. Nell'area Media locali, invece, DMA ha raggiunto un accordo per l'acquisizione del 100% della Gazzetta della Martesana, una testata settimanale lombarda, per un corrispettivo di €1,2 mln.
- Le linee strategiche attuate dal gruppo, unitamente ai risultati riportati da DMA nel 1H'05, ci portano ad operare un fine tuning delle nostre stime. Rivediamo al rialzo le nostre attese ipotizzando una CAGR'04-'07 del VOP dell' 8,4% (vs nostre precedenti stime del +7%). Dall'applicazione del DCF model otteniamo un fair value di €11,7 per az. Attualmente DMA tratta ad un multiplo EV/Sales'05E di 1,3x ed un multiplo EV/Ebitda'05E di 12,2x.

12 Ottobre 2005

Analyst: **Ilenia Osimi**
Tel. +3902802314619
ilenia.osimi@twicetrade.it



Commento ai risultati

Il 1H'05 si chiude per il Gruppo DMA con risultati positivi e in crescita rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente. I ricavi complessivi, infatti, si attestano a €24,8 mln, in aumento del +11% rispetto al 1H'04. L' aumento complessivo del VOP deriva da un incremento pari al +16,3% del settore media locali e del +6,5% del settore media commerce.

Tabella 1. Conto Economico Consolidato 1H'05 (€ mln)

Gruppo DMAIL	Actuals		Var %
	1H'04	1H'05	1H'04
Fatturato	21.3	23.1	8%
Altri ricavi	1.1	1.7	
Totale Ricavi	22.4	24.8	11%
Costo del venduto	(6.9)	(7.4)	
Margine Lordo (Gross Margin)	15.5	17.5	12.6%
Gross Margin	73%	76%	
Costo Personale	(2.8)	(2.7)	
Servizi e altri costi	(10.0)	(12.2)	
Margine Operativo Lordo (EBITDA)	2.8	2.5	-8.8%
EBITDA Margin	13%	11%	
Ammortamenti e Accantonamenti	(1.0)	(0.8)	
Reddito Operativo (EBIT)	1.8	1.7	-3%
EBIT Margin	8%	8%	
Proventi / (oneri) finanziari	(0.3)	(0.3)	
Proventi / (oneri) straordinari	0.0	0.0	
Reddito ante imposte (PBT)	1.5	1.4	-6%
PBT Margin	7%	6%	

Fonte: dati Dmail

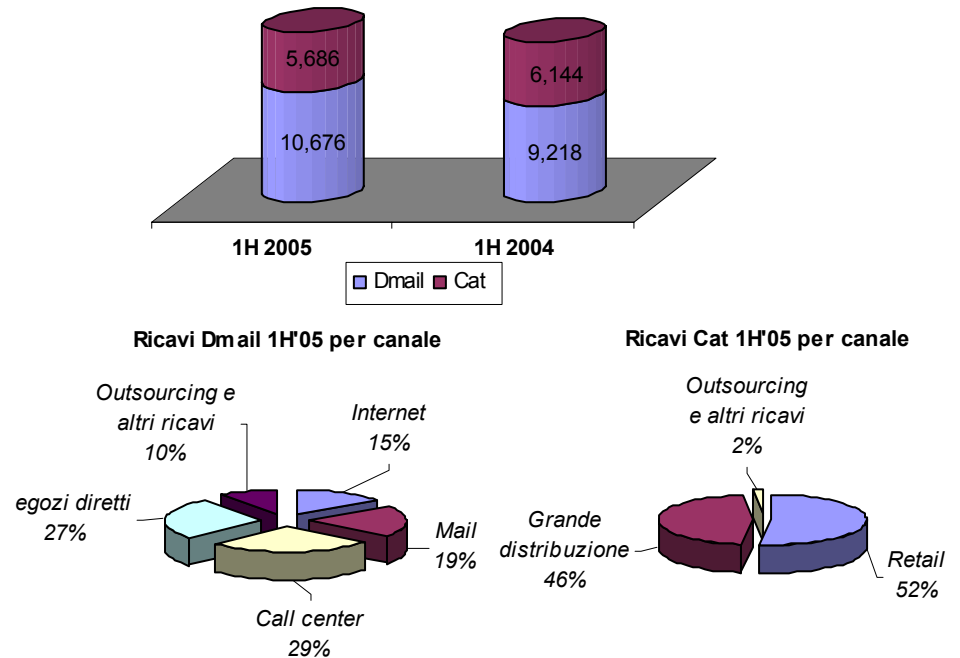
In particolare per il settore media commerce, che rappresenta il 69% del fatturato'04, il trend positivo dei ricavi è da imputare ad una crescita del +16% nelle vendite a distanza (Dmail), che hanno beneficiato della riorganizzazione dell'attività dei call center (istituzione di un numero verde attivo anche nei giorni festivi e accordo con un call center esterno). Un andamento meno positivo ha fatto registrare, invece, la vendita tradizionale di elettronica di largo consumo (realizzata tramite la controllata Cat), con ricavi in calo del -7,4% yoy (€5,7 mln) per effetto della crisi del mercato retail (che rappresenta il principale canale di vendita) e da un tasso di cambio €-\$ poco favorevole.

