

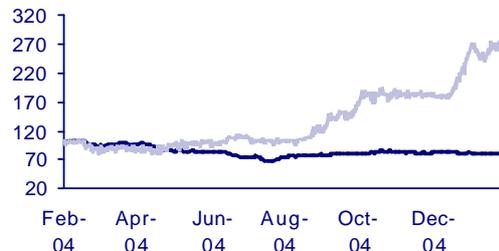
DMail

Fair Value €11,0

Initiation of Coverage

Last Close €8,77

Dati euro (mln)	2004 A	2005 E	2006 E
Sales	44.8	48.1	51.8
Ebitda	4.9	6.1	7.6
Ebit	3.1	4.5	6.0
EPS adj	0.8	4.5	6.0



EV/Sales	1.3 x	1.0 x	0.8 x
EV/Ebitda	11.6 x	7.6 x	5.7 x
EV/Ebit	18.6 x	10.4 x	7.3 x
P/E adj	24.7 x	0 x	0.0 x

No. Shares (mln)	6.45
Market Float	50.4%
Market Cap	56.6

Bloomberg	DMA IM	Rel. Perf.	1m	3m	12m
RealTick	DMA.MIL	vs Numtel	+9.5%	+59.4%	+257.5%

Dmail: idee utili e originali per crescere

- 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 la società Gidiemme, che ingloba testate quotidiane con diffusione sul territorio lombardo.
- Il 4Q'04 si chiude con ricavi consolidati pari a €12,7 mln, in leggero calo rispetto al 4Q'03 per la variazione del perimetro di consolidamento conseguente alla cessione delle controllate D-Media e Bloomberg Investimenti. Dall'analisi dell'andamento del FY'04 si evidenzia una forte ripresa dei ricavi, (+2% rispetto al FY'03) con una variazione yoy maggiore per l'area Media Commerce. Significativo il recupero della marginalità, con un EBITDA in crescita del +60% yoy e un EBIT che è tornato positivo per €0,8 mln.
- Come rappresentato da studi di settore, il mercato italiano ha, rispetto al resto d'Europa, elevate potenzialità di crescita per colmare il differenziale che lo separa dagli altri paesi industrializzati nel campo dell'e-commerce. Per effetto dell'aumento di fiducia dei consumatori italiani verso la vendita a distanza, si stima un incremento del +9% yoy del fatturato per la parte Media Commerce per gli FY'05-'06 e un recupero della marginalità complessiva del gruppo. Anche per il settore Media è prevista una variazione yoy dei ricavi positiva anche se minore rispetto all'area Media Commerce (+4,8% per gli FY'05-'06). Il recente accordo con Cairo Communication, con l'entrata del gruppo, leader nel settore dell'editoria e della raccolta pubblicitaria, nel capitale di Dmail per una quota pari al 10%, contribuisce al miglioramento della marginalità, attraverso lo sviluppo di collaborazioni e sinergie sia nell'area media commerce che dei media locali.
- Il titolo DMA ha mostrato un andamento positivo, con una performance del +18% nell'ultimo mese e del +132,4% in 6M, accompagnato da volumi consistenti. Dall'applicazione del DCF model otteniamo un fair value di €11,0 per az. Attualmente DMA tratta ad un multiplo EV/Sales'05E di 1,0x ed un multiplo EV/Ebitda'05E di 7,7x.

22 marzo 2005

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

Equity Research

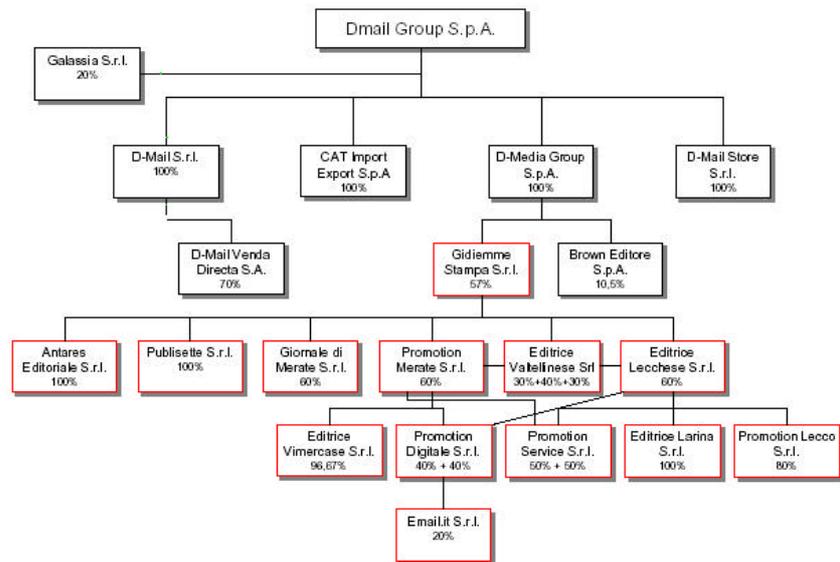


Profilo del Gruppo e Attività

Il Gruppo Dmail opera nel settore del “media commerce” e in quello dell’editoria locale. Dmail Group è, difatti, una *holding* nata dall’unione di realtà industriali (D-Mail S.r.l., D-Mail Store S.r.l. e CAT S.p.A.) e multimediali (D-Media S.p.A. e PromotionDigitaleS.r.l.).

Il Gruppo Dmail si configura attualmente come segue:

Figura 1. Attuale struttura del Gruppo DMail



Fonte: www.dmailgroup.it

Dmail Group è uno dei più importanti gruppi italiani operanti nel settore delle vendite multiprodotto, mediante un modello di distribuzione multicanale. Per la parte “media commerce” Dmail Group ha sviluppato un modello esclusivo, efficiente e integrato di gestione delle vendite dirette e a distanza, inclusivo di tutte le attività di acquisto, logistica, distribuzione, marketing e vendita multicanale e multiprodotto, attraverso cataloghi cartacei, siti Internet, negozi e call center, propri e di terzi.

