

31 dic	2001A	2002E	2003E	2004E
Ricavi (€ mil)	35.5	49.4	46.6	48.2
EBITDA (€ mil)	4.0	2.0	2.2	2.5
EBIT (€ mil)	(1.3)	(6.6)	(3.1)	(2.3)
EBIT Adj (€ mil)	0.1	(4.2)	(0.9)	(0.0)
Utile Netto (€ mil)	(0.7)	(7.3)	(4.2)	(3.3)
EV/Sales	0.5	0.4	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.2	5.2	12.4	11.2
EPS Adj (€)	0.1	(0.7)	(0.3)	(0.1)

Fonte: dati societari, stime Caboto SIM Spa

## Marginalità e Scissione i veri key issue

<b>Raccomandazione</b>	<b>HOLD</b>	
<b>Target Price</b>		
Prezzo ord (21/05/2003)	€2.389	
Settore	Retail/Internet	
Reuters	DMA.MI	
Bloomberg	DMA IM	
Indice Numtel	1168	
Capitalizz. (€ mil)	15	
N. azioni (mil) ord	6.5	
Flottante	54.3%	
<i>Principale azionista</i>		
Banfort Lda	43.4%	
Smalg Spa	2.3%	
BVPS 2002E (€)	4.0	
P/BVPS	0.6	
12 m Max/Min (€)	2.20/10.18	
Volumi medi (30gg)	34.3	
Tasso di cambio	US\$/€ 1.1689	
<i>Performance relativa Indice Numtel</i>		
1 m	3 m	12 m
5.4%	-12.3%	-9.7%

CABOTO SIM SPA E' SPECIALIST DELLA SOCIETA' OGGETTO DEL PRESENTE STUDIO.

**22 Maggio 2003**

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

- D-Mail ha recentemente comunicato i risultati del 1Q03. Dopo un 2002 difficile, che si è chiuso con un calo dell'EBITDA di circa il 37% (2 € mil) ed una perdita di 7.7 € mil, il 1Q03 non ha mostrato l'atteso recupero di marginalità. Rispetto al 1Q02 il fatturato è sceso dell'11% a 10.8 € mil mentre l'EBITDA ha registrato una riduzione del 40% (EBITDA margin sceso allo 0.8% da 1.1% del 1Q02), risultati che sono la conseguenza delle difficoltà della parte core (-20% il fatturato ed EBITDA a -0.16 € mil). Positivo, invece, l'andamento della parte editoriale che, nonostante il calo di fatturato, è riuscita a chiudere con un EBITDA margin del 5.7% vs 3% FY2002. Leggermente ridotta la perdita a livello di EBIT consolidato, -1.5 € mil rispetto ai -1.7 € mil del 1Q02 e di utile pre-tasse (-1.52 € mil vs -1.75 € mil del 1Q02). E' sensibilmente migliorata la NFP, da -5.1 € mil a -4.8 € mil.
- La società ha annunciato nei mesi scorsi l'intenzione di procedere entro il 2003 ad una scissione proporzionale della parte editoriale al fine di aumentarne la visibilità sul mercato. Giudichiamo positivamente tale scelta che rende la parte media decisamente interessante per soggetti coinvolti nel business dei media ovvero intenzionati a quotarsi.
- Alla luce dei risultati ottenuti dalla società nell'ultimo anno abbiamo significativamente rivisto al ribasso le nostre stime di crescita, in particolare per la parte core. La valutazione SOP ci conduce ad assegnare a D-Mail Group un fair value di 2.4 € per azione, senza considerare alcun premio per un eventuale acquisizione della parte media. Ribadiamo quindi la nostra raccomandazione di **HOLD** in attesa di verificare se nel 2Q03 avvenga l'atteso miglioramento dei margini della parte core e venga confermata la tempistica per la scissione della parte editoriale.

## Investment Opinion

---

### ***I risultati 2002 e 1Q03 risentono del negativo andamento della parte core***

I risultati degli ultimi trimestri di D-Mail non sono stati entusiasmanti a livello di Gruppo, influenzati negativamente dall'andamento della parte tradizionale (vendita dei prodotti D-Mail). Già nel corso del 2002 si era evidenziata la maggiore debolezza della parte core rispetto alla parte editoriale: la divisione tradizionale, infatti, a fronte di un lieve incremento del fatturato (+5%) aveva registrato un drastico calo della marginalità (-57%EBITDA 02 rispetto al 2001) a seguito di una serie di problemi nella gestione dei costi logistici e di spedizione dei prodotti. Nel 1Q03 la situazione non è affatto migliorata, con un fatturato in calo di circa il 20% YoY ed un EBITDA negativo. Inoltre, riguardo alle controllate straniere, l'attività in Portogallo ha recentemente subito un certo rallentamento dopo l'exploit degli inizi mentre l'ingresso in Spagna si è rivelato meno agevole del previsto.

### ***Editoria: margini in crescita e progetto di scissione***

Contrariamente alla parte tradizionale, la divisione editoriale è riuscita a conseguire negli ultimi trimestri un incremento della propria marginalità, sebbene la crisi del mercato pubblicitario e le minori vendite delle testate finanziarie abbiano causato un sensibile calo del fatturato. Inoltre la divisione è attualmente interessata, secondo quanto annunciato dalla società nei mesi scorsi, da un progetto di scissione proporzionale. Giudichiamo positivamente una simile operazione, potenzialmente in grado di aumentare la visibilità della divisione e di valorizzarla (finora forse eccessivamente sottovalutata dal mercato), nonché renderla un target appetibile per operatori interessati al network locale, oltretutto già quotato. A questo riguardo già nell'ultimo mese erano circolate indiscrezioni circa un possibile interesse da parte della società HDC per la parte editoriale, notizia su cui non è stato fornito alcun commento ufficiale da parte della D-Mail. Riguardo ai tempi, tuttavia, la società non è per ora in grado di fornire indicazioni precise.

### ***Prospettive per il 2003***

Per il 2003 le prospettive dei consumi rimangono deboli mentre l'editoria risente di un mercato pubblicitario stagnante. Riguardo al core business, ci attendiamo una contrazione delle sales (-6% la nostra stima per il 2003) ed un recupero dei margini nella seconda parte dell'anno che dovrebbe consentire alla società di chiudere in linea con il 2002. Per ciò che concerne l'editoria locale, business sostanzialmente stabile, il positivo andamento registrato dalla pubblicità commerciale locale (che nel 2002 si è mantenuto comunque in crescita nonostante la decisa contrazione degli investimenti in pubblicità, +2.4% la locale vs -3.5% del mercato) potrebbe iniziare a mostrare i primi segnali di rallentamento.

### ***Revisione al ribasso delle stime sulla parte core***

In base ai risultati del 2002 e del 1Q03 abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime rispetto all'ultimo report, in particolare sotto il profilo della marginalità del core business, ipotizzando un recupero più lento (CAGR02/05 EBITDA 6.8%). La parte core ha, infatti, assistito nel 1Q03 ad un calo del fatturato che si è andato ad aggiungere ad un peggioramento della marginalità dovuto in parte all'andamento delle controllate straniere, in parte al mancato recupero di marginalità nei negozi di proprietà.

***Difficoltà della società  
nella comunicazione  
con il mercato***

Sebbene la società abbia compiuto notevoli progressi nella disclosure e nel livello di dettaglio dei propri bilanci, riteniamo che la comunicazione con il mercato rimanga tuttavia ancora non pienamente soddisfacente.

***Giudizio e  
raccomandazione***

La nostra valutazione ottenuta attraverso una SOP ci conduce ad un fair value di 2.4 € per azione. Il titolo sta attualmente trattando in linea con il nostro fair value per cui ribadiamo la nostra raccomandazione di HOLD.

## Valutazione

**Dalla SOP otteniamo un valore di 2.4 €/sh**

La decisione del management di fornire lo spaccato delle due divisioni ci ha consentito di modificare la nostra metodologia di valutazione, da un semplice DCF sul consolidato ad una SOP. Dalla somma dell'equity value della parte core e di quella editoriale otteniamo un valore di 2.4€/per share.

**Tabella 1: D-Mail Group - SOP**

Equity Core	7.0
Equity Publishing	8.4
<b>TOTAL EQUITY</b>	<b>15.3</b>
Number of shares	6.5
<b>Value per share</b>	<b>2.4</b>

Fonte: elaborazioni Caboto SIM Spa

## Valutazione del Core Business

**Il DCF conduce ad un Fair Value del Core Business pari a 1.1 € per azione**

Alla luce dei recenti risultati del gruppo abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime, ipotizzando un recupero più lento della marginalità nella parte core. Finché, infatti, non migliorerà la situazione delle controllate estere ed in generale l'efficienza gestionale, non ci attendiamo un rapido ritorno alla marginalità degli anni scorsi.

Fondamentale per il miglioramento dell'EBITDA saranno:

- La marginalità nei negozi di proprietà dove non è ancora stato raggiunto il break-even;
- La tenuta del Portogallo (il cui andamento è leggermente calato negli ultimi due trimestri);
- L'andamento dell'attività in Spagna, dove il Gruppo sta incontrando maggiori difficoltà del previsto.

**Tabella 2: D-Mail Group –FCF 2003-2009 e TV**

(€ mil)	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	TV
EBIT	(2.5)	(0.2)	0.0	0.2	1.6	1.5	1.4	
Amortization & Depreciation	3.8	1.9	1.7	1.8	0.5	0.7	0.8	
Δ in OWC	0.3	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	
Operating net capex	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(0.7)	
Tax on operating profit	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.8)	(0.7)	(0.7)	
<b>FREE CASH FLOWS</b>	<b>1.3</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>6.9</b>

Fonte: elaborazioni Caboto SIM Spa

In merito ai FCF, l'andamento non lineare dipende da due ordini di fattori: da un lato l'ammortamento del goodwill che dovrebbe esaurirsi nel 2007, dall'altro la maggiore pressione fiscale a partire dal 2006 quando verrebbe esaurirsi l'effetto positivo delle perdite pregresse.

**Tabella 3: D-Mail Group –Calcolo del WACC**

Risk-free rate	4.3%
Debt spread	1.7%
Mkt. risk premium	4.0%
Beta	1.1
Cost of equity	8.8%
Cost of debt (net of taxes @ 34%)	3.9%
Debt /(Debt+Equity)	6.0%
<b>WACC</b>	<b>8.5%</b>

Fonte: elaborazioni Caboto SIM Spa

**Tabella 4: D-Mail Group –Value per share del core business**

NPV Cash Flow 02-09	4.3
NPV TV	4.0
NFP of core business	(1.4)
Minorities & Associates	-
<b>Equity Value</b>	<b>7.0</b>
N. shares	6.5
<b>Value per share</b>	<b>1.1</b>

Fonte: elaborazioni Caboto SIM Spa

## Valutazione del Publishing

*Fair Value dalla parte  
Publishing pari a 1.2 €  
per azione*

Per la valutazione del publishing abbiamo utilizzato un DCF based model, assumendo un valore normalizzato dei OFCF per le due aree (editoria locale ed editoria finanziaria) ed utilizzando la formula della rendita perpetua. Al netto delle minority otteniamo un valore complessivo dell'Equity pari a 8.0 € mil, equivalente a 1.2 € per azione. Deve essere sottolineato che la valutazione non tiene per il momento in considerazione l'eventuale premio che verrebbe pagato qualora, a seguito dello spin-off, la parte editoriale dovesse essere ceduta.

**Tabella 5: D-Mail Group –FCF 2003-2009 e TV**

(€ mil)	FCF	Tasso di attualizzazione	% di controllo	Equity
Editoria locale	0.47	4.6%	57%	5.9
Bloomberg	0.20	4.8%	50%	2.1
Investimenti				
<b>Totale</b>				<b>8.0</b>

Fonte: elaborazioni Caboto SIM Spa

## Financials

### Risultati 2002

**Risultati 2002: leggera crescita del core business ma margini in forte calo**

Il 2002 è stato un anno delicato per D-Mail, in cui il deciso calo della marginalità ha portato il Gruppo a chiudere con una perdita netta pari a – 7.7 € mil. Dal nostro punto di vista i risultati si sono mostrati in linea con le nostre stime sul fronte del fatturato mentre sono stati deludenti dal punto di vista della marginalità: le nostre attese erano, infatti, per un recupero maggiore a livello di EBITDA nel 4Q.

Riportiamo nella seguente tabella i risultati consolidati del Gruppo secondo l'ultimo comunicato che ha rettificato i valori forniti a fine febbraio (viziati da errori nel computo delle partite infragruppo)..

**Tabella 6: D-Mail Group – Conto Economico Consolidato 2001/2002**

( € mil)	2001	2002	2002A/2001
Catalog Sales	8.96	8.08	-9.8%
<i>% on total revenues</i>	25.8%	16.4%	
Store Sales	13.57	15.27	12.6%
<i>% on total revenues</i>	39.1%	30.9%	
Online Sales	2.72	2.95	8.7%
<i>% on total revenues</i>	7.8%	6.0%	
File Booster & Internet Advertising Revenues	5.92	3.61	-39.0%
<i>% on total revenues</i>	17.1%	7.3%	
Publishing Revenues	2.04	16.99	N.M.
<i>% on total revenues</i>	5.9%	34.4%	
Other revenues	1.48	2.51	69.6%
<i>% on total revenues</i>	4.3%	5.1%	
<b>TOTAL REVENUES</b>	<b>34.68</b>	<b>49.42</b>	42.5%
<b>EBITDA</b>	<b>3.20</b>	<b>2.00</b>	-37.4%
<i>EBITDA margin</i>	9.2%	4.1%	
Amortization	(4.90)	(7.40)	51.0%
Depreciation	(0.23)	(0.65)	185.8%
Other provisions	(0.26)	(0.61)	137.7%
<b>EBIT</b>	<b>(2.18)</b>	<b>(6.65)</b>	205.0%
<i>EBIT margin</i>	N.M.	N.M.	
Write offs and other items	(0.02)	(0.02)	-20.9%
Net financial income	0.84	(0.71)	N.M.
Extraordinary Items	0.05	(0.36)	N.M.
<b>Pre tax Income</b>	<b>(1.32)</b>	<b>(7.74)</b>	485.7%

Fonte: Dati societari

Il confronto con il 2001PF (che consolida le attività editoriali per l'intero anno) mostra un calo del fatturato complessivo dell'1.8% ed una riduzione dell'EBITDA del –45.3%, con un EBITDA margin sceso dal 7.3% al 4.1%.

**Tabella 7: D-Mail Group– Confronto con CE Consolidato 2001PF**

(€ mil)	2001	2001 PF	2002A	2002A/2001	2002A/2001PF
Net Sales	33.36	48.05	47.16	41%	-1.8%
<b>Total Revenues</b>	<b>34.68</b>	<b>50.29</b>	<b>49.42</b>	<b>42%</b>	<b>-1.7%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3.20</b>	<b>3.66</b>	<b>2.00</b>	<b>-37%</b>	<b>-45.3%</b>
Margin %	9.2%	7.3%	4.1%		
D&A	(5.13)	(5.56)	(8.04)	57%	45%
Provision	(0.26)	(0.37)	(0.61)	138%	63%
<b>EBIT</b>	<b>(2.18)</b>	<b>(2.27)</b>	<b>(6.65)</b>	<b>205%</b>	<b>193%</b>
Margin %	-6.3%	-4.5%	-13.4%		

Fonte: Dati societari

**Parte core: +4% il fatturato grazie ai negozi ed alle vendite on line**

L'incremento del 42.5% del fatturato rispetto al 2001 è dipeso quasi esclusivamente dal consolidamento delle attività editoriali. Il core business è infatti cresciuto del 4.6%, passando da un valore delle sales di 28.8 € mil a 30.2 € mil, incremento a cui hanno contribuito anche le nuove attività estere che hanno preso il via durante l'anno. In particolare è cresciuto il fatturato della parte negozi (+12.6%) grazie: i) positivo andamento delle vendite nei negozi di proprietà sia in Italia (+19%), che inaugurati prevalentemente dopo il 1H01 ora stanno andando a regime (attualmente il numero complessivo dei negozi è di 9); ii) del successo dei negozi aperti in Portogallo, uno a Lisbona e uno a Oporto (mentre poco significativo il dato del negozio di Madrid che è stato aperto solo alla fine dell'esercizio); alla tenuta del fatturato della CAT (+0.7%) che, nonostante abbia raggiunto un certo grado di maturità del proprio business, è riuscita a contrastare il rallentamento delle vendite dei prodotti di elettronica di consumo. Positivo è stata anche la performance delle vendite on line (+8.7%) mentre hanno registrato una significativa contrazione le vendite via catalogo (-9.8%).

**Forte calo della marginalità. Ebitda margin sceso dal 10.4% al 4.6%**

Dal punto di vista della marginalità, l'EBITDA non ha seguito l'andamento delle revenue ed ha subito una decisa contrazione (-57.2%). I motivi di questo forte calo devono essere ricercati soprattutto nella gestione della logistica (compiuti forti investimenti per dotarsi di un magazzino la cui capacità è poi risultata essere decisamente superiore alle necessità), nell'incremento dei costi per il personale e per l'acquisto delle materie prime. A livello di EBIT, la decisione di spendere nell'esercizio gran parte degli investimenti pubblicitari compiuti negli anni e che precedentemente erano stati capitalizzati, ha provocato un incremento pari al 33.1% del valore degli ammortamenti. Il calo dell'EBIT e l'incremento degli ammortamenti hanno fatto sì che l'EBIT scendesse da -5.0 € mil a -6.9 € mil.

**Editoria: Il negativo andamento delle Borse si è abbattuto anche sull'editoria**

Riguardo alla parte editoriale, il confronto con il 2001PF, che consolida le acquisizioni compiute per l'intero esercizio, mostra un calo del fatturato del 12.4%, risultato su cui ha influito il negativo andamento delle Borse che ha penalizzato la vendita dei giornali finanziari. Ha invece tenuto la parte dell'editoria locale, business meno esposto al ciclo rispetto ad altri media, grazie alla stabilità della circulation e della pubblicità commerciale locale.

**In compenso migliora nettamente la marginalità: EBITDA margin +3.0%**

Il lavoro di ristrutturazione compiuto nel corso dell'esercizio in particolare su Bloomberg Investimenti per la riduzione dei costi ha dato i propri frutti. La società ha chiuso con un fatturato di 3.6 € mil ed un EBITDA di 0.22 € mil. Ciò ha decisamente contribuito alla crescita complessiva dell'EBITDA che

rispetto al 2001PF, nonostante la decisa diminuzione del fatturato, è passato da 0.253 € mil a 0.533 € mil (da 1.3% di EBITDA margin a 3.0%). A livello di EBIT l'ammortamento del goodwill pari a 0.930 € mil, non fornito dalla società per il 2001PF, ha portato ad un valore negativo di -1.181 € mil (-0.251 € mil l'EBIT adj. vs -0.707 € mil del 2001).

## Risultati 1Q03

Il 1Q03 è stato per il Gruppo D-Mail un trimestre particolarmente debole. Rispetto allo stesso periodo del 2002 il fatturato ha registrato una contrazione di circa il 17%, l'EBITDA del 44% (EBITDA margin sceso da 1.2% a 0.8%) mentre è leggermente migliorata la perdita a livello di EBIT (-1.32 € mil vs -1.58 € mil del 1Q02) e di utile pre-tasse.

