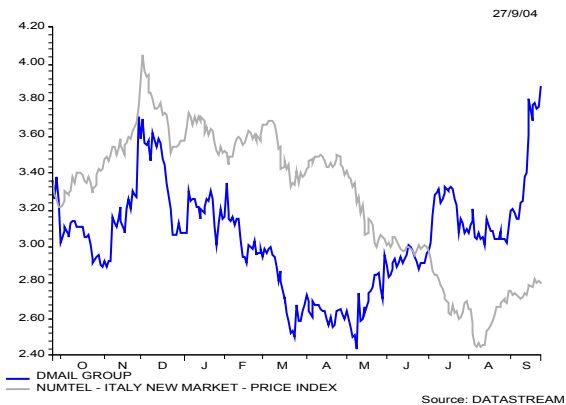


Prezzo ord: € 3.84


Company Key Data	2003A	2004E	2005E	2006E
Revenues (€ mil)	44.0	44.8	45.7	46.5
EBITDA (€ mil)	3.1	5.1	5.6	5.6
EBIT (€ mil)	(3.2)	0.9	1.7	2.2
Net Income (€ mil)	(4.4)	0.1	0.8	1.1
Dividend Ord. (€)	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS adj (€)	(0.29)	0.30	0.43	0.48
EV/EBITDA (x)	9.5	5.3	4.3	3.7
P/E adj (x)	(13.3)	12.7	8.9	8.1

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

Banca Caboto s.p.a. è 'specialist della società' oggetto del presente studio.
Company Data

N. of Shares (mil):	6
Market Price (€):	3.84
Target Price (€):	4.30
Target Upside:	12%
Previous Target (€):	3.40

Market Data

Market Cap (€ mil)	24.8
Free Float (%)	53.5
12 m Hi/Lo (€)	3.87/2.43
Average Volumes ('000)	65.7

Other Info

Sector	Retailing
Reuters Code	DMA.MI
Bloomberg Code	DMA IM
Numtel Index	1,237

Performance (%)

	Abs	Rel
1 month	26.5	21.5
3 months	33.9	40.8
12 months	13.0	29.5

September 27, 2004

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

Utile in vista

- I risultati semestrali del gruppo sono stati decisamente positivi, soprattutto sotto il profilo della marginalità che ha mostrato un significativo miglioramento. Con un fatturato in crescita del 4.5% a 22.3 € mil, l'EBITDA è aumentato di oltre il 120% a 2.8 € mil (pari al 91% dell'EBITDA dell'intero 2003), segnando un progresso dell'EBITDA margin di oltre 6 p.p. a 12.6% da 6.0% del 1H03. L'EBIT è stato positivo per 0.7 € mil (vs -1.6 € mil del 1H03) così come l'utile pre-tasse pari a 0.3 € mil.
- Notevoli cambiamenti sono poi avvenuti nel corso dell'estate a livello di azionariato del gruppo, con l'ingresso di nuovi soci che ha portato al lancio di un'OPA totalitaria conclