

Company Key Data	2003A	2004A	2005E	2006E
Revenues (€ mil)	44.1	44.7	52.1	60.8
EBITDA (€ mil)	3.1	4.9	6.0	7.6
EBIT (€ mil)	(3.2)	0.7	4.2	5.8
Net Income (€ mil)	(4.3)	1.8	3.3	5.3
Dividend Ord. (€)	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS adj (€)	(0.28)	0.64	0.43	0.69
EV/EBITDA (x)	20.1	11.9	10.9	8.1
P/E adj (x)	(31.8)	14.0	21.0	13.1

Fonte: dati societari, stime Banca Caboto s.p.a.

**Banca Caboto s.p.a. è specialist di Dmail.**

Company Data	Ords
N. of Shares (mil):	7.65
Market Price (€):	9.01
<b>Target Price (€):</b>	<b>10.85</b>
<b>Target Upside:</b>	<b>20%</b>
Previous Target (€):	4.30

Market Data	
Market Cap (€ mil)	58.1
Free Float (%)	50
12 m Hi/Lo (€)	9.12/2.43
Average Volumes ('000)	112.5

Other Info	
Sector	Retailing
Reuters Code	DMA.MI
Bloomberg Code	DMA IM
Mibtel Index	24,194

Performance (%)	Abs	Rel
1 month	12.1	14.7
3 months	60.7	56.0
12 months	218.6	200.7

**March 15, 2005**

Giulia Sartorelli +39 02 8021 2707  
giulia.sartorelli@caboto.it

## Ancora tante "idee utili" in mente

• Il 2004 è stato un anno importante per il gruppo Dmail. L'ingresso di nuovi soci di controllo e l'ulteriore recupero di marginalità ottenuto grazie alle politiche di cost cutting hanno dato un volto nuovo alla società. Di pochi giorni fa l'annuncio dell'accordo siglato con Cairo Communication finalizzato alla realizzazione di iniziative comuni sia nel business del media commerce che in quello dell'editoria. Cairo Communications entrerà anche nel capitale della Dmail con una quota pari al 10% che verrà acquistata entro luglio 2005 ad un corrispettivo pari a 5.8 €mil (7.6 € per azione).

• **Risultati 2004:** L'anno si è concluso in maniera positiva per Dmail che, come atteso, è riuscita già nel 2004 ha superare il target del 10% dell'EBITDA margin fissato per il 2005 raggiungendo l'11% di marginalità. Il fatturato complessivo ha registrato una crescita dell'1.5%, +6.7% like-for-like; la divisione media commerce è cresciuta del 9.3%, nonostante la CAT (38% del fatturato della divisione) abbia segnato un calo dell'1% vs +9.1% 2003/2002, mentre le revenue della divisione editoriale hanno segnato un calo del 12% a 13.3 € mil per il deconsolidamento di Bloomberg Investimenti ma +6.4% in termini di crescita organica. Raggiunto il break-even a livello di EBIT mentre la perdita a livello di pre-tasse si è ridotta oltre il 90%. L'iscrizione di poste differite attive per circa 2.5 € mil dovrebbe portare il risultato dell'anno per la prima volta in utile (circa 1.8 € mil).

• **Piano Industriale:** lo scorso dicembre sono state poi annunciate le linee guida del nuovo piano industriale che prevedono essenzialmente la semplificazione della struttura societaria, la cessione di asset immobiliari e partecipazioni non strategiche e l'incremento delle sinergie intragruppo. La prima operazione realizzata è stata il riacquisto delle minorities della parte editoriale avvenuta lo scorso gennaio, pagate 5.3 € mil mediante l'emissione di 1.2 mil di nuove azioni.

• Nonostante la forte crescita del titolo Dmail negli ultimi mesi riteniamo che ci sia ancora upside. La recente operazione con Cairo Communication apre di fatto nuovi scenari di sviluppo per Dmail che abbiamo deciso di incorporare solo parzialmente nelle nostre stime. Inoltre riteniamo che nel prossimo triennio la profittabilità del gruppo continui a migliorare e non sia esclusa l'ipotesi di distribuzione di un dividendo. Fair Value pari a 10.9 € per azione con raccomandazione che passa da Hold a **ADD**.

## Indice

<b>INVESTMENT CASE</b> .....	<b>3</b>
<b>VALUTAZIONE</b> .....	<b>5</b>
<b>ACCADIMENTI RECENTI</b> .....	<b>10</b>
<i>Accordo con Cairo Communication</i> .....	<i>10</i>
<i>Piano industriale 2005-2009</i> .....	<i>10</i>
<i>Acquisto minorities Gidemme</i> .....	<i>10</i>
<b>RISULTATI 2004 FY</b> .....	<b>11</b>

## Investment Case

Il 2004 è stato un anno importante per il gruppo Dmail. L'ingresso di **nuovi soci di controllo** e l'ulteriore **recupero di marginalità** ottenuto grazie alle politiche di cost cutting hanno dato un volto nuovo alla società. Negli ultimi mesi con l'approvazione del piano industriale sono state poi prese una serie di iniziative volte a far emergere il valore nascosto di alcuni asset e migliorare la gestione del business. I progetti di sviluppo decisi dal nuovo management intendono inoltre sfruttare maggiormente le connessioni tra i due business del gruppo, la vendita di prodotti "utili ed introvabili" ed l'editoria locale, tanto da ridenominare "media commerce" quello che era il business originale della Dmail, cioè la vendita a distanza.

### Risultati 2004

L'anno si è concluso in maniera positiva per Dmail che, come atteso, **è riuscita già nel 2004 a superare il target del 10% dell'EBITDA margin fissato per il 2005 raggiungendo l'11% di marginalità** (al di sotto delle nostre attese pari al 12%). Il fatturato complessivo ha registrato una crescita dell'1.5%, +6.7% like-for-like; la divisione media commerce cresciuta del 9.3%, nonostante la CAT (38% del fatturato della divisione) abbia segnato un calo dell'1% vs +9.1% 2003/2002, mentre le revenue della divisione editoriale hanno segnato un calo del 12% a 13.3 € mil per il deconsolidamento di Bloomberg Investimenti ma +6.4% in termini di crescita organica. Raggiunto il break-even a livello di EBIT mentre la perdita a livello di pre-tasse si è ridotta di oltre il 90%. L'iscrizione di poste differite attive per circa 2.5 € mil dovrebbe portare il risultato dell'anno per la prima volta in utile (circa 1.88 € mil).

### Ingresso di Cairo Communication nel capitale di Dmail

L'accordo di collaborazione raggiunto tra Dmail ed il gruppo Cairo Communication rappresenta, a nostro avviso, un elemento decisamente significativo il futuro sviluppo del gruppo. L'intesa prevede iniziative comuni sia nel settore dell'editoria locale che nel media commerce e vedrà **Cairo Communication acquisire dagli azionisti di controllo della Dmail il 10% del capitale entro luglio 2005** ad un prezzo di 7.6 € per azione, rispecchia uno sconto inferiore al 10% rispetto ai prezzi medi del mese precedente alla chiusura dell'accordo. Non essendo stati forniti ancora dettagli concreti sulle operazioni e le sinergie che verranno realizzate tra i due gruppi, abbiamo incorporato nelle nostre stime in maniera conservativa la sola possibilità che venga distribuito il catalogo Dmail assieme ai periodici del gruppo Cairo, ipotesi che riteniamo la più immediata e probabile.

### Piano Industriale 2005-2009 e Buy Back

Dmail lo scorso dicembre ha poi annunciato per la prima volta le linee guida del nuovo piano industriale che prevede: i) la semplificazione della struttura societaria; ii) la valorizzazione finalizzata ad una successiva cessione sia delle partecipazioni non core che dei alcuni asset immobiliari non strategici; iii) la riduzione dei costi operativi; iv) la creazione di una tesoreria accentrata di gruppo. Non è stato fornito, tuttavia, alcun tipo di target per il periodo di piano. Approvato in sede di piano anche un buy back sul 10% del capitale che, a nostro avviso, rappresenta essenzialmente un'opzione per il management per reperire carta da utilizzare in caso di acquisizioni (es. ulteriori testate locali).

### Acquisizione delle minorities della Gidienne

A gennaio Dmail ha poi portato a termine la prima operazione annunciata in sede di piano industriale con l'acquisto delle minorities della Gidienne (la holding del

gruppo editoriale a cui fanno capo le testate locali). Il 43% del capitale in mano agli azionisti di minoranza è stato acquisito attraverso un aumento di capitale di 5.63 € mil con l'emissione di 1.2 mil di azioni.

### **Valutazione**

Nonostante la forte crescita del titolo Dmail negli ultimi mesi riteniamo che ci sia ancora upside. Infatti la recente operazione con Cairo Communication apre di fatto nuovi scenari di sviluppo per Dmail che abbiamo deciso di incorporare solo parzialmente nelle nostre stime. Inoltre riteniamo che nel prossimo triennio la profittabilità del gruppo continui a migliorare e non sia esclusa l'ipotesi di distribuzione di un dividendo. Fair Value pari a 10.9 € per azione con raccomandazione che passa **da Hold a ADD**.

## Valutazione

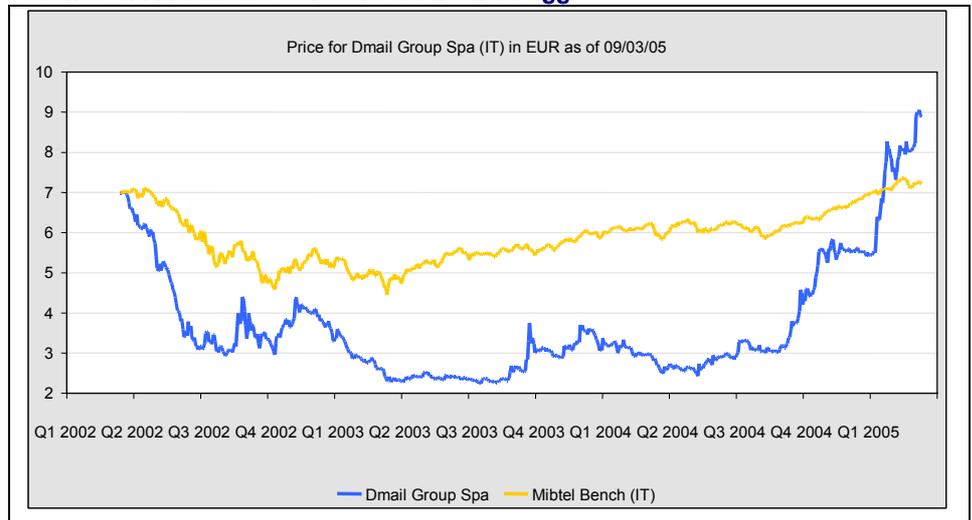
### **Nuovo management e recupero della marginalità alla base della performance del titolo**

Dal 2002, anno in cui la marginalità del gruppo si dimezzò, alla metà del 2004 il titolo Dmail ha sempre sottoperformato il mercato.

La ripresa dell'andamento del titolo nel 2H04 ha coinciso con l'ingresso del nuovo management e con il forte miglioramento dei conti del gruppo frutto degli interventi soprattutto sul lato costi effettuati nel 2003.

Dall'inizio dell'anno il titolo ha segnato un incremento di oltre il 50% sia in termini assoluti che relativi andando a chiudere il gap di performance segnato negli ultimi 3 anni. Riteniamo che ci sia ancora spazio per un ulteriore incremento del titolo, grazie essenzialmente alle potenzialità derivanti dall'ingresso di Cairo Communication nel gruppo.

**Grafico 1: Andamento del titolo dal 2002 ad oggi**



Fonte: JCF

Abbiamo aggiornato la nostra valutazione per tenere conto dei seguenti elementi:

- ipotesi di sviluppo del business legate all'ingresso di Cairo Communication
- operazione di acquisizione delle minorities di Gidiemme
- iscrizione dei crediti fiscali
- cessione degli immobili non strumentali
- impatto degli IAS
- aggiornamento dei dati al 2004 ed adeguamento del tasso free risk dal 4.25% al 4%.

**Fair Value pari a 10.9 € per azione**

Il nostro Fair value è pari a 10.9 € per azione

**Tabella 1: Dmail- Fair Value (€ mil)**

EV Core	61.1
EV Editoria	19.4
<b>TOTAL EV</b>	<b>80.5</b>
NFP04E	(0.7)
NPV cash in for 29% Dmail store	0.2
Minorities	(0.2)
Tax Asset & Real Estate Assets	3.2
<b>Equity</b>	<b>83.0</b>
N. of shares	7.7
<b>Fair Value per share</b>	<b>10.9</b>

Fonte: stime Banca Caboto s.p.a.

### **L'ingresso di Cairo Communication**

Rispetto al Fair Value di 7.9 € contenuto nell'ultimo report, abbiamo quantificato in 30% l'incremento di valore che deriva dall'accordo con Cairo Communication. Riteniamo, infatti, che le opportunità che si vengono a creare per il gruppo da una simile partnership siano decisamente significative e potrebbero dare al gruppo la possibilità sia di incrementare i propri ricavi che migliorare la profittabilità.

### **Acquisizione delle minorities della Gidienne**

Al momento dell'operazione l'impatto dell'acquisizione sul nostro fair value della Dmail era stato sostanzialmente neutrale. Infatti la valorizzazione leggermente superiore alle nostre stime del 43% della Gidienne (+7.6% vs ns attese) era stata compensata dall'aumento di capitale avvenuto ad un prezzo superiore alle nostre stime (4.69 €/sh).

### **Crediti di imposta**

Dmail dovrà iscrive in bilancio circa 5 € mil di credito di imposta relativi a 15 € mil di perdite pregresse. In via prudenziale nel 2004 dovrebbero essere iscritti solo la metà dei crediti, ma il costante miglioramento dei risultati del gruppo ci porta ad essere confidenti nell'iscrizione della rimanente quota ed ad inserire nella nostra valutazione il valore attuale di questo scudo fiscale.

### **Cessione immobili non strumentali**

Dmail intende, come annunciato nel piano, cedere 2 immobili non strumentali. Il valore di mercato stimato è di circa 1.5 € mil mentre il loro attuale valore di iscrizione è pari a circa 700,000 €. Nella nostra valutazione abbiamo considerato il valore di mercato degli immobili al netto delle tasse sulla plusvalenza implicita.

### **Impatto degli IAS**

I principali impatti degli IAS nel caso di Dmail riguarderanno l'eliminazione dell'ammortamento del goodwill e la rivalutazione del patrimonio immobiliare. L'effetto complessivo sul patrimonio netto dovrebbe essere di circa 10-12 € mil.

**Tabella 2: Ipotesi principali**

	<b>Media Commerce</b>	<b>Editoria</b>
<i>Free risk</i>	4.0%	4.0%
<i>Market Premium</i>	4.0%	4.0%
Beta	1.10	1.00
WACC	8.3%	5.6%
<i>Perpetual growth rate</i>	2.5%	2.0%

Fonte: elaborazioni Banca Caboto s.p.a.

**Tabella 3: FCF 2005E-2011E**

Media Commerce	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
EBIT	3.26	4.73	5.56	6.43	6.99	7.59	8.47
Depreciation / Amortization	1.10	1.01	1.05	0.99	1.00	0.99	0.66
Δ OWC	(1.15)	(1.34)	(0.43)	(0.43)	(0.31)	(0.32)	(0.34)
Capex	(0.71)	(0.73)	(0.76)	(0.78)	(0.81)	(0.83)	(0.86)
Taxes	(0.26)	(1.89)	(2.20)	(2.53)	(2.74)	(2.97)	(3.30)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>2.23</b>	<b>1.78</b>	<b>3.22</b>	<b>3.68</b>	<b>4.12</b>	<b>4.45</b>	<b>4.63</b>

Editoria	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
EBIT	0.94	1.11	1.23	1.31	1.36	1.37	1.52
Depreciation / Amortization	0.45	0.43	0.45	0.42	0.43	0.42	0.27
Δ OWC	(0.05)	0.12	(0.03)	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.05)
Capex	(0.42)	(0.46)	(0.47)	(0.48)	(0.49)	(0.50)	(0.51)
Taxes	(0.18)	(0.52)	(0.56)	(0.60)	(0.62)	(0.62)	(0.68)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>0.75</b>	<b>0.68</b>	<b>0.61</b>	<b>0.61</b>	<b>0.63</b>	<b>0.62</b>	<b>0.56</b>

Fonte: elaborazioni Banca Caboto s.p.a.

Per le stime di free cash flow della parte editoriale abbiamo previsto un miglioramento a partire dal 2006 grazie alle serie di iniziative che la società ha iniziato a mettere in atto già a partire dall'inizio di quest'anno essenzialmente rivolte a ridurre i tempi di pagamento e che dovrebbero portare l'incidenza del capitale circolante operativo dall'attuale 23% al 20.5%.

**Tabella 4: Sensitivity Media Commerce**

	WACC							
	5.31%	6.31%	7.31%	8.31%	9.31%	10.31%	11.31%	
1.50%	100.2	78.5	64.2	54.2	46.8	41.0	36.5	
2.00%	112.9	85.8	68.9	57.4	49.0	42.7	37.7	
<b>g</b> 2.50%	<b>130.1</b>	<b>95.0</b>	<b>74.5</b>	<b>61.1</b>	<b>51.6</b>	<b>44.6</b>	<b>39.1</b>	
3.00%	154.8	107.0	81.4	65.4	54.6	46.7	40.7	
3.50%	193.1	123.3	90.1	70.7	58.1	49.1	42.5	

Fonte: elaborazioni Banca Caboto s.p.a.

**Tabella 5: Sensitivity Editoria**

	WACC						
	4.09%	4.59%	5.09%	5.59%	6.09%	6.59%	7.09%
1.00%	23.9	20.5	17.9	15.9	14.2	12.9	11.8
1.50%	27.9	23.2	19.9	17.4	15.4	13.9	12.6
<b>g</b> 2.00%	<b>33.8</b>	<b>27.1</b>	<b>22.6</b>	<b>19.4</b>	<b>17.0</b>	<b>15.1</b>	<b>13.5</b>
2.50%	43.4	32.9	26.4	22.0	18.9	16.5	14.7
3.00%	61.8	42.2	32.0	25.7	21.5	18.4	16.1

Fonte: elaborazioni Banca Caboto s.p.a.

## Stime Caboto

### Impatti dell'accordo con Cairo

Abbiamo aggiornato le nostre stime alla luce dei risultati 2004 e della recente intesa raggiunta dal gruppo con Cairo Communication.

Poiché non sono ancora state rese note le iniziative che verranno realizzate in comune dai due gruppi, abbiamo incorporato nelle nostre stime solo l'operazione più semplice e la più probabile che potrebbe essere messa in atto, ovvero la distribuzione del catalogo Dmail assieme ai settimanali di Cairo Communication.

Nelle nostre previsioni abbiamo ipotizzato che a partire dalla seconda metà del 2005 con cadenza mensile venga allegato un catalogo al settimanale "Di Più" che vende oltre 900,000 copie alla settimana. Ciò significa incrementare in maniera significativa la distribuzione del catalogo prodotti con un incremento dei costi poco significativo visto che gli altri cataloghi sono stati spediti fino ad oggi via posta. Anche ipotizzando un'incidenza del numero di ordini rispetto ai cataloghi distribuiti leggermente inferiore all'attuale 4.6%, otteniamo un miglioramento del fatturato della divisione di oltre il 30% per i prossimi anni. Dal punto di vista della marginalità, otteniamo invece un incremento di circa 2 p.p. dell'EBITDA margin 06 grazie alla notevole riduzione dei costi di distribuzione. Tale aspetto mette in luce

**Impatti del dollaro sulla  
marginalità della  
divisione Media**

come quelle che sono le potenzialità dell'accordo tra Dmail e Cairo Communication e che conservativamente non sono state incorporate totalmente nelle nostre stime. Per il 2005 abbiamo preferito mantenere un approccio prudente ed ipotizzare che l'incremento della marginalità sia più contenuto mentre nel 2006-2007 ci sia un'accelerazione maggiore.

Nel 2004 circa il 60% dei costi relativo all'acquisto prodotti (47% dei costi totali della divisione) è stato effettuato in dollari. L'ulteriore apprezzamento dell'euro atteso per il 2005 dovrebbe, quindi, giovare alla marginalità della divisione riducendo di circa 1p.p l'incidenza di questo tipo di costo sulle vendite.

**Tabella 6: Stime Divisione Media Commerce 2005-2010**

	2004	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	CAGR05-08
Mail-order sales	12.3	17.9	25.5	27.5	29.5	31.1	32.7	33.9%
Stores	16.5	18.1	18.9	19.6	20.2	20.6	21.1	7.0%
Other	2.3	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	-8.9%
<b>Total Revenues</b>	<b>31.1</b>	<b>38.0</b>	<b>46.2</b>	<b>48.9</b>	<b>51.5</b>	<b>53.5</b>	<b>55.5</b>	18.3%
<b>EBITDA</b>	<b>3.6</b>	<b>4.6</b>	<b>5.9</b>	<b>6.8</b>	<b>7.6</b>	<b>8.2</b>	<b>8.8</b>	28.7%
<i>EBITDA margin</i>	11.5%	12.0%	12.9%	13.9%	14.8%	15.3%	15.8%	
<b>EBIT</b>	<b>0.0</b>	<b>3.3</b>	<b>4.7</b>	<b>5.6</b>	<b>6.4</b>	<b>7.0</b>	<b>7.6</b>	n.m.
<i>EBIT margin</i>	0.1%	8.6%	10.2%	11.4%	12.5%	13.1%	13.7%	

Fonte: elaborazioni Banca Caboto s.p.a.