L’attività Media Commerce del Gruppo è svolta attraverso le seguenti società controllate:

- Dmail S.r.l., azienda specializzata nella vendita multicanale e a distanza di oggetti di utilità pratica ad alto contenuto innovativo e di difficile reperibilità sul mercato, relativi ai più svariati ambiti di interesse quotidiano (come ad esempio oggetti per la casa, la cucina, l’ufficio, audio e video, illuminazione e piccola elettronica, hobby e fai da te, sport e tempo libero, giardinaggio). Il mercato di approvvigionamento principale è la Cina e Dmail S.r.l. opera oltre che in Italia anche in



Portogallo e in Svizzera. A fine FY'04 il fatturato della Dmail S.r.l ammonta a €16 mln.

- CAT Import-Export S.p.A, azienda che si occupa della commercializzazione di prodotti di elettronica di largo consumo a marchio proprio presso rivenditori specializzati e attraverso una propria rete distributiva di agenti diretti. Nel FY'04 la CAT ha realizzato un VOP pari a €11,7 mln.

L'altra direttrice del Gruppo è costituita dal polo editoriale che fa capo al gruppo Gidienne Stampa (sales'04 di €13,3 mln). Il gruppo Gidienne Stampa opera da più di vent'anni nei settori editoriali e pubblicitari, creando nuove testate o inglobandone altre storiche. Le testate hanno un formato quotidiano e hanno una diffusione nel territorio lombardo con cadenza settimanale. Il gruppo Gidienne è cresciuto notevolmente ampliando il proprio raggio d'azione: ad oggi è costituito da 14 testate, per un totale di 175,000 copie settimanali vendute, e può contare su un numero elevato di lettori (circa 600,000).

Settori di Riferimento

I settori in cui opera il Gruppo DMail sono quello del media commerce e quello editoriale.

Settore Media Commerce

Il settore della vendita a distanza ha conosciuto una notevole sviluppo nell'ultimo triennio, soprattutto a livello europeo, come confermato dalle statistiche di Emota (European Mail Order and Distance Selling Trade Association), che testimoniano un aumento del +5% yoy nel FY'03 (vendite di oltre €58 mld e vendite medie pro capite di circa €107)

Tabella 1. Mercato europeo della vendita a distanza-Dati riepilogativi

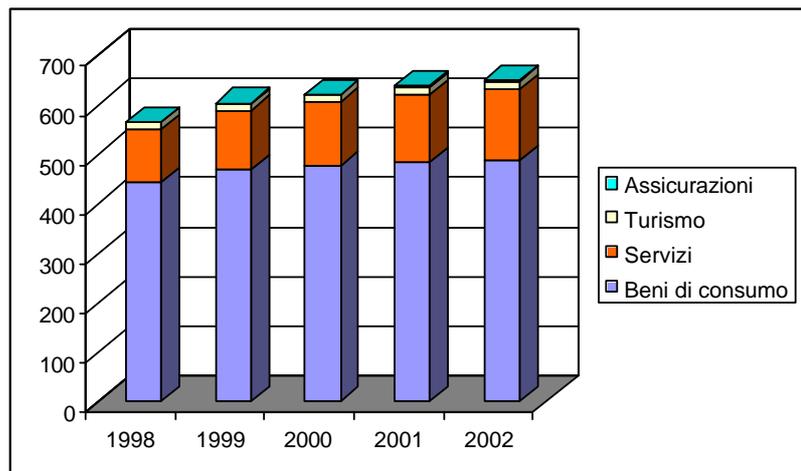
Paese	Population 2003 (mln)	Accesso % ad Internet	Sales 2003 (€mln)	Sales 2002 (€mln)	2003 (€) pro capite	2002 (€) pro capite
Austria	8,1	41.0%	1,204	1.177	148	145
Belgio	10,3	48.0%	655	655	64	64
Repubblica Ceca	10,3	35.0%	368	233	36	26
Danimarca	5,3	62.4%	643	643	121	121
Finlandia	5,2	51.7%	798	764	153	147
Francia	61,4	45.3%	1,5	9,68	171	158
Germania	82,3	55.4%	21	21,3	255	258
Gran Bretagna	59,2	57%	14,596	13.259	245	226
Ungheria	10,1	30%	147	149	15	15
Irlanda	3,9	35.8%	111	99	28	27
Italia	56,9	33.4%	823	796	14	14
Paesi Bassi	16,2	64.4%	2,5	2,196	154	136
Norvegia	4,5	59.6%	835	850	186	188
Russia	145	13%	335	190	2.5	1,4
Slovacchia	5,4	34%	153	153	28	28
Spagna	42,7	29.7%	802	735	19	18
Svezia	8,9	75.3%	995	943	110	106
Svizzera	7,3	63.2%	1,435	1,322	196	181
EMOTA	541	38%	57,9	55,174	107	140
USA	272,8	74.9%	78,6	86	288	350

Fonte: Emota



L'Italia, dopo la Russia, risulta il Paese europeo con la spesa pro-capite inferiore. Il mercato italiano si caratterizza per il comportamento tradizionale dei consumatori, poco propensi all'acquisto di beni a distanza e per l'inefficienza dei servizi postali. Ciò nonostante le vendite sono aumentate con un tasso medio del +15,3% dal FY'98 al FY'02, con tassi di crescita significativi soprattutto nei settori merceologici dei beni di consumo (75% delle vendite) e dei servizi.

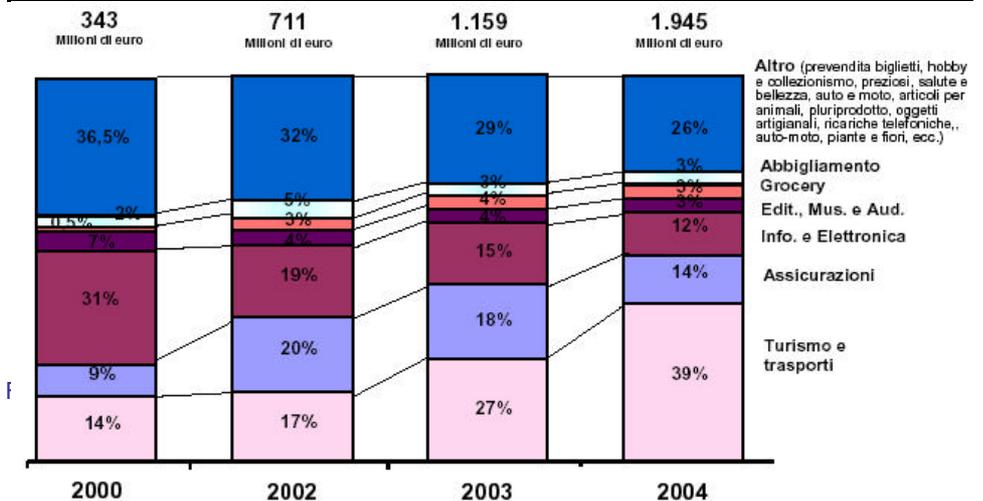
Figura 2. Breakdown del fatturato per settori merceologici – Mercato italiano delle vendite a distanza (dati in mln €)



Fonte: elaborazione su dati Eurimonitor International

Nel corso dell'ultimo biennio, nonostante il rallentamento dell'economia mondiale e nazionale, la vendita per corrispondenza, via catalogo e online ha fatto registrare un incremento della domanda. Limitatamente al mercato italiano dell'E-Commerce, la distribuzione delle vendite per comparto merceologico negli ultimi 4 anni è rappresentato dalla figura 3. In particolare, si afferma su tutti il comparto del turismo, che conta circa metà della crescita complessiva, seguito da assicurazioni, informatica ed elettronica.

Figura 3. Distribuzione delle vendite per comparto merceologico ('00-'04)



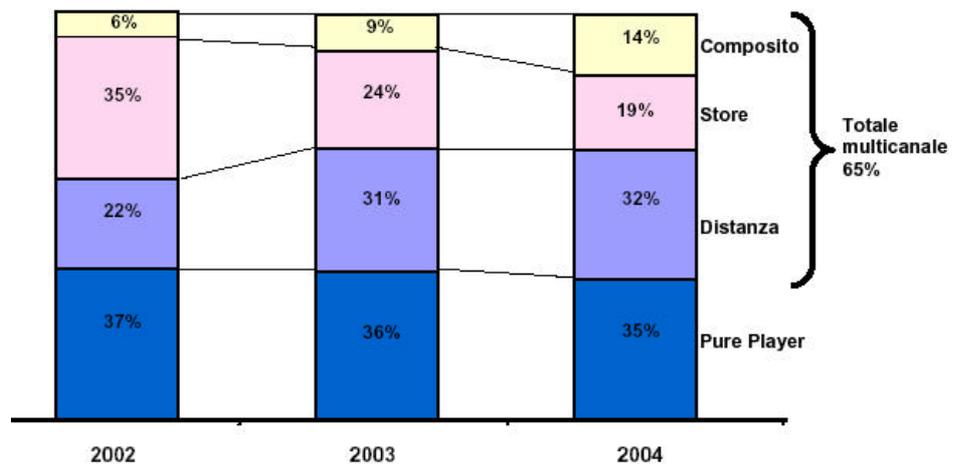
Fonte: "L' e-commerce B2C in Italia" Anee



In merito ai canali di vendita, una forte diffusione trovano le televendite, attraverso la diffusione dei canali via satellite e l'e-commerce, a scapito dei cataloghi.

Analizzando la distribuzione delle vendite tra operatori Pure Player (ossia coloro che usano il web come unico canale di vendita) e multicanale, i primi rappresentano il 35% del mercato nel FY'04, percentuale pressochè simile a quelle nel FY'03 (Fonte: Anee).

Figura 4. Distribuzione delle vendite tra Pure Player e Multicanale ('02-'04)



Fonte: "L'e-commerce B2c in Italia" Anee

Le prospettive future del settore della vendita a distanza in Italia sono di crescita, grazie al cambiamento delle abitudini di acquisto e del conseguente aumento dei relativi consumi. Si prevede un aumento delle vendite via Internet e ancor di più di quelle tramite la TV, mentre si stima una riduzione delle vendite attraverso i cataloghi. In particolare, per il mercato italiano si stimano vendite tramite Internet pari a €262,3 bn nel FY'07 (+49,8% CAGR'03-'07), di cui €35,4 bn B2C e €226,9 bn B2B (Fonte: EITO 2004).

Settore Editoriale

Il mercato editoriale, invece, ha conosciuto negli ultimi anni una forte contrazione dei ricavi per pubblicità, soprattutto a livello nazionale. La riduzione della pubblicità a livello locale, nello specifico, è stata minore, per la limitata concorrenza dei nuovi media (Internet e TV digitale). I principali centri media italiani (tra cui Carat, Mediacom, Zenit) stimano per il FY'05 una crescita del mercato pubblicitario, con una variazione yoy del +2,7% e un valore degli investimenti pubblicitari pari a circa €8,5 mld.

Per ciò che attiene ai dati di lettura dei quotidiani e dei periodici, si ravvisa una crescita nel numero di lettori dell'1,1% nel FY'04 rispetto al FY'03. La vendita giornaliera dei quotidiani si è stabilizzata, mostrando segni di ripresa a fine '04 e concretizzandosi in un incremento yoy dei ricavi editoriali del +7% nel FY'04, nonostante il negativo andamento delle entrate pubblicitarie. I giornali a tiratura locale sono tra i primi come indice di penetrazione (rapporto abitanti/copie) e sono quelli



maggiormente cresciuti in termini di copie vendute. Le testate locali, pur non essendo tra le maggiori in termini assoluti per copie vendute, riescono ad assicurarsi un numero di lettori contenuto ma altamente fidelizzato, caratterizzandosi, in tal modo, per stabilità nella vendita di copie e flessibilità nella struttura dei costi.

Risultati 4Q'04

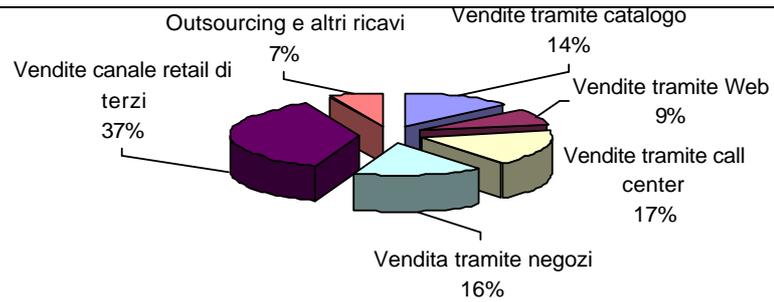
Il Gruppo DMA chiude il 4Q'04 con ricavi consolidati pari a €12,7 mln, in leggero calo rispetto al 4Q'03 (€12,9 mln), da attribuire anche alla variazione del perimetro di consolidamento conseguente alla cessione delle controllate D-Media e Bloomberg Investimenti. In sensibile miglioramento risulta la marginalità con un EBITDA 4Q'04 di €1,8 mln in crescita del +42% rispetto al 4Q'03 (EBITDA margin del 14%) e un EBIT positivo di €0,5 mln contro un risultato negativo nello stesso periodo '03 (€-0,8 mln).

Tabella 2. Conto Economico Consolidato 4Q'04 (€mln)

Gruppo DMAIL	Actuals			Scostamenti % vs	
	Q4'03	Q3'04	Q4 2004	Q4'03	Q3'04
Fatturato	12.9	8.7	12.7	-1.4%	47%
Altri ricavi	0.5	0.4	0.7	23.2%	51%
Totale Ricavi	13.4	9.1	13.4	-0.5%	47%
Costo del venduto	(4.6)	(2.9)	(4.5)	-3.3%	55.9%
Margine Lordo (Gross Margin)	8.8	6.2	8.9	1.0%	43.3%
Gross Margin	68%	72%	70%		
Costo Personale	(1.7)	(1.3)	(1.4)	-18.1%	10.7%
Servizi e altri costi	(5.9)	(4.6)	(5.7)	-2.1%	24.7%
Margine Operativo Lordo (EBITDA)	1.2	0.3	1.8	42.0%	410.0%
EBITDA Margin	10%	4%	14%		
Ammortamenti e Accantonamenti	(2.1)	(0.8)	(1.3)	-38.9%	50.0%
Reddito Operativo (EBIT)	(0.8)	(0.5)	0.5	-162%	-203%
EBIT Margin	-6%	-6%	4%		
Proventi / (oneri) finanziari	(0.2)	(0.1)	0.1	-135.5%	-221.5%
Proventi / (oneri) straordinari	(0.2)	(0.2)	(0.4)	111.6%	53.0%
Reddito ante imposte (PBT)	(1.2)	(0.8)	0.2	-117%	-126%
PBT Margin	-9%	-9%	2%		

Fonte: dati Dmail

Dall'analisi dell'andamento del FY'04 si evidenzia una forte ripresa dei ricavi, pari a complessivi €44,8 mln (+2% rispetto al FY'03). In particolare, la variazione yoy è maggiore per l'area Media Commerce, con ricavi, conseguiti soprattutto sul territorio italiano, pari a €29,4 mln vs €27,2 mln del FY'03 (+8,1%). L'analisi del breakdown delle sales'04 dell'area Media Commerce evidenzia il peso maggiore delle vendite effettuate tramite call center e negozi rispetto alla più bassa incidenza del canale Web.

**Figura 5. Breakdown del fatturato dell'area Media Commerce**

Fonte: Elaborazione Twice

La diminuzione dei ricavi nel settore Media (-8.8% vs. FY'03), invece, è attribuibile alla variazione dell'area di consolidamento, con la cessione della partecipazione in D-Media e Bloomberg Investimenti. A parità di perimetro di consolidamento, il calo del 3% yoy del VOP'04 del settore editoriale conferma il sostanziale mantenimento delle quote di mercato acquisite.

Significativo risulta il recupero della marginalità, con un EBITDA che ha registrato una crescita del +60% rispetto al FY'03 raggiungendo quota €4,9 mln (EBITDA margin del +12%) e un EBIT che è tornato positivo per €0,8 mln vs. un risultato negativo del FY'03. Tali risultati derivano, da un lato, dalla riduzione dell'incidenza dei costi del personale e dei servizi e, dall'altro, dalla riduzione della quota di goodwill ancora da ammortizzare e dal completamento dell'ammortamento delle spese di quotazione. I margini positivi, uniti al miglioramento del saldo della gestione finanziaria, determinano una riduzione della perdita ante imposte, che si riduce a €0,3 mln, rispetto ai €-4,3 mln del FY'03.

