

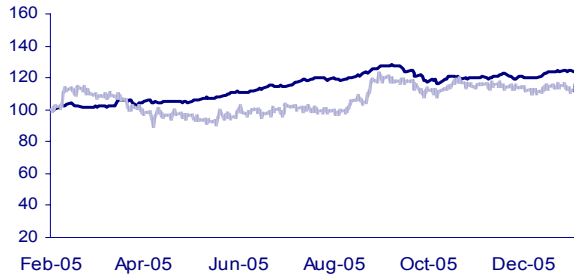
# Dmail

**Fair Value €11,5**

## Risultati 4Q'05

**Last Close €10,5**

Dati euro (mln)	2005 A	2006 E	2007 E
Sales	49.5	54.3	57.0
Ebitda	5.0	6.7	8.1
Ebit	3.3	5.0	6.5
EPS adj	3.3	5.0	6.5
EV/Sales	1.5 x	1.4 x	1.3 x
EV/Ebitda	14.8 x	11.0 x	8.9 x
EV/Ebit	22.1 x	14.6 x	11.2 x
P/E adj	29.6 x	34.9 x	25.7 x
No. Shares (mln)	7.65		
Market Float	41.9%		
Market Cap	80.3		
Bloomberg	DMA IM		
RealTick	DMA.MIL		
		1m	3m
Rel. Perf. vs Star		+5.7%	+2.8%
			12m
			-2.3%



## Potenziale upside sui media locali

- I risultati riportati da DMA nel 4Q'05 sono positivi e in crescita, con ricavi che si attestano a €13,8 mln, in aumento del +8,8% yoy, per effetto della buona performance del settore media locali (+29,1% yoy a €4,8 mln). L'efficace gestione dei costi operativi (in calo del 77,5% yoy) consentono un notevole progresso dell'EBITDA che passa da €1,16 mln del 4Q'04 a €1,92 mln del 4Q'05.
- Altrettanto incoraggianti sono i dati registrati dal gruppo su base annuale. A fronte di un aumento delle sales'05 del +8,7% yoy a €46,4 mln (vs. €42,7 mln del FY'04) l'EBITDA è cresciuto del 21,2% yoy a €4,9 mln (pari ad un margine del 10,7%). Sui risultati positivi ha inciso la brillante performance della *business area* media locale con fatturato in crescita del +20% yoy a €15,9 mln. L'incremento del settore *media commerce* (+3,6% yoy) è stato trainato dal trend positivo nelle vendite a distanza sia in Italia (+12,9% yoy) che all'estero (+5,8% yoy), nonostante l'andamento negativo fatto registrare, invece, dalla vendita tradizionale di elettronica di largo consumo (realizzata tramite la controllata Cat), con ricavi in calo del -8,8% yoy (€10,6 mln).
- Riteniamo che vi siano ancora ampi spazi di crescita per DMA per i prossimi anni, sia nell'area *media commerce* (attraverso un ampliamento delle quote di mercato) che nella *business area* media locali (attraverso la crescita attuata anche per linee esterne). Ipotizziamo, quindi, che per il FY'06 DMA possa raggiungere un fatturato di €54,3 mln (+17% yoy), con un ulteriore miglioramento della marginalità (EBITDA margin'06E del 12,2% ed un EBIT margin'06E del 9,3%).
- Dall'applicazione del DCF model otteniamo un *fair value* di €11,5 per az. La sottovalutazione del titolo trova conferma anche nel confronto con i multipli di mercato. Attualmente DMA tratta ad un multiplo EV/Sales'06E di 1,4x ed un multiplo EV/Ebitda'06E di 11,0x.

**24 febbraio 2006**

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



## Commento ai risultati

Il gruppo Dmail ha chiuso un altro trimestre con risultati in netta crescita, ancora più significativa se si tiene in considerazione le sfavorevoli condizioni del settore di riferimento e la negativa congiuntura economica. I ricavi del 4Q'05 sono stati pari a €13,8 mln, in aumento del +8,8% sul 4Q'04, per effetto della buona performance del settore media locali (+29,1% yoy a €4,8 mln). Segnali incoraggianti vengono anche dal forte recupero della marginalità a livello di EBITDA, che registra nel 4Q'05 una crescita del +66% rispetto al trimestre del passato esercizio (€1,92 mln in valore assoluto, contro €1,16 mln) e la cui incidenza sul fatturato passa dal 9,1% al 13,8%. Tale risultato ha beneficiato degli importanti processi di razionalizzazione e riorganizzazione produttiva, che hanno portato ad ingenti risparmi in particolare sui costi operativi che nel 4Q'05 si sono ridotti del -77,5% yoy.

**Tabella 1. Conto Economico Consolidato Dmail Group 4Q'05 e FY'05 vs. 4Q'04 e FY'04 (€ mln)**

Gruppo DMAIL	4Q'04	4Q'05	FY 2004	FY 2005
Fatturato Media Commerce	3.74	4.83	29.42	30.48
Fatturato Media Locali	9.00	9.03	13.31	15.97
<b>Fatturato</b>	<b>12.75</b>	<b>13.87</b>	<b>42.74</b>	<b>46.45</b>
Altri ricavi	0.80	0.72	2.44	3.00
<b>Totale Ricavi</b>	<b>13.54</b>	<b>14.59</b>	<b>45.18</b>	<b>49.46</b>
Materie prime, sussidiarie e di consumo	(4.43)	(4.57)	(14.24)	(14.87)
Costo Personale	(1.45)	(1.53)	(5.49)	(5.68)
Costi per Servizi	(5.47)	(6.35)	(18.84)	(22.31)
Altri costi di Struttura	(1.04)	(0.23)	(2.53)	(1.65)
<b>Margine Operativo Lordo (EBITDA)</b>	<b>1.16</b>	<b>1.92</b>	<b>4.09</b>	<b>4.95</b>
<b>EBITDA Margin</b>	<b>9.1%</b>	<b>13.8%</b>	<b>9.6%</b>	<b>10.7%</b>
Ammortamenti e Accantonamenti	(0.48)	(0.60)	(1.62)	(1.64)
<b>Reddito Operativo (EBIT)</b>	<b>0.67</b>	<b>1.31</b>	<b>2.47</b>	<b>3.31</b>
<b>EBIT Margin</b>	<b>5.3%</b>	<b>9.5%</b>	<b>5.8%</b>	<b>7.1%</b>
Proventi / (oneri) finanziari	(0.04)	(0.18)	(0.39)	(0.60)
<b>Reddito ante imposte (PBT)</b>	<b>0.64</b>	<b>1.14</b>	<b>2.08</b>	<b>2.71</b>
<b>PBT Margin</b>	<b>5.0%</b>	<b>8.2%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.8%</b>

Fonte: dati Dmail

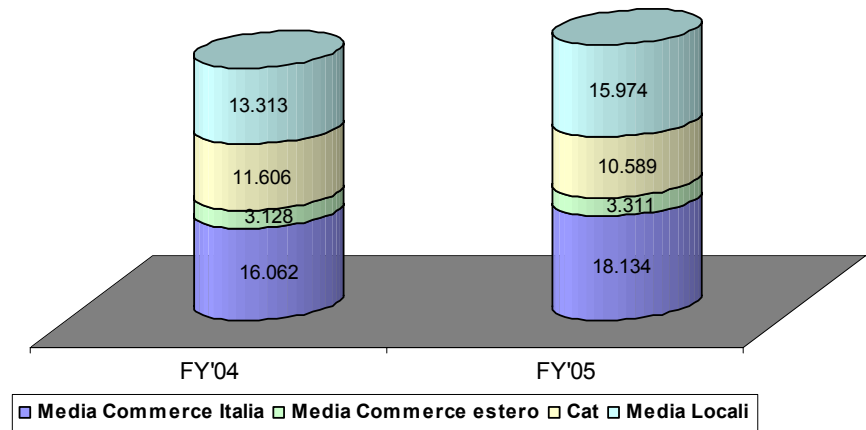
I risultati su base annuale sono stati altrettanto incoraggianti, con sales'05 in crescita del +8,7% yoy a €46,4 mln rispetto a €42,7 mln del FY'04. Dall'analisi del *breakdown* del fatturato per *business area* si evince un tasso di crescita del settore *media commerce* nell'ordine del +3,6%, trainato dal trend positivo nelle vendite a distanza sia in Italia (+12,9% yoy) che all'estero (+5,8% yoy) e nonostante l'andamento negativo fatto registrare, invece, dalla vendita tradizionale di elettronica di largo consumo (realizzata tramite la controllata Cat), con ricavi in calo del -8,8% yoy (€10,6 mln).

Per la *business area* media locali, l'incremento del fatturato del +20% yoy (€15,9 mln), fatto registrare nel FY'05 è stato sostenuto dal ciclo



elettorale, che ha inciso sia sui ricavi editoriali che sulla raccolta pubblicitaria.

**Figura 1. Breakdown del fatturato per business area FY'05 vs. FY'04 (€, mln)**



Fonte: elaborazione Twice su dati Dmail

Dal confronto con l'esercizio precedente viene confermato anche un recupero in termini di marginalità, con un EBITDA *margin*'05 del 10,7% in crescita di 110bp rispetto al FY'04, per effetto della riduzione dell'incidenza sul fatturato delle materie prime e del costo del personale, e nonostante l'aumento del +18,4% yoy dei costi per servizi. L'EBIT del FY'05 pari a €3,3 mln e corrispondente a un EBIT *margin*'05 del 7,1%, si confronta a €2,5 mln del FY'04.

A dicembre'05 la NFP rimane negativa per €-1,5 mln, quasi in linea con la NFP a settembre'05; i consistenti flussi operativi del trimestre, infatti, hanno permesso al gruppo di coprire alcuni investimenti, tra cui l'acquisto di azioni proprie e l'acquisto della società rumena Lake View Impex.

## Stime

Riteniamo che vi siano ancora ampi spazi di crescita per DMA per i prossimi anni, attraverso un ampliamento delle quote di mercato, specie a livello europeo, nell'area *media commerce* e attraverso la crescita attuata anche per linee esterne della *business area* media locali.

Per tali ragioni riteniamo che nel FY'06E DMA possa raggiungere un fatturato di €54,3 mln con un incremento del +17% yoy, con l'area *media commerce* che cresce del +17,2% yoy, trainata dalle vendite realizzate sui mercati esteri, dall'ampliamento delle categorie merceologiche e dallo sviluppo di nuovi canali di vendita e con il comparto dell'editoria locale in aumento del +16% yoy anche per effetto della campagna elettorale, che imprime un maggior sviluppo sia ai ricavi editoriali che alla raccolta pubblicitaria.

Il processo di ristrutturazione e riorganizzazione che il gruppo sta attuando determinerà, a nostro avviso, un ulteriore miglioramento della



marginalità, con un EBITDA *margin*'06E del 12,2% ed un EBIT *margin*'06E del 9,3%.

**Tabella 2. Conto Economico Consolidato FY'04A - FY'07E(€ mln)**

Gruppo DMAIL	Actual		Estimates	
	2004A	2005A	2006E	2007E
Ricavi Media Commerce	31.5	32.5	35.7	37.9
Ricavi Media	13.7	16.9	18.6	19.1
<b>Totale Ricavi</b>	<b>45.2</b>	<b>49.5</b>	<b>54.3</b>	<b>57.0</b>
Materie prime, sussidiarie e di consumo	(14.2)	(14.9)	(15.1)	(14.7)
Costo Personale	(5.5)	(5.7)	(6.6)	(7.0)
Costi per Servizi	(18.8)	(22.3)	(23.9)	(25.1)
Altri costi di Struttura	(2.5)	(1.6)	(2.0)	(2.1)
<b>Margine Operativo Lordo (EBITDA)</b>	<b>4.1</b>	<b>5.0</b>	<b>6.7</b>	<b>8.1</b>
<b>EBITDA Margin</b>	<b>9.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>12.2%</b>	<b>14.2%</b>
Ammortamenti e Accantonamenti	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.7)
<b>Reddito Operativo (EBIT)</b>	<b>2.5</b>	<b>3.3</b>	<b>5.0</b>	<b>6.5</b>
<b>EBIT Margin</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.7%</b>	<b>9.3%</b>	<b>11.3%</b>
Proventi / (oneri) finanziari	(0.4)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
Proventi / (oneri) straordinari	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Reddito ante imposte (PBT)</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>4.4</b>	<b>5.9</b>
<b>PBT Margin</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.5%</b>	<b>8.2%</b>	<b>10.3%</b>

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 3,66%;
- beta pari a 1,05;
- crescita di lungo termine, *g*, ipotizzata pari al 2%.

**Tabella 3. Ipotesi WACC per Discounted Cash Flow**

Beta		1.05
Risk free		3.66%
Risk premium		5.00%
<b>WACC</b>	Debt	0.06%
	Equity	8.74%
	Total	<b>8.80%</b>
Long Term Growth ( <i>g</i> )		2.0%

Fonte: elaborazione Twice



L'attualizzazione dei flussi di cassa conduce a un *enterprise value* pari a €89,6 mln ed ad un *fair value* di €11,5 per azione.

**Tabella 4. Discounted Cash Flow (mln €)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	TV
NOPAT	3.38	4.33	5.37	5.53	5.69	6.25	6.25
+ Depreciations & Provisions	1.61	1.65	1.68	1.70	1.72	1.16	1.16
- Capex	0.29	-0.72	-0.63	-0.65	-0.67	-0.69	-0.69
- Change in Working Capital	-1.43	-0.42	-0.41	0.17	0.14	-0.20	-0.20
<b>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</b>	<b>3.85</b>	<b>4.85</b>	<b>6.00</b>	<b>6.75</b>	<b>6.88</b>	<b>6.52</b>	<b>6.52</b>
NPV of FCFF	<b>3.54</b>	<b>4.10</b>	<b>4.66</b>	<b>4.82</b>	<b>4.52</b>	<b>3.93</b>	
<b>Terminal Value</b>	97.70						
NPV of Terminal Value	<b>64.07</b>						
<b>Enterprise Value</b>	<b>89.63</b>						
<b>Cash (Debt) 1H'05A</b>	<b>(1.57)</b>						
<b>Equity Value</b>	<b>88.05</b>						
Shares outstanding (mln)	7.65						
<b>Equity Value per share (€)</b>	<b>11.5</b>						

	% Flussi	% TV
	24%	71%

Fonte: elaborazione Twice

La valutazione attraverso i multipli di mercato è stata condotta distinguendo i *comparables* del settore *media commerce* e *media*.

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

**Tabella 5. Multipli di mercato dei comparables del settore media commerce**

	EV/SALES		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
AMAZON.COM INC	1.54	1.32	21.31	17.24	21.90	16.30
KARSTADTQUELLE AG	0.58	0.58	14.26	11.78	29.09	22.91
WILLIAMS-SONOMA INC	1.27	1.13	9.26	8.38	12.44	11.44
<b>median multiple</b>	<b>1.27</b>	<b>1.13</b>	<b>14.26</b>	<b>11.78</b>	<b>21.90</b>	<b>16.30</b>

Fonte: elaborazione Twice



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

**Tabella 6. Multipli di mercato dei comparables del settore media**

	EV/SALES		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
POLIGRAFICI EDITORIALE SPA	0.94	0.91	10.13	9.80	15.73	13.92
CLASS EDITORI SPA	1.49	1.47	15.17	17.92	63.09	n.a.
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	1.95	1.91	9.10	8.80	11.45	10.66
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	1.20	1.19	8.65	8.51	10.92	11.03
RCS MEDIAGROUP SPA	1.41	1.36	11.22	10.01	14.20	11.83
CALTAGIRONE EDITORE	1.81	1.77	7.93	7.50	9.89	9.09
median multiple	<b>1.45</b>	<b>1.42</b>	<b>9.62</b>	<b>9.30</b>	<b>12.83</b>	<b>11.03</b>

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 '06-'07, viene determinato per l'area *media commerce* e *media*. Dalla somma degli EV per i due settori si giunge a un EV complessivo di €83,9 mln ed ad un *fair value* di €10,8 per azione, confermando la sottovalutazione del titolo.

**Tabella 7. Valutazione Multipli di mercato**

<b>Average EV at trading multiples Media Commerce</b>	<b>59.2</b>
<b>Average EV at trading multiples Media</b>	<b>24.7</b>
<b>Average EV at trading multiples</b>	<b>83.9</b>
<b>Cash (Debt) Dec'05A</b>	<b>(1.6)</b>
<b>Equity Value</b>	<b>82.4</b>
Shares outstanding (mln)	7.7
<b>Equity Value per share (€)</b>	<b>10.8</b>

Fonte: elaborazione Twice

**DMAIL**

**BLOOMBERG CODE**  
**REUTERS CODE**  
**REALTICK CODE**

**DMA IM**  
**DMA.MI**

**IPO date**  
**Market**

**22-Dec-00**  
**MTAX-Star**

**Last Price** 10.5  
**# shares (mln)** 7.65  
**Mkt Cap (€ mln)** 80.3 **Free float** 41.9%

<b>Values per Share (€)</b>	<b>2003A</b>	<b>2004A</b>	<b>2005A</b>	<b>2006E</b>	<b>2007E</b>
No. Ordinary Shares (mln)	6.5	6.5	7.7	7.7	7.7
EPS	(0.8)	0.3	0.4	0.3	0.4
EPS adjusted	(0.8)	0.3	0.4	0.3	0.4
CEPS	0.1	0.9	0.6	0.5	0.6
BVPS	3.3	3.7	4.0	3.9	4.1
Dividend per share	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0

<b>Income Statement (€ mln)</b>	<b>2003A</b>	<b>2004A</b>	<b>2005A</b>	<b>2006E</b>	<b>2007E</b>
Sales	44.1	44.8	49.5	54.3	57.0
EBITDA	3.1	4.8	5.0	6.7	8.1
EBIT	(3.2)	0.7	3.3	5.0	6.5
Net income	(5.3)	2.0	2.7	2.3	3.1
Adj. Net income	(4.9)	2.0	2.7	2.3	3.1

<b>Balance Sheet (€ mln)</b>	<b>2003A</b>	<b>2004E</b>	<b>2005A</b>	<b>2006E</b>	<b>2007E</b>
Fixed & LT Assets	24.6	22.5	20.9	19.6	19.2
Working Capital	4.2	5.1	5.7	7.2	7.6
Capital Employed	28.9	27.6	26.6	26.7	26.8
Net Debt (Cash)	4.7	1.0	(7.0)	(6.8)	(8.0)
Funds	(2.7)	2.5	3.0	3.3	3.7
Net equity	21.5	24.1	30.6	30.2	31.1
Market Cap	80.3	80.3	80.3	80.3	80.3
Enterprise Value	85.0	81.3	73.4	73.5	72.3

<b>Stock Market Ratios</b>	<b>2003A</b>	<b>2004E</b>	<b>2005A</b>	<b>2006E</b>	<b>2007E</b>
P/E adj	(5.0)	34.4	29.6	34.9	25.7
P/CEPS	26.0	11.1	18.5	20.5	16.8
P/BVPS	3.2	2.8	2.6	2.7	2.6
EV/Sales	1.9	1.8	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	27.5	16.8	14.8	11.0	8.9
EV/EBIT	nm	118.5	22.1	14.6	11.2

<b>Profitability and Financial Ratios</b>	<b>2003A</b>	<b>2004E</b>	<b>2005A</b>	<b>2006E</b>	<b>2007E</b>
EBITDA Margin	7.0%	10.8%	10.0%	12.2%	14.2%
EBIT Margin	(7.2%)	1.5%	6.7%	9.3%	11.3%
Net Income Margin	(12.1%)	4.4%	5.5%	4.2%	5.5%
ROE	neg	8.2%	8.9%	7.6%	10.0%
D/E	0.2	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.3)

<b>Growth (%)</b>	<b>2003A</b>	<b>2004E</b>	<b>2005A</b>	<b>2006E</b>	<b>2005E</b>
Sales	-10.8%	1.6%	10.5%	9.8%	5.0%
EBITDA	54.2%	56.6%	2.3%	34.4%	22.0%
EBIT	-51.6%	-121.5%	383.0%	52.1%	28.2%
Net income	-33.3%	-137.0%	37.9%	-15.2%	35.6%



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