**Editoria locale**

Nella divisione editoriale abbiamo assunto una crescita della pubblicità locale del 3% CAGR 05-08 mentre la crescita del fatturato da circulation raggiungere quasi il 4%. L'EBITDA margin dovrebbe ottenere un ulteriore leggero miglioramento grazie alle politiche di contenimento dei costi.

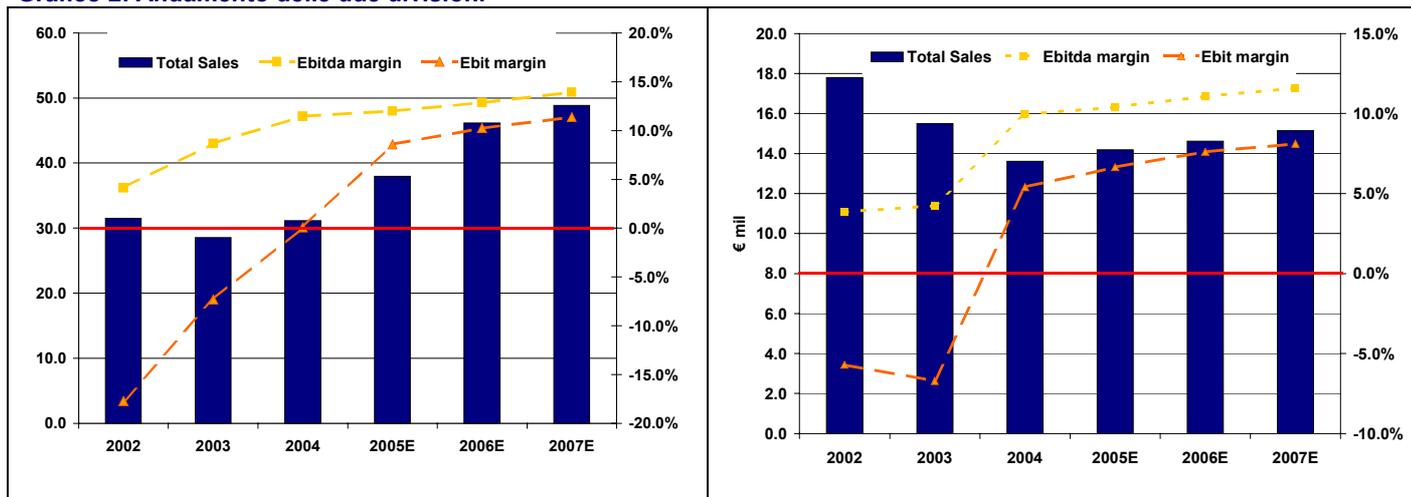
L'alleanza con Cairo prevede iniziative comuni anche per questa divisione che però, non essendo note né facilmente ipotizzabili, non sono incluse nelle nostre stime.

**Tabella 7: Stime Divisione Editoriale 2005-2010**

	2004	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	CAGR05-08
Circulation	4.01	4.09	4.13	4.45	4.46	4.46	4.47	3.6%
Adverstiment & Others	9.32	9.79	10.18	10.38	10.59	10.80	11.02	4.3%
<b>Total Revenues</b>	<b>13.61</b>	<b>14.18</b>	<b>14.62</b>	<b>15.15</b>	<b>15.36</b>	<b>15.57</b>	<b>15.79</b>	4.1%
<b>EBITDA</b>	<b>1.35</b>	<b>1.48</b>	<b>1.62</b>	<b>1.76</b>	<b>1.81</b>	<b>1.86</b>	<b>1.86</b>	10.1%
<i>Ebitda margin</i>	9.9%	10.4%	11.1%	11.6%	11.8%	11.9%	11.8%	
<b>EBIT</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	21.1%
<i>Ebit margin</i>	5.4%	6.6%	7.6%	8.1%	8.5%	8.7%	8.7%	

Fonte: elaborazioni Banca Caboto s.p.a.

Grafico 2: Andamento delle due divisioni



Fonte: dati societari, elaborazioni Banca Caboto s.p.a.

## Accadimenti recenti

---

### Accordo con Cairo Communication

Ad inizio marzo Dmail ed il gruppo Cairo Communication hanno raggiunto un accordo di collaborazione che prevede iniziative comuni sia nel settore dell'editoria locale che nel media commerce.

Cairo Communication è un gruppo attivo nel settore della comunicazione che fattura oltre 180 € mil ed opera essenzialmente in 3 aree di business:

- I. **Vendita di spazi pubblicitari** su diversi mezzi (televisione commerciale, televisione digitale a pagamento, stampa, ed Internet). Nel 2004 realizzati da questa divisione 29 € mil di fatturato.
- II. **Edizione di periodici, libri e contenuti elettronici.** Tra i periodici figurano Di Più (il secondo per circulation in Italia), Di Più TV, gli editoriali Mondadori (Airone, Antiquariato, ecc). Nel 2004 realizzati da questa divisione 50 € mil di fatturato.
- III. **Directories.**

Nell'accordo è poi previsto che Cairo Communication entri, nel capitale della Dmail con una quota pari al 10% che verrà acquisita entro luglio 2005 ad un prezzo di 7.6 € per azione, valore che rispecchia uno sconto inferiore al 10% rispetto ai prezzi medi del mese precedente alla chiusura dell'accordo.

### Piano industriale 2005-2009

Dmail lo scorso dicembre ha annunciato per la prima volta le linee guida del nuovo piano industriale. I principali interventi riguardano:

- la semplificazione della struttura societaria;
- la valorizzazione finalizzata ad una successiva cessione sia delle partecipazioni non core che dei alcuni asset immobiliari non strategici;
- la riduzione dei costi operativi;
- la creazione di una tesoreria accentrata di gruppo.

La società non ha però fornito target quantitativi per il periodo di piano.

### Acquisto minorities Gidemme

Gidemme è la holding del gruppo editoriale (a cui fanno capo le testate locali) che era controllata dalla Dmail Srl con il 57% del capitale ordinario.

Il riacquisto delle minorities deciso alla fine del 2004 è avvenuto attraverso un aumento di capitale riservato ai soci di minoranza pari a 5.63 € mil:

- Azioni emesse: 1.2 mil
- Valore per azione: 2 € per azione + 2.6923 € per azione di sovrapprezzo.

L'operazione rientrava nel piano di semplificazione della struttura societaria annunciato in sede di piano industriale.

## Risultati 2004 FY

Il 2004 si è concluso in maniera positiva per Dmail che, come atteso, è riuscita già nel 2004 a superare il target del 10% dell'EBITDA margin fissato per il 2005.

### Fatturato

Il fatturato ha registrato una crescita dell'1.5%, +6.7% like-for-like (cessione della tesata Bloomberg a febbraio del 2004).

La componente media commerce è cresciuta del 9.3%, nonostante la CAT (38% del fatturato della divisione) abbia segnato un calo dell'1% vs +9.1% 2003/2002, attribuibile in parte alle condizioni climatiche avverse che hanno limitato la domanda di alcuni prodotti (es. Condizionatori). Non sono stati forniti dettagli sul resto della divisione; secondo le nostre stime la crescita dovrebbe essere stata guidata essenzialmente dal segmento vendite a distanza che dovrebbero aver sfiorato un incremento del 10%. Anche la vendita attraverso i negozi di proprietà dovrebbe aver registrato un leggero incremento (+15.4%YoY) nonostante la chiusura di un punto vendita grazie all'ottima performance delle vendite natalizie.

La divisione editoriale like-for-like ha registrato una crescita del 6.4% a 13.3 € mil.

**Tabella 8: Risultati 2004A**

<b>Income Statement</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>% growth rate</b>	<b>4Q03</b>	<b>4Q04</b>	<b>% growth rate</b>
<b>Mail-order sales</b>	<b>10.8</b>	<b>12.3</b>	<b>13.3%</b>	<b>3.2</b>	<b>3.6</b>	<b>13.8%</b>
<i>% on value of production</i>	<i>24.6%</i>	<i>27.5%</i>		<i>23.6%</i>	<i>27.1%</i>	
<b>Stores</b>	<b>16.0</b>	<b>16.5</b>	<b>3.3%</b>	<b>5.4</b>	<b>5.2</b>	<b>-4.6%</b>
<i>% on value of production</i>	<i>36.2%</i>	<i>36.9%</i>		<i>39.9%</i>	<i>38.5%</i>	
<b>Publishing</b>	<b>14.6</b>	<b>13.3</b>	<b>-8.7%</b>	<b>4.2</b>	<b>3.7</b>	<b>-11.5%</b>
<i>% on value of production</i>	<i>33.1%</i>	<i>29.8%</i>		<i>31.2%</i>	<i>28.0%</i>	
<b>Others</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>108.5%</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>-74.4%</b>
<i>% on value of production</i>	<i>0.5%</i>	<i>1.0%</i>		<i>0.6%</i>	<i>0.1%</i>	
<b>Sales</b>	<b>41.6</b>	<b>42.6</b>	<b>2.2%</b>	<b>12.9</b>	<b>12.6</b>	<b>-2.7%</b>
Other revenues	2.4	2.2	-10.3%	0.6	0.8	28.9%
<b>Total Revenues</b>	<b>44.1</b>	<b>44.7</b>	<b>1.5%</b>	<b>13.6</b>	<b>13.4</b>	<b>-1.2%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3.1</b>	<b>4.9</b>	<b>57.3%</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>	<b>17.8%</b>
<b>EBITDA margin</b>	<b>7.1%</b>	<b>11.0%</b>		<b>11.1%</b>	<b>13.2%</b>	
<b>Total depreciations and amort.</b>	<b>(6.3)</b>	<b>(4.2)</b>		<b>(2.1)</b>	<b>(1.3)</b>	
<b>EBIT</b>	<b>(3.2)</b>	<b>0.7</b>	<i>n.m.</i>	<b>(0.6)</b>	<b>0.5</b>	<i>n.m.</i>
<b>EBIT margin</b>		<b>2%</b>			<b>4%</b>	
Financial Write off/on	(0.0)	(0.1)		(0.0)	0.1	
Net financial income	(0.7)	(0.4)		(0.2)	(0.0)	
Extraordinary Items	(0.4)	(0.6)		(0.2)	(0.3)	
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>(4.2)</b>	<b>(0.3)</b>	<i>n.m.</i>	<b>(1.0)</b>	<b>0.2</b>	<i>n.m.</i>

NM: not meaningful Fonte: Dati societari, elaborazioni Banca Caboto s.p.a.

### Margini

L'EBITDA margin dell'anno è migliorato di oltre 3 p.p. grazie al contenimento dei costi ed al deconsolidamento di Bloomberg che nel 2003 perdeva circa 800,000 €. Raggiunto poi il break-even a livello di EBIT mentre la perdita a livello di pre-tasse si è ridotta oltre il 90%.