Tabella 3. Conto Economico Consolidato FY'04 (€mln)

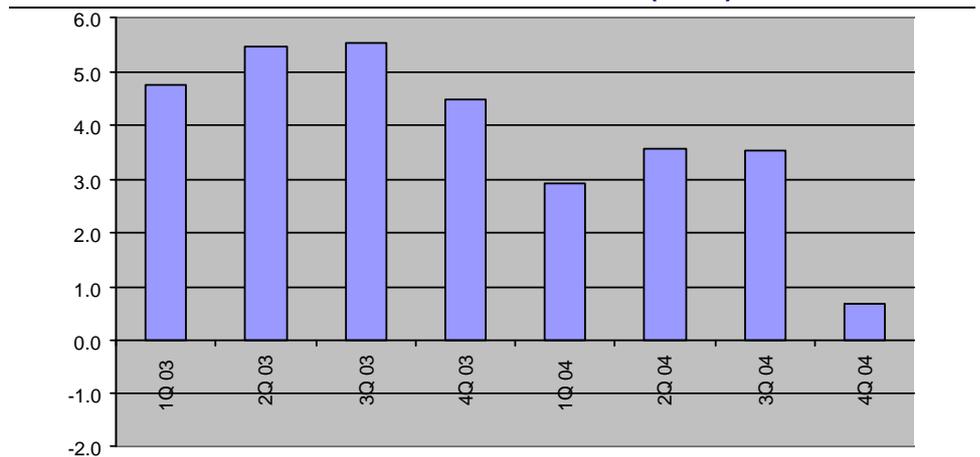
Gruppo DMAIL	FY 2003	FY 2004	
Vendite Media Commerce	27.2	29.4	8.1%
Vendite Media	14.6	13.3	-8.8%
Fatturato	41.8	42.7	2%
Altri ricavi	2.2	2.0	-10%
Totale Ricavi	44.1	44.8	2%
Costo del venduto	-14.4	-14.3	-1%
Margine Lordo (Gross Margin)	29.6	30.5	3%
Gross Margin	71%	71%	
Costo Personale	-5.9	-5.4	-8%
Servizi e altri costi	-20.6	-20.1	-3%
Margine operativo Lordo (EBITDA)	3.1	4.9	60%
EBITDA Margin	7%	12%	
Ammortamenti e Accantonamenti	-6.3	-4.2	-34%
Reddito Operativo (EBIT)	-3.2	0.8	-124%
EBIT Margin	-8%	2%	
Proventi / (oneri) finanziari	-0.7	-0.5	-21%
Proventi / (oneri) straordinari	-0.4	-0.6	51%
Reddito ante imposte (PBT)	-4.3	-0.3	-92%
PBT Margin	-10%	-0.8%	

Fonte: Elaborazione Twice



La posizione finanziaria netta al 4Q'04 è sensibilmente migliorata, con un indebitamento pari a €0,67 mln, in riduzione significativa rispetto al 3Q'04 (€3,5 mln). La generazione di flussi di cassa positivi deriva, in parte, dall'attività caratteristica e da movimenti relativi al capitale circolante e, in parte, dall'incasso del controvalore della cessione della partecipazione in D-Media (valore di cessione pari a €1,8 mln, di cui €1,2 mln regolati in contanti).

Tabella 4. Evoluzione Posizione Finanziaria Netta (€mln)



Fonte: Elaborazione Twice su dati Dmail

Strategia

Le linee strategiche perseguite dal gruppo DMail si articolano in maniera diversa per i due settori in cui la società opera.

Per la parte relativa al Media Commerce, il gruppo mira a consolidare la posizione acquisita attraverso l'ampliamento della gamma di prodotti offerta e un incremento delle vendite via Internet e del numero di cataloghi distribuiti. La strategia perseguita da DMA è quella di sfruttare le sinergie con l'area editoriale, attraverso la pubblicità a livello locale dei marchi del gruppo. Inoltre, tenuto conto del positivo trend fatto registrare dai punti di vendita a marchio Dmail, è prevista l'apertura di nuovi negozi soprattutto all'estero, proseguendo il processo di internazionalizzazione già attuato dal gruppo. La recente apertura di un punto vendita in Romania testimonia l'interesse del gruppo a proseguire nel suo piano di sviluppo internazionale.

Le linee strategiche elaborate nel settore editoriale, invece, sono finalizzate a mantenere e consolidare le testate locali, che presentano buone prospettive a livello reddituale e sono meno penalizzate nella fase di crisi. Alla crescita organica, realizzata attraverso operazioni di geomarketing e di outsourcing, si uniscono anche le potenzialità di sviluppo offerte da acquisizioni o aperture di nuove testate, sempre con copertura a livello territoriale. Il rafforzamento dell'attività nel settore Media è confermato dal progetto di consolidamento della partecipazione di maggioranza che il gruppo possiede nella subholding Gidienne Stampa S.r.l., attuata attraverso un aumento di capitale per nominali €2,4



mln, mediante emissione di n.1,2 mln di nuove azioni del valore nominale di €2 per azione di cui €2,69 di sovrapprezzo.

Il gruppo è attivo anche in un processo di semplificazione della struttura societaria, già avviato attraverso la fusione per incorporazione della DMC, la softwarehouse del gruppo, in Dmail S.r.l., e che proseguirà con la fusione tra Gidiemme Stampa e D-Media Group. In un'ottica di ristrutturazione societaria rientra anche il progetto di valorizzazione e vendita delle partecipazioni non core, nonché del patrimonio immobiliare. A pochi giorni fa risale l'annuncio dell'accordo raggiunto da DMA con Cairo Communication, gruppo leader nel settore editoriale e della raccolta pubblicitaria. L'accordo prevede l'ingresso di Cairo nel capitale di DMA per una quota pari al 10%, tramite l'acquisto ai blocchi di 765,000 azioni ad un prezzo di €7,6 per az, con uno sconto implicito di circa il 20% rispetto ai prezzi di mercato. La partnership strategica, che sarà perfezionata nel luglio 2005, permette l'avvio di nuovi progetti e la creazione di sinergie sia nell'area media commerce che in quella dei media locali. Nel settore media commerce il probabile progetto di distribuzione del catalogo di Dmail con le riviste di Cairo permetterà una più efficace veicolazione ai prospect, con il duplice effetto di incremento dei ricavi, attraverso una maggiore redemption, e di riduzione dei costi di distribuzione. Per il settore media, invece, i benefici più evidenti sono in termini di pubblicità locale, attraverso lo sviluppo di sinergie con l'area delle directories, nuovo business in cui è entrato il gruppo Cairo.

S.W.O.T. Analysis

STRENGTHS

- ✓ Unico operatore italiano nella vendita multiprodotto e multicanale;
- ✓ Vendita di prodotti originali a prezzo contenuto;
- ✓ Bassi costi di approvvigionamento;
- ✓ Capacità di innovazione del management;
- ✓ Competenze maturate nella vendita a distanza;
- ✓ Grado di indebitamento contenuto.

WEAKNESSES

- ✓ Ancora scarsa visibilità del marchio;
- ✓ Struttura societaria troppo frammentata.

OPPORTUNITIES

- ✓ Potenzialità di crescita del mercato italiano dell'e-commerce;
- ✓ Sviluppo del mercato delle vendite a distanza nei paesi esteri in cui il gruppo opera;
- ✓ Sviluppo e sfruttamento delle sinergie tra le diverse aree di business.



THREATS

- ✓ Ancora limitata diffusione della vendita a distanza;
- ✓ Lento cambiamento nelle abitudini di spesa dei consumatori italiani;
- ✓ Lenta ripresa del mercato editoriale e dei ricavi per pubblicità.

Stime

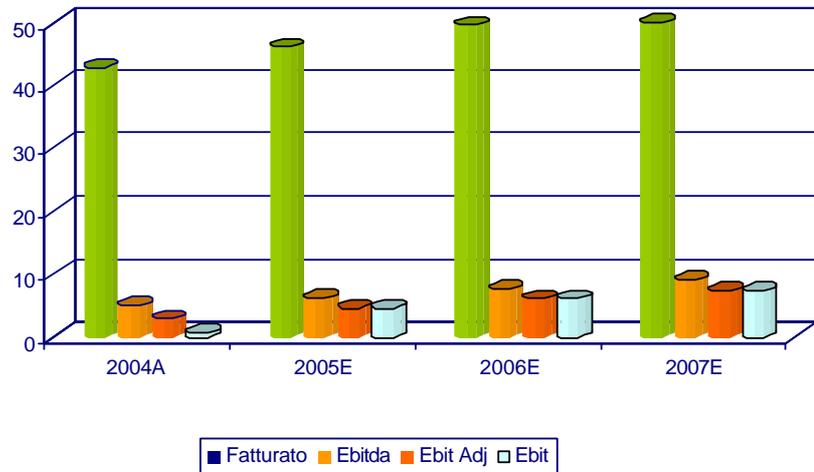
Alla luce delle linee strategiche poste in essere dal gruppo, stimiamo per il periodo 2005-2007 una crescita media dei ricavi pari a circa il 7%. In particolare ipotizziamo un incremento yoy del +9% del fatturato relativo alla parte Media Commerce per gli FY'05-'06 (€32,1 mln e €34,9 mln rispettivamente), considerate le elevate potenzialità di crescita del mercato italiano dell'e-commerce e il gap da colmare rispetto agli altri paesi industrializzati. Anche per il settore editoriale stimiamo un trend positivo dei ricavi, anche se con un variazione yoy minore rispetto all'area Media Commerce (+4,8% per gli FY'05-'06). Riteniamo che il gruppo riesca a recuperare la redditività attraverso una razionalizzazione dei costi (miglioramento delle incidenze di back order) e la ricerca di nuovi canali di approvvigionamento. Inoltre, l'accordo siglato con il gruppo Cairo potrebbe risultare vantaggioso laddove si avviasse un progetto di collaborazione che prevede la distribuzione del catalogo Dmail insieme ai settimanali di Cairo Communication, che trovano una forte diffusione presso il pubblico (la circulation del settimanale Di Più è pari a circa 900,000 copie a settimana). Tale operazione permetterebbe di aumentare i ricavi, attraverso una maggiore redemption e di ridurre i costi di distribuzione dei cataloghi, che incidono pesantemente sui margini del gruppo. Prudenzialmente, abbiamo considerato nelle nostre stime solo l'effetto che l'accordo ha in termini di razionalizzazione della struttura dei costi, attraverso una riduzione della loro incidenza percentuale sul fatturato (dal 33% del FY'04 al 29% del FY'05 e 27% del FY'06).

Per tale motivo ipotizziamo una marginalità del gruppo in notevole crescita, fino a raggiungere un EBITDA pari a €9 mln nel FY'07, con un EBITDA margin'07 del 17%.

Nelle nostre stime abbiamo considerato anche l'impatto degli IAS, che comportano una forte riduzione degli ammortamenti, in particolar modo della quota relativa al goodwill. L'eliminazione di tale voce di costo inciderà in maniera positiva sull'EBIT, soprattutto a partire dal FY'05 con una variazione yoy del +462% (€4,5 mln). Stimiamo, inoltre, già per il FY'05 il ritorno all'utile pari a circa €1,7 mln (NI margin del 3,7%).



Tabella 5. Fatturato e margini Dmail FY'03-'07



Fonte: Elaborazione Twice

Tabella 6. Conto Economico Consolidato (€mln)

Gruppo DMAIL	2004A	2005E	2006E	2007E
Ricavi Media Commerce	29.4	32.1	34.9	37.0
Ricavi Media	13.3	14.0	14.6	15.2
Fatturato	42.7	46.0	49.6	52.2
Altri ricavi	2.0	2.1	2.2	2.3
Totale Ricavi	44.8	48.1	51.8	54.5
Materie prime, sussidiarie e di consumo	(14.6)	(14.0)	(14.0)	(13.6)
Variazioni mat prime, sussidiarie, consur	0.3	(0.4)	(0.4)	(0.5)
Costo Personale	(5.4)	(5.9)	(6.3)	(6.7)
Altri costi operativi	(20.1)	(21.8)	(23.4)	(24.7)
Margine Operativo Lordo (EBITDA)	4.9	6.1	7.6	9.0
EBITDA Margin	12%	13%	15%	17%
Ammortamenti e Accantonamenti	(1.9)	(1.6)	(1.7)	(1.7)
Reddito Operativo Rett (EBIT Adj)	3.1	4.5	6.0	7.3
EBIT Adj Margin	7%	10%	12%	14%
Ammortamento Goodwill	(2.3)	0.0	0.0	0.0
Reddito Operativo (EBIT)	0.8	4.5	6.0	7.3
EBIT Margin	2%	10%	12%	14%
Proventi / (oneri) finanziari	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Proventi / (oneri) straordinari	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
Reddito ante imposte (PBT)	(0.3)	3.4	4.9	6.2
PBT Margin	-1%	7%	9%	11%
Imposte sul reddito	(0.3)	(1.7)	(2.3)	(2.9)
Utile netto (NI)	(0.6)	1.7	2.5	3.3
NI Margin	-1%	3.7%	5%	6%
Utile (perdita) di terzi	0.1	0.1	0.1	0.1
Utile Netto di Competenza	(0.7)	1.6	2.5	3.3

Fonte: Elaborazione Twice



Per i dati patrimoniali ipotizziamo una progressiva riduzione dell'attivo immobilizzato che già per il FY'04 stimiamo subire una variazione del -15,8% yoy, dovuto principalmente alla riduzione delle immobilizzazioni immateriali (nello specifico il goodwill e la vendita di partecipazioni ritenute non core). Le opportunità concesse dal consolidato fiscale consentono l'iscrizione già a partire dal FY'04 della voce "crediti per imposte" che contribuisce alla riduzione del NWC. Con riguardo alle fonti di finanziamento prevediamo un aumento del livello di patrimonializzazione della società a seguito dell'incremento del patrimonio netto (da €23,8 mln del FY'04 a €31,8 mln per il FY'05), con conseguente riduzione dell'indebitamento. In particolare crediamo che per i prossimi anni il gruppo riesca a generare flussi di cassa positivi (€9,9 mln per il FY'05), attribuibili ad una riduzione dei costi per ammortamento e degli oneri finanziari (attraverso una più efficiente gestione della tesoreria).

Tabella 7. Stato Patrimoniale Consolidato (€mln)

Gruppo DMAIL	Estimates			
	2004E	2005E	2006E	2007E
Immobilizzazioni immateriali nette	10.4	8.3	6.2	5.7
Immobilizzazioni materiali nette	7.5	7.6	7.7	7.8
Immobilizzazioni finanziarie	2.8	2.8	2.8	2.8
Attivo Fisso Netto	20.7	18.7	16.7	16.3
Magazzino netto	5.5	4.9	5.2	5.5
Crediti commerciali netti	12.0	13.7	14.7	15.5
Altre attività	0.7	0.8	0.8	0.9
Debiti commerciali	(9.1)	(10.1)	(10.6)	(10.8)
Altre passività	(4.6)	(4.9)	(5.1)	(5.3)
Crediti/(Debiti) Imposte	2.2	2.0	1.4	1.0
Capitale Circolante Netto	6.8	6.4	6.5	6.9
Capitale Investito	27.5	25.1	23.2	23.2
Fondo TFR	1.5	1.8	2.1	2.4
Altri fondi	1.5	1.5	1.5	1.5
Totale Fondi	3.0	3.3	3.6	4.0
Capitale sociale	12.9	15.3	15.3	15.3
Riserva sovrapprezzo azioni	14.6	17.8	17.8	17.8
Riserve e Utili portati a nuovo	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.7)
Utile netto di competenza	(0.7)	1.6	2.5	3.3
Patrimonio di terzi	0.7	0.7	0.8	0.8
Patrimonio Netto	23.8	31.8	32.7	33.5
Debiti finanziari a lungo	0.5	0.5	0.5	0.5
Debiti finanziari a breve	3.1	3.1	3.1	3.1
Disponibilità liquide	(2.9)	(13.5)	(16.7)	(17.8)
Debiti Finanziari Netti	0.7	(9.9)	(13.1)	(14.2)
Passività e Patrimonio Netto	27.5	25.1	23.2	23.2

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 3,83%;
- beta pari a 1,05;
- crescita di lungo termine, g, ipotizzata pari al 2%.

Tabella 8. Ipotesi WACC per Discounted Cash Flow

Beta		1.05
Risk free		3.83%
Risk premium		5.00%
WACC		
	Debt	0.04%
	Equity	8.98%
	Total	9.01%
Long Term Growth (g)		2.0%

Fonte: Elaborazione Twice

L'attualizzazione dei flussi di cassa conduce a un enterprise value pari a €84,8 ed ad un fair value di €11 per azione.

Tabella 9. Discounted Cash Flow (mln €)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TV
NOPAT	3.00	4.00	4.91	5.07	5.30	5.54	5.54
+ Depreciations & Provisions	1.62	1.66	1.70	1.73	1.75	1.77	1.77
- Capex	0.90	0.87	-0.84	-0.76	-0.77	-0.79	-0.79
- Change in Working Capital	0.38	-0.10	-0.36	0.14	0.13	0.09	0.09
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	5.90	6.44	5.42	6.18	6.41	6.62	6.62
NPV of FCFF	5.42	5.42	4.18	4.38	4.16	3.94	
Terminal Value							96.21
NPV of Terminal Value							57.32
Enterprise Value							84.82
Cash (Debt) FY'04A							(0.67)
Equity Value							84.15
Shares outstanding (mln)							7.65
Equity Value per share (€)							11.0

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 IAC e la tedesca Quelle, data l'inesistenza di operatori retailer nel panorama italiano.

Tabella 10. Multipli di mercato dei Comparables del settore Media Commerce

	EV/SALES		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
AMAZON.COM INC	1.66	1.43	21.35	17.86	23.62	19.78
KARSTADTQUELLE AG	0.45	0.45	10.46	8.22	31.60	15.43
IAC/INTERACTIVECORP	2.15	1.91	10.54	9.01	20.13	12.01
median multiple	1.66	1.43	10.54	9.01	23.62	17.61

Fonte: Elaborazione Twice

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

Tabella 11. Multipli di mercato dei Comparables del settore Media Commerce

	EV/SALES		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
POLIGRAFICI EDITORIALE SPA	0.96	0.81	7.69	4.63	22.39	6.46
CLASS EDITORI SPA	1.47	1.48	12.81	12.37	47.25	29.45
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRES	2.02	1.96	9.18	8.55	12.67	11.48
ARNOLDO MONDADORI EDITOR	1.26	1.23	8.60	8.12	11.41	10.60
RCS MEDIAGROUP SPA	1.41	1.36	12.41	11.39	18.11	14.64
CALTAGIRONE EDITORE	1.91	1.87	8.47	8.07	13.44	11.42
median multiple	1.44	1.42	8.89	8.33	15.78	11.45

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 €76,29 mln ed ad un fair value di 9,97 per azione, confermando la sottovalutazione del titolo.



Tabella 12. Valutazione Multipli di mercato

Average EV at trading multiples Media Commerce	56.41
Average EV at trading multiples Media	20.55
Average EV at trading multiples	76.96
Cash (Debt) dic'04A	(0.67)
Equity Value	76.29
Shares outstanding (mln)	7.65
Equity Value per share (€)	9.97

Fonte: Elaborazione Twice

**DMAIL**

BLOOMBERG CODE
REUTERS CODE
REALTICK CODE

DMA IM
DMA.MI

IPO date
Market
Main Shareholders

22-Dec-00
TechStar
Percassi Antonio 15%
Viganò Luigi 13%
Niteroi S.r.l. 11,4%

Last Price 8.8
shares (mln) 6.45
Mkt Cap (€ mln) 56.6

Free float 50.4%

Values per Share (€)	2002A	2003A	2004A	2005E	2006E
No. Ordinary Shares (mln)	6.5	6.5	6.5	7.7	7.7
EPS	(1.1)	(0.8)	(0.1)	0.2	0.3
EPS adjusted	(1.1)	(0.8)	0.4	0.3	0.4
CEPS	1.3	0.8	0.6	(0.0)	(0.1)
BVPS	4.2	3.3	3.7	4.2	4.3
Dividend per share	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Income Statement (€ mln)	2002A	2003A	2004A	2005E	2006E
Sales	49.4	44.1	44.8	48.1	51.8
EBITDA	2.0	3.1	4.9	6.1	7.6
EBIT Adj	(4.2)	(1.0)	3.1	4.5	6.0
EBIT	(6.6)	(3.2)	0.8	4.5	6.0
Net income	(7.3)	(5.3)	(0.6)	1.7	2.5
Adj. Net income	(7.0)	(4.9)	2.3	2.3	3.1

Balance Sheet (€ mln)	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
Fixed & LT Assets	25.6	24.6	20.7	18.7	16.7
Working Capital	8.1	4.2	6.8	6.4	6.5
Capital Employed	33.7	28.9	27.5	25.1	23.2
Net Debt (Cash)	5.4	4.7	0.7	(9.9)	(13.1)
Funds	1.9	(2.7)	3.0	3.3	3.6
Net equity	27.0	21.5	23.8	31.8	32.7
Market Cap	56.6	56.6	56.6	56.6	56.6
Enterprise Value	62.0	61.2	57.2	46.6	43.5

Stock Market Ratios	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
P/E adj	(3.5)	(5.0)	24.7	0.0	0.0
P/CEPS	3.0	4.8	10.7	0.0	0.0
P/BVPS	2.1	2.6	2.4	2.1	2.1
EV/Sales	1.3	1.4	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA	30.9	19.8	11.6	7.6	5.7
EV/EBIT	nm	nm	18.6	10.4	7.3

Profitability and Financial Ratios	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
EBITDA Margin	4.1%	7.0%	11.0%	12.7%	14.7%
EBIT Margin	(13.4%)	(7.2%)	1.7%	9.3%	11.5%
Net Income Margin	(14.8%)	(12.1%)	(1.4%)	3.5%	4.9%
ROE	neg	neg	neg	5.3%	7.8%
D/E	0.2	0.2	0.0	(0.3)	(0.4)

Growth (%)	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
Sales		-10.8%	1.6%	7.6%	7.6%
EBITDA		54.2%	59.7%	23.7%	25.1%
EBIT		-51.6%	-124.1%	482.2%	33.3%
Net income		-27.4%	-88.6%	-375.8%	51.0%



Questa ricerca è pubblicata da TWICE SIM S.p.A. e prodotta da Twice Advice srl, società posseduta al 100% da TWICE SIM S.p.A. Ai sensi dell'articolo 69 del regolamento Consob n. 11971/99 si evidenzia che TWICE SIM S.p.A. ha un proprio specifico interesse riguardo all'emittente, agli strumenti finanziari ed alle operazioni finanziarie oggetto di analisi derivante dall'attività di consulenza, 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. e Twice Advice srl non sono responsabili degli effetti derivanti dall'utilizzo della presente ricerca. In particolare TWICE SIM S.p.A. e Twice Advice srl, considerato anche che i rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri, non forniscono alcuna garanzia di raggiungimento degli obiettivi di investimento né assumono 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. e Twice Advice srl hanno adottato procedure interne idonee a garantire l'indipendenza dei propri analisti finanziari e che prescrivono loro adeguate regole comportamentali.