L'incremento del fatturato del +16% (€8,2 mln), fatto registrare dal settore media locali e superiore alle attese, ha beneficiato del ciclo elettorale, che ha sostenuto sia i ricavi editoriali che la raccolta pubblicitaria. Tale crescita testimonia che il settore dell'editoria locale, in cui il gruppo DMA è player nell'area lombarda, non risente della grave crisi che stanno conoscendo i media cartacei, colpiti dalla concorrenza del free press e di internet. Inoltre, in applicazione dei criteri IAS, non sono stati consolidati i ricavi riportati dalla Gazzetta della Martesana e da Publies, le due società acquisite da DMA in giugno, che



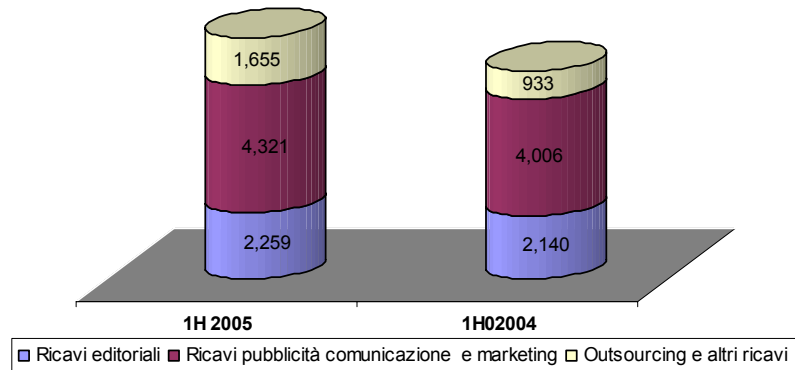
incrementerebbero il fatturato del 1H'05 per il media commerce di €0,9 mln a €9,2 mln (+30% rispetto al 1H'04).

Figura 1. Breakdown del fatturato dell'area Media Commerce (€, mln)



Fonte: elaborazione Twice su dati Dmail

Figura 2. Breakdown del fatturato dell'area Media Locale (€, mln)



Fonte: elaborazione Twice su dati Dmail

A livello di marginalità, se da un lato diminuisce l'incidenza sul fatturato delle materie prime e del costo del personale, dall'altro l'aumento del +22% yoy dei costi per servizi, derivanti dai costi di strutturazione della capogruppo (necessari all'ottimizzazione della struttura societaria, patrimoniale e finanziaria), influenzano l'EBITDA del semestre che risulta in calo del -8,8% rispetto al 1H'04 a €2,5 mln (EBITDA margin in calo di 20bp).

L'EBIT del 1H'05 è pari a €1,7 mln, corrispondente a un EBIT margin dell' 8%, in linea con il 1H'04.

La PFN, negativa per €-2 mln, risulta in miglioramento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, per effetto dei flussi di cassa generati dalla



gestione corrente e dopo il pagamento di un dividendo di €0,10 ad azione.

Linee strategiche

Nel 1H'05 continua il processo di ristrutturazione e riorganizzazione del gruppo Dmail, avviato nel 2004. In linea con l'obiettivo di ottimizzazione della struttura societaria, delineato dal management nel piano industriale, è stata portata avanti l'opera di ristrutturazione della capogruppo, trasformandola da un holding finanziaria ad un holding operativa, attraverso l'offerta alle società del gruppo di servizi centralizzati di orientamento strategico, business development, comunicazione, amministrazione e controllo di gestione.

Per la parte relativa al media commerce, nel piano di sviluppo del gruppo a livello internazionale, rientra l'accordo firmato da DMA nel luglio scorso con DOCData, società olandese quotata all'Euronext di Amsterdam, per la creazione di una joint venture, che prenderà il nome di DmailStore, e che, con capitale sociale di €100.000, sarà partecipata per il 60% da DMA e per il 40% da DOCData.

Con la creazione di questa nuova società, che sarà dedicata alla vendita a distanza dei prodotti Dmail sui mercati internazionali, il gruppo punta ad acquisire nuove quote di mercato europeo, attraverso la creazione di un centro unico da cui potranno essere distribuiti i prodotti su tutti i mercati europei e internazionali, senza la necessità di investire con strutture dedicate (già esistenti in Portogallo, Svizzera e Romania) per ciascun paese. La nuova joint venture, che avrà sede in Olanda ove esiste una radicata tradizione di e-commerce, uno scalo ideale per le merci provenienti da Oriente e un efficiente sistema postale, curerà tutti gli aspetti logistici e di vendita del servizio, mentre le divisioni marketing rimarranno nei singoli paesi.

La nuova società, inoltre, potrà fornire in outsourcing alle aziende italiane la possibilità di essere presenti nel settore della vendita a distanza e dell'e-commerce, limitando gli ingenti investimenti richiesti dal settore.

In linea con il piano industriale elaborato per il settore dei media locali, che prevede una crescita per linee esterne attraverso l'acquisizione di testate locali, rientra l'annuncio dell'acquisizione del 100% della società editrice Martesana e della relativa concessionaria pubblicitaria Publiest.

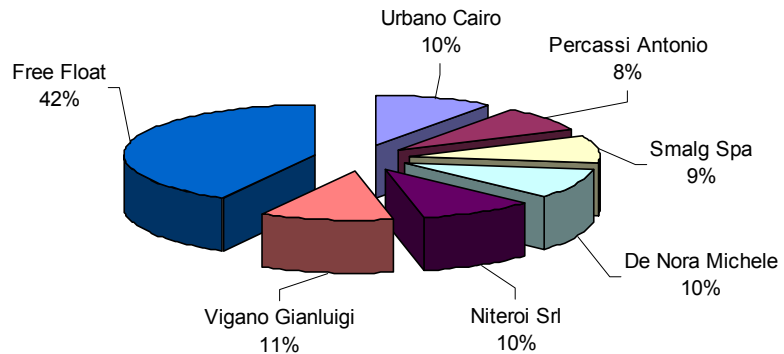
L'accordo è stato concluso lo scorso giugno per un corrispettivo pari ad €1,2 mln. Se si considera che nell'esercizio chiuso al 31 dicembre'04 le due società acquisite hanno riportato un fatturato di circa €2 mln, un EBITDA di €0,35 mln e una PFN positiva per €0,16 mln, l'enterprise value calcolato per l'acquisizione è pari a €1,04 mln e implica un multiplo EV/Sales'04 ed EV/EBITDA'04 rispettivamente pari a 0,52x e 3x, decisamente inferiori rispetto ai peers italiani.

L'acquisizione della Gazzetta della Martesana, storica testata settimanale della Provincia Est di Milano, permette a DMA di consolidare la leadership che il gruppo già vanta nell'editoria locale lombarda attraverso Netweek, il primo circuito di settimanali locali con 15 testate, 190.000 copie settimanali e 650.000 lettori.



Nel mese di agosto è stato, poi, perfezionato l'accordo raggiunto a marzo, che prevede l'ingresso di Cairo, gruppo leader nel settore editoriale e della raccolta pubblicitaria, nel capitale di DMA per una quota pari al 10%, tramite l'acquisto ai blocchi di 765,000 azioni per un valore complessivo di €5.823.562. A seguito di tale partnership strategica, che permette l'avvio di nuovi progetti e la creazione di sinergie sia nell'area media commerce che in quella dei media locali, l'azionariato del gruppo risulta composto come di seguito:

Figura 3. Azionariato del gruppo DMail



Fonte: elaborazione Twice

Stime

Le linee strategiche attuate dal gruppo, unitamente ai risultati riportati da DMA nel 1H'05, ci portano ad operare un fine tuning delle nostre stime. Rivediamo al rialzo le nostre attese ipotizzando un CAGR'04-'07 del VOP pari a circa il 8,4% (vs nostre precedenti stime del +7%).

In particolare ipotizziamo un incremento +8,2% e del +6% del fatturato relativo alla parte Media Commerce rispettivamente per gli FY'05 e gli FY'06 (€33,7 mln e €35,7 mln), realizzato attraverso un maggior presidio dei mercati esteri, un ampliamento delle categorie merceologiche e lo sviluppo di nuovi canali di vendita.