**Tabella 8: D-Mail Group– Preview risultati consolidati 1Q03**

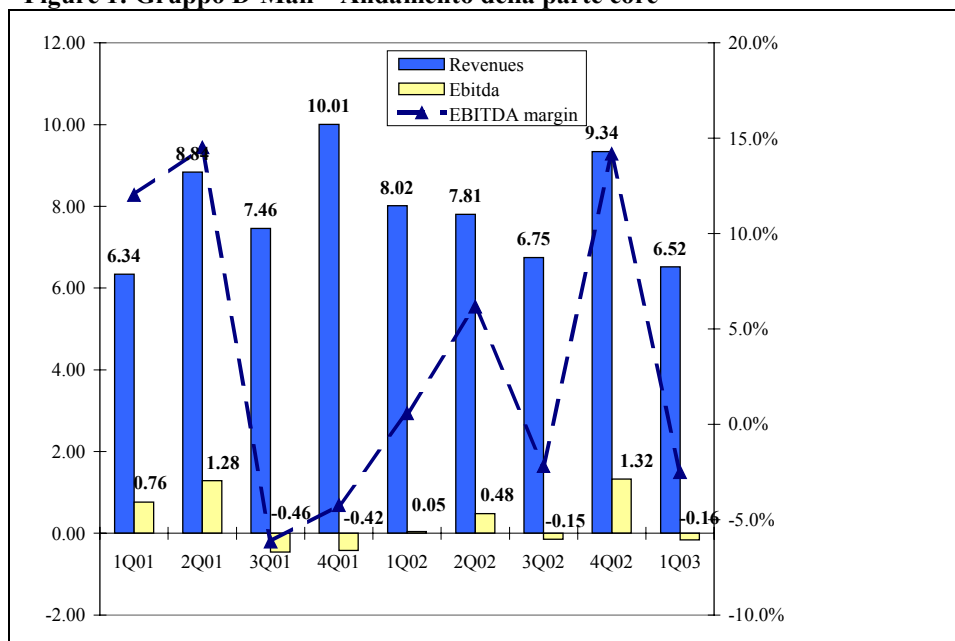
(€ mil)	1Q 2002	1Q 2003A	% growth rate
Catalog Sales	2.29	2.21	-3.4%
Store Sales	3.32	3.09	-7.1%
Online Sales	0.74	0.53	-28.1%
Publishing Revenues	4.14	3.54	-14.5%
File Booster & Internet Advertising Revenues	1.25	0.00	N.M.
Other revenues	0.45	0.72	58.5%
<b>TOTAL REVENUES</b>	<b>12.19</b>	<b>10.08</b>	<b>-17.3%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>0.15</b>	<b>0.08</b>	<b>-44.2%</b>
<i>EBITDA margin</i>	<i>1.2%</i>	<i>0.8%</i>	
<i>EBITDA core</i>	0.05	(0.16)	N.M.
<i>EBITDA publishing</i>	0.09	0.24	166.7%
<b>D&amp;A</b>	(1.72)	(1.40)	
<b>EBIT</b>	<b>(1.58)</b>	<b>(1.32)</b>	<b>-16.2%</b>
<i>EBIT margin</i>	N.M.	N.M.	
<i>EBIT core</i>	(1.23)	(1.19)	-3.2%
<i>EBIT publishing</i>	(0.36)	(0.14)	-62.7%
<b>Pretax Income</b>	<b>(1.75)</b>	<b>(1.52)</b>	<b>-13.1%</b>

Fonte: Dati societari

### **Difficoltà della parte core: chiuso il trimestre con EBITDA negativo**

In particolare ad incidere sui risultati è stato il negativo andamento della parte core. Il fatturato ha registrato una contrazione YoY pari a circa il 20%, (da 8.02 € mil a 6.52 € mil), causata in parte dal venire meno dei ricavi da file booster. L'EBITDA è passato da +0,05 € mil a -0.16 € mil, valore su cui ha pesato la perdita di 0.10 € mil realizzata in Spagna e quella di 0.18 € mil ottenuta dalla parte store in Italia. Positivo, invece, il risultato delle vendite via catalogo che, nonostante il calo di fatturato, hanno ottenuto dopo due trimestri consecutivi in perdita un EBITDA positivo pari a 0.08 € mil. In lento miglioramento anche la situazione in Portogallo che, dopo l'exploit della nuova iniziativa nel 3Q02 (41% di EBITDA margin) ha realizzato una perdita a livello di EBITDA pari a 0.29 € mil nel 4Q02 e pari a 0.07 € mil nel 1Q03.