<b>DMAIL GROUP</b>							<b>Mar 15, 05</b>
Sector:	<b>Retail</b>			Mkt Price (€)	Target (€)	Rating	
Datatype:	<b>Industrial</b>		Ordinary	<b>9.01</b>	<b>10.85</b>	<b>ADD</b>	
REUTERS CODE	<b>DMA.MI</b>						
<b>Values per Share (€)</b>	<b>2001A</b>	<b>2002A</b>	<b>2003A</b>	<b>2004A</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	
No. Ordinary Shares (mil)	7	7	7	6	8	8	
No. NC Saving/Preferred Shares (mil)	-	-	-	-	-	-	
Total No. of Equivalent Shares (mil)	7	7	7	6	8	8	
EPS Adjusted	(1.02)	(0.72)	(0.28)	0.64	0.43	0.69	
CFPS	(0.42)	0.19	0.30	0.93	0.67	0.91	
BVPS	5.10	3.95	3.31	3.62	5.51	6.20	
Dividend Ord	-	-	-	-	-	-	
Dividend SAV Nc	-	-	-	-	-	-	
<b>Income Statement (€ mil)</b>	<b>2001A</b>	<b>2002A</b>	<b>2003A</b>	<b>2004A</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	
Sales	28.2	49.3	44.1	44.7	52.1	60.8	
EBITDA	(3.3)	2.0	3.1	4.9	6.0	7.6	
EBIT	(8.7)	(6.6)	(3.2)	0.7	4.2	5.8	
Pretax Income	(7.8)	(7.7)	(4.2)	(0.3)	3.8	5.8	
Net Income	(8.1)	(7.4)	(4.3)	1.8	3.3	5.3	
Adj. Net Income	(6.7)	(4.7)	(1.8)	4.1	3.3	5.3	
<b>Cash Flow (€ mil)</b>	<b>2001A</b>	<b>2002A</b>	<b>2003A</b>	<b>2004A</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	
Net Income before Minorities	(8.6)	(8.0)	(5.3)	1.9	3.5	5.3	
Depreciation and Provisions	5.4	8.6	6.3	4.2	1.8	1.7	
Change in Working Capital	(7.6)	0.6	(1.5)	2.0	(1.3)	(1.3)	
Operating Cash Flow	(10.8)	1.2	(0.5)	8.0	4.0	5.8	
Capital Expenditure + IAS Adj	(8.6)	(4.7)	(0.7)	(1.0)	(15.2)	(1.2)	
Other (uses of Funds)	0.7	1.1	1.1	(0.2)	(0.0)	0.6	
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(18.7)</b>	<b>(2.4)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>6.8</b>	<b>(11.2)</b>	<b>5.2</b>	
Dividends and Equity Changes + IAS Adj	8.1	0.1	0.4	(0.0)	15.5	(0.0)	
<b>Net Cash Flow</b>	<b>(10.6)</b>	<b>(2.3)</b>	<b>0.4</b>	<b>6.8</b>	<b>4.3</b>	<b>5.2</b>	
<b>Balance Sheet (€ mil)</b>	<b>2001A</b>	<b>2002A</b>	<b>2003A</b>	<b>2004A</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	
<b>Net Capital Employed</b>	<b>36.5</b>	<b>31.6</b>	<b>25.9</b>	<b>24.0</b>	<b>38.9</b>	<b>39.3</b>	
of which Associates	-	-	-	-	-	-	
Net Debt (Cash)	2.3	5.2	4.4	0.7	(3.4)	(8.3)	
Minorities	1.1	0.7	(0.0)	0.0	0.1	0.2	
Net Equity	33.1	25.7	21.5	23.3	42.2	47.4	
<i>Market Cap</i>	59	59	58.6	58.1	68.9	68.9	
Enterprise Value (*)	63	65	63	59	66	61	
<b>Stock Market Ratios</b>	<b>2001A</b>	<b>2002A</b>	<b>2003A</b>	<b>2004A</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	
P/E adj	-8.8x	-12.5x	-31.8x	14.0x	21.0x	13.1x	
P/CEPS	-21.7x	46.5x	29.9x	9.7x	13.5x	9.8x	
P/BVPS	1.8x	2.3x	2.7x	2.5x	1.6x	1.5x	
Dividend Yield (%ord)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
Dividend Yield (%sav)							
EV/Sales	2.2x	1.3x	1.4x	1.3x	1.3x	1.0x	
EV/EBITDA	-18.9x	32.8x	20.1x	11.9x	10.9x	8.1x	
EV/EBIT	-7.2x	-9.9x	-19.9x	78.7x	15.7x	10.4x	
EV/CE	1.7x	2.1x	2.4x	2.4x	1.7x	1.5x	
D/EBITDA	-0.7x	2.6x	1.4x	0.1x	-0.6x	-1.1x	
D/EBIT	-0.3x	-0.8x	-1.4x	0.9x	-0.8x	-1.4x	
<b>Profitability &amp; Financial Ratios</b>	<b>2001A</b>	<b>2002A</b>	<b>2003A</b>	<b>2004A</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	
EBITDA Margin (%)	-11.8%	4.0%	7.1%	11.0%	11.6%	12.4%	
EBIT Margin (%)	-30.9%	-13.4%	-7.2%	1.7%	8.1%	9.6%	
Tax Rate (%)	-9.5%	-3.8%	-25.4%	647.3%	9.3%	7.5%	
Net Income Margin (%)	-28.7%	-14.9%	-9.8%	4.1%	6.3%	8.7%	
ROE (%)	-24.4%	-28.6%	-20.1%	7.8%	7.8%	11.1%	
Debt/Equity Ratio	0.1	0.2	0.2	0.0	(0.1)	(0.2)	
<b>Growth</b>	<b>2001A</b>	<b>2002A</b>	<b>2003A</b>	<b>2004A</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	
Sales (%)	NA	75.0%	-10.6%	1.5%	16.5%	16.6%	
EBITDA (%)	NA	160.0%	57.3%	57.3%	22.4%	25.3%	
EBIT (%)	NA	24.0%	52.3%	123.7%	462.1%	38.9%	
Pretax Income (%)	NA	1.8%	45.3%	91.9%	1218.9%	51.1%	
Net Income (%)	NA	9.1%	41.1%	141.9%	81.3%	60.5%	
Adj. Net Income (%)	NA	29.7%	60.7%	324.8%	-20.6%	60.5%	