Anche per il settore editoriale abbiamo rivisto le nostre stime, ipotizzando che l'allargamento della copertura territoriale, non limitata al solo territorio lombardo, permetta al gruppo di incrementare i ricavi dell'area media locali ad un CAGR'04-'07 del +12%.

Riteniamo che il gruppo riesca a recuperare la redditività attraverso una razionalizzazione dei costi e la ricerca di nuovi canali di approvvigionamento. Ipotizziamo una marginalità del gruppo in crescita, fino a raggiungere un EBITDA pari a €8,1 mln nel FY'07, corrispondente a un EBITDA margin'07 del 14%.



Tabella 2. Conto Economico Consolidato (€ mln)

Gruppo DMAIL	Actual		Estimates	
	2004A	2005E	2006E	2007E
Ricavi Media Commerce	31.2	33.7	35.7	37.9
Ricavi Media	13.6	17.9	18.6	19.1
Totale Ricavi	44.8	51.6	54.3	57.0
Materie prime, sussidiarie e di consumo	(14.7)	(14.7)	(14.7)	(14.3)
Variazioni mat prime,sussidiarie,consumc	0.5	(0.4)	(0.5)	(0.5)
Costo Personale	(5.5)	(6.3)	(6.6)	(7.0)
Altri costi operativi	(20.2)	(24.6)	(25.9)	(27.2)
Margine Operativo Lordo (EBITDA)	4.8	5.5	6.7	8.1
EBITDA Margin	11%	11%	12%	14%
Ammortamenti e Accantonamenti	(2.2)	(1.6)	(1.6)	(1.7)
Reddito Operativo Rett (EBIT Adj)	2.6	4.0	5.0	6.5
EBIT Adj Margin	6%	8%	9%	11%
Ammortamento Goodwill	(1.9)	0.0	0.0	0.0
Reddito Operativo (EBIT)	0.7	4.0	5.0	6.5
EBIT Margin	2%	8%	9%	11%
Proventi / (oneri) finanziari	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
Proventi / (oneri) straordinari	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
Reddito ante imposte (PBT)	(0.5)	2.8	3.9	5.3
PBT Margin	-1%	5%	7%	9%
Imposte sul reddito	2.4	(1.5)	(1.9)	(2.5)
Utile netto (NI)	2.0	1.3	2.0	2.8
NI Margin	4%	3%	4%	5%
Utile (perdita) di terzi	0.1	0.1	0.1	0.1
Utile Netto di Competenza	1.9	1.3	1.9	2.7

Fonte: Elaborazione Twice

Valutazione

La valutazione da noi effettuata si basa sull'approccio valutativo del Discounted Cash Flow e il metodo dei multipli di mercato.

Le ipotesi sottostanti la valutazione tramite DCF riguardano:

- rendimento dei titoli di stato italiani a dieci anni, proxy del Risk free rate, pari al 3,37%;
- beta pari a 1,05;
- crescita di lungo termine, g, ipotizzata pari al 2%.

Tabella 3. Ipotesi WACC per Discounted Cash Flow

Beta		1.05
Risk free	3.37%	
Risk premium	5.00%	
WACC	Debt	0.11%
	Equity	8.34%
	Total	8.45%
Long Term Growth (g)		2.0%

Fonte: Elaborazione Twice



L'attualizzazione dei flussi di cassa conduce a un enterprise value pari a €89,8 ed ad un fair value di €11,7 per azione.

Tabella 4. Discounted Cash Flow (mln €)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TV
NOPAT	2.66	3.38	4.33	5.37	5.53	5.69	5.69
+ Depreciations & Provisions	1.57	1.61	1.65	1.68	1.70	1.72	1.72
- Capex	0.66	0.29	-0.72	-0.63	-0.65	-0.67	-0.67
- Change in Working Capital	-2.17	0.09	-0.42	-0.41	0.17	0.14	0.14
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	2.72	5.37	4.85	6.00	6.75	6.88	6.88
NPV of FCFF	2.61	4.75	3.96	4.52	4.69	4.41	
Terminal Value	108.90						
NPV of Terminal Value	66.94						
Enterprise Value	91.88						
Cash (Debt) 1H'05A	(2.04)						
Equity Value	89.84						
Shares outstanding (mln)	7.65						
Equity Value per share (€)	11.7						

	% Flussi	% TV
	24%	73%

Fonte: Elaborazione Twice

La valutazione attraverso i multipli di mercato è stata condotta distinguendo i comparables del settore Media Commerce e Media.

Per i comparables nel settore Media Commerce abbiamo scelto delle società estere, le americane Amazon e William-Sonoma e la tedesca Quelle, data l'inesistenza di operatori retailer nel panorama italiano.

Tabella 5. Multipli di mercato dei Comparables del settore Media Commerce

	EV/SALES		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
AMAZON.COM INC	2.13	1.80	27.08	22.22	37.22	n.a.
KARSTADTQUELLE AG	0.57	0.58	15.01	12.12	68.81	25.54
WILLIAMS-SONOMA INC	1.23	1.09	8.87	7.79	12.12	10.39
dian multiple	1.23	1.09	15.01	12.12	37.22	17.96

Fonte: Elaborazione Twice

Per i comparables del settore Media, invece, abbiamo selezionato i principali gruppi editoriali italiani.

**Tabella 6. Multipli di mercato dei Comparables del settore Media Commerce**

	EV/SALES		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
POLIGRAFICI EDITORIALE SPA	1.06	1.05	6.81	6.68	11.08	10.88
CLASS EDITORI SPA	1.67	1.52	16.22	16.29	62.84	45.12
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	1.92	1.88	8.62	8.32	10.84	10.43
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	1.16	1.13	8.08	7.69	10.57	9.99
RCS MEDIAGROUP SPA	1.67	1.60	15.71	13.46	20.94	17.75
CALTAGIRONE EDITORE	2.67	2.57	11.22	10.93	18.60	17.18
median multiple	1.67	1.56	9.92	9.62	14.84	14.03

Fonte: Elaborazione Twice

Il confronto con i comparables è effettuato basandosi sui multipli EV/Sales, EV/EBITDA e EV/EBIT. L'enterprise value, calcolato per i tre multipli di mercato sull'orizzonte temporale '05-'06, viene determinato per l'area Media Commerce e Media. Dalla somma degli EV per i due settori si giunge a un EV complessivo di €81 mln ed ad un fair value di €10,32 per azione, confermando la sottovalutazione del titolo.

Tabella 7. Valutazione Multipli di mercato

Average EV at trading multiples Media Commerce	56.31
Average EV at trading multiples Media	24.70
Average EV at trading multiples	81.01
Cash (Debt) june'05A	(2.04)
Equity Value	78.97
Shares outstanding (mln)	7.65
Equity Value per share (€)	10.32

Fonte: Elaborazione Twice



Questa ricerca è prodotta da TWICE SIM S.p.A. Ai sensi dell'articolo 69 del regolamento Consob n. 11971/99 si evidenzia che, alla data di pubblicazione del presente studio, TWICE SIM S.p.A. ha un proprio specifico interesse riguardo all'emittente, agli strumenti finanziari ed alle operazioni finanziarie oggetto di analisi derivante dalla prestazione di servizi di finanza aziendale nonché dalla detenzione, di tempo in tempo, di posizioni lunghe o corte sullo strumento finanziario oggetto di analisi o dall'effettuazione di transazioni sullo stesso. La ricerca si basa su informazioni e dati ritenuti affidabili e provenienti dalla società oggetto di analisi o da altre fonti ritenute attendibili. La ricerca è divulgata a solo scopo informativo e pertanto non costituisce parte e non può in alcun modo essere considerata come offerta di vendita o di sottoscrizione o di scambio, o come sollecitazione di qualsiasi genere all'acquisto, alla sottoscrizione o allo scambio di strumenti finanziari o in genere all'investimento. TWICE SIM S.p.A. non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo della presente ricerca. In particolare TWICE SIM S.p.A., considerato anche che i rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri, non fornisce alcuna garanzia di raggiungimento degli obiettivi di investimento né assume alcuna responsabilità per eventuali inesattezze dei dati riportati e/o elaborati nella ricerca. E' vietata la riproduzione in tutto o in parte della presente ricerca senza previa autorizzazione scritta di TWICE SIM S.p.A.. La presente ricerca non è destinata e non dovrà essere in alcun modo trasmessa o comunque distribuita negli Stati Uniti, in Canada, in Australia ed in Giappone, e neppure in qualsiasi altro Paese nel quale la diffusione sia consentita solo previa autorizzazione da parte delle competenti autorità. TWICE SIM S.p.A. intende dare continuità alla copertura dello strumento finanziario oggetto del presente documento ed intende produrre nuove analisi in occasione della diffusione dell'informativa contabile periodica e degli eventi societari e di mercato, ritenuti rilevanti, che si verifichino nella sfera di attività dell'emittente. TWICE SIM S.p.A. ha adottato procedure interne idonee a garantire l'indipendenza dei propri analisti finanziari e che prescrivono loro adeguate regole comportamentali.