**Figure 1: Gruppo D-Mail – Andamento della parte core**

Fonte: Dati societari

***Editoria: Miglioramento della marginalità***

Risultati positivi, invece, per la parte editoriale. Nonostante una riduzione del fatturato del 14.5%, l'EBITDA è notevolmente migliorato passando da 0.09 € mil a 0.24 € mil (5.7% di EBITDA margin). Tale risultato è stato possibile grazie ad una profonda ristrutturazione della parte dei giornali finanziari volta al raggiungimento del break-even ed alla cessione delle testate locali meno redditizie.

Tabella 9: D-MAIL GROUP– Key Figures

<b>D-Mail Group</b>					
<b>Date:</b>	<b>May 21, 03</b>	<b>Ord €</b>	<b>2.39</b>		
<b>REUTERS CODE</b>					
<b>Mkt Cap (€ mil)</b>	<b>15.5</b>				
<b>Values per Share (€)</b>	<b>2001A</b>	<b>2002E</b>	<b>2003E</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>
No. Ordinary Shares (mil)	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
No. NC Saving/Preferred Shares (mil)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Total No. of Shares (mil)</b>	<b>6.50</b>	<b>6.50</b>	<b>6.50</b>	<b>6.50</b>	<b>6.50</b>
EPS Adj	0.1	-0.7	-0.3	-0.2	-0.1
CEPS	0.7	0.2	0.2	0.2	0.3
BVPS	5.1	4.0	3.3	2.8	2.4
Dividend Ord	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Income Statement (€ mil)</b>	<b>2001A</b>	<b>2002E</b>	<b>2003E</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>
Net Sales	34.2	47.2	44.1	45.7	47.7
EBITDA	4.0	2.0	2.2	2.5	2.8
<b>EBIT Adj. Goodwill</b>	<b>0.1</b>	<b>-4.2</b>	<b>-0.9</b>	<b>0.0</b>	<b>0.5</b>
Pretax Income	-0.5	-7.7	-3.4	-2.6	-1.9
Net Income	-0.7	-7.3	-4.2	-3.3	-2.5
Adj. Net Income	0.7	-4.7	-1.9	-1.0	-0.4
<b>Cash Flow (€ mil)</b>	<b>2001A</b>	<b>2002E</b>	<b>2003E</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>
Net Income & Minorities	-1.2	-8.0	-3.7	-2.9	-2.2
Ammortization&Depreciation	5.1	8.0	5.3	4.8	4.4
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>3.9</b>	<b>0.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>
Capital Expenditure	-19.5	-4.7	-0.8	-1.0	-1.0
Change in Operating Working Capital	4.9	7.4	4.6	4.0	3.5
Other	-5.1	-7.8	-6.0	-4.4	-3.6
<b>Net Cash Flow</b>	<b>-15.8</b>	<b>-5.1</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>1.0</b>
<b>Balance Sheet (€ mil)</b>	<b>2001A</b>	<b>2002E</b>	<b>2003E</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>
Fixed Assets	28.9	25.6	21.1	17.3	14.0
Working Capital	9.0	8.5	12.5	13.3	13.8
Funds	-1.4	-2.5	-2.5	-2.6	-2.7
<b>Net Capital Employed</b>	<b>36.5</b>	<b>31.6</b>	<b>31.1</b>	<b>28.0</b>	<b>25.1</b>
Net Debt	2.3	5.2	8.2	8.0	7.3
Minorities	1.1	0.7	1.4	1.8	2.1
Net Equity	33.1	25.7	21.5	18.2	15.7
Enterprise Value (*)	18.3	21.1	24.7	25.0	24.9
<b>Stock Market Ratios</b>	<b>2001A</b>	<b>2002E</b>	<b>2003E</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>
P/E	21.8	-3.3	-8.2	-15.1	-34.6
P/CEPS	3.3	12.2	13.1	10.4	8.1
P/BVPS	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0
Dividend Yield (%)	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/Sales	0.54	0.45	0.56	0.55	0.52
EV/EBITDA	4.2	5.2	12.4	11.2	8.8
EV/EBIT	150.2	N.M	N.M	N.M	52.4
EV/CE	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0
<b>Profitability &amp; Financial Ratios</b>	<b>2001A</b>	<b>2002E</b>	<b>2003E</b>	<b>2004E</b>	<b>2005E</b>
EBITDA Margin (%)	11.8%	4.2%	5.1%	5.5%	5.9%
EBIT Margin (%)	0.4%	N.M.	N.M.	N.M.	1.0%
Tax Rate (%)	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
Net Income Margin (%)	2.1%	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
ROE (%)	2.1%	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
D/E	0.1	0.2	0.4	0.4	0.5

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

Il presente documento è stato redatto da Redatto da Banca Intesa in nome e per conto di Caboto SIM S.p.a. ("Caboto") società interamente controllata dal Gruppo Intesa (il "Gruppo"), in adempimento del contratto di specialist sottoscritto con la società D-Mail Group. Entrambi i soggetti possono detenere titoli di alcune delle società oggetto del presente studio (le "Società") o possono essere emittenti di strumenti finanziari associati ai predetti titoli. Dipendenti o Amministratori di Caboto o del Gruppo possono svolgere funzioni di Amministratori presso alcune delle Società. Inoltre Caboto o il Gruppo possono aver partecipato al consorzio di collocamento di alcune delle Società con diversi ruoli (Global Coordinator, Manager, Advisor) nonché ad operazioni di finanziamento o di finanza strutturata. Ogni informazione non esplicitata nel presente documento è comunque disponibile presso Caboto.

Il presente documento non è destinato a circolazione o distribuzione presso il pubblico indistinto o presso altri soggetti od enti diversi dagli "Investitori Istituzionali", come definiti dalla vigente normativa italiana in materia. Il presente documento non costituisce, né forma parte di alcuna offerta di vendita o di sottoscrizione, né il medesimo o ciascuna delle sue parti costituirà riferimento alcuno per contratti o impegni di varia natura. Il presente documento vi è stato consegnato unicamente per fini informativi e non può essere riprodotto né ridistribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di Caboto. Accettando il presente documento, siete vincolati ad osservare le limitazioni sopra indicate.

---

#### Ufficio Studi Azionario

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
Enrico Mattioli	+39 02 8021 5688
Manuela Meroni	+39 02 8021 5937
Gian Luca Pacini	+39 02 8021 2971
Fabio Picardi	+39 02 8021 2972
Roberto Ranieri	+39 02 8021 5011
Giulia Sartorelli	+39 02 8021 2707

#### Analisi Tecnica e Quantitativa

Emanuele Cecere	+39 02 8021 5546
Eugenio Accongiagioco	+39 02 8021 5483

#### Research Assistants

Cinzia Bovina	+39 02 8647 5521
Antonella Dal Barco	+39 02 8021 5437
Colette Gorry	+39 02 8021 5437

#### Research Distribution

Maria Tavolacci	+39 02 8021 5734
-----------------	------------------

#### Sales Trading

Insaf Amry	+39 02 8021 2904
Adele Marchetti	+39 02 8021 2904
Cristina Moser	+39 02 8021 2904

#### Clienti Esteri e Istituzioni Italiane

Fabio Ferrando	+39 02 8021 5621
Katherine Apfel	+39 02 8021 2906
Pietro Battistella	+39 02 8021 2906
Daniilo Brusa	+39 02 8021 2906
Pierre-Henry Castellano	+39 02 8021 2906
Roberto Mozzi	+39 02 8021 2906
Lorenzo Pennati	+39 02 8021 2906
Fabrizio Speroni	+39 02 8021 2906
Laura Spinella	+39 02 8021 2906
Daniela Stucchi	+39 02 8021 2906
Mark Wilson	+39 02 8021 2904

#### New York

Katherine Apfel	+1 212 509 6379
Omar Zaghis	+1 212 509 4790

#### Francoforte

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

#### Corrispondenti Banche

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

#### Prodotti Derivati

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