Source: Company data, Banca Caboto s.p.a. estimates

“Il presente documento è stato redatto da Banca Intesa S.p.A. (“Banca Intesa”) in nome e per conto di Banca Caboto S.p.A. (“Caboto”) società interamente posseduta da Banca Intesa, Capogruppo del Gruppo Intesa (il “Gruppo”), in adempimento del contratto di specialist sottoscritto con la società Dmail Group. Il presente studio è distribuito da Caboto ed Intesatrade ad operatori qualificati e non, a partire dal giorno stesso del suo deposito presso la Consob, ed è reso disponibile alle società del Gruppo, che potranno metterlo a disposizione dei propri clienti, anche non operatori qualificati, in ragione dei preventivi accordi e del preventivo assenso di Banca Intesa e Caboto”. Banca Intesa intende dare continuità nella copertura dello strumento finanziario oggetto del presente studio con frequenza coerente con la tempistica dell’informativa contabile periodica e di ogni evento eccezionale che si verifichi nella sfera di attività dell’emittente. Costituiscono canali di diffusione la posta cartacea, la posta elettronica ed i siti internet di Banca Intesa, di Caboto e di Intesatrade. Le informazioni fornite e i dati qui contenuti sono tratti da informazioni fornite al pubblico dalle società oggetto del presente studio (le “Società”), o da notizie altrimenti pubbliche e si riferiscono alla data del presente documento.

Le stime e le opinioni espresse costituiscono giudizi del Servizio Studi di Banca Intesa e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Banca Intesa, Caboto e IntesaTrade SIM S.p.A. possono detenere titoli di alcune delle società oggetto del presente studio (le “Società”). Banca Intesa e Caboto possono essere in rapporto di controllo o di partecipazione rilevante, sia direttamente che indirettamente, con le “Società” e 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.

Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede; in nessun caso si potrà ritenere che siano state rilasciate attestazioni o garanzie, esplicite o implicite, in merito alla loro attendibilità, completezza o correttezza. La società, i dirigenti, i rappresentanti o i dipendenti del Gruppo non assumono alcuna responsabilità per eventuali danni – diretti o indiretti, patrimoniali e non – derivanti dall’uso delle informazioni qui riportate. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un’offerta acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Il presente documento 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.”

#### Ufficio Studi Azionario

Marco Pisanti	+39 02 8021 5608
Luca Bacoccoli	+39 02 8021 5026
Monica Bosio	+39 02 8021 2725
Ester Brizzolara	+39 02 8021 5984
Andrea Crepaz	+39 02 8021 5643
Fabio Iannelli	+39 02 8021 2724
Alessandro La Scalia	+39 02 8021 5645
Manuela Meroni	+39 02 8021 5937
Gian Luca Pacini	+39 02 8021 2971
Alessandra Panella	+39 02 8021 5614
Fabio Picardi	+39 02 8021 2972
Roberto Ranieri	+39 02 8021 5011
Mauro Rilasciati	+39 02 8021 5688
Giulia Sartorelli	+39 02 8021 2707

#### Analisi Tecnica e Quantitativa

Emanuele Cecere	+39 02 8021 5546
-----------------	------------------

#### Research Assistants & Distribution

Cinzia Bovina	+39 02 8796 2823
Elena Giordano	+39 02 8796 2071

#### Clienti Banche Italiane

Sergio Francolini	+39 02 8021 5859
Stefania Capra	+39 02 8021 5449
Laura Costa	+39 02 8021 5888
Paolo Masa	+39 02 8021 5791

#### Clienti Esteri e Istituzioni Italiane

Fabio Ferrando	+39 02 8021 5621
Pierre-Henry Castellano	+39 02 8021 5406
Carlo Cavalieri	+39 02 8021 2722
Roberto Mozzi	+39 02 8021 5857
Massimo Profaizer	+39 02 8021 5886
Stefania Porri	+39 02 8021 5557
Laura Spinella	+39 02 8021 5782
Daniela Stucchi	+39 02 8021 5708
Luca Scardillo	+39 02 8021 5677
Paolo Sturlese	+39 02 8021 5517

#### Securities Lending

Gustavo Nieves	+39 02 8021 5370
----------------	------------------

#### Corporate Brokerage

Daniilo Brusa	+39 02 8021 5917
Fabrizio Speroni	+39 02 8021 5894

#### Sales Trading Italia e Estero

Roberto Gussoni	+39 02 8021 5929
Lorenzo Pennati	+39 02 8021 5647
Stefano Rivarola	+39 02 8021 5420
Mark Wilson	+39 02 8021 2758

#### Electronic Brokerage and Client Connectivity

Insaf Amry	+39 02 8021 5897
------------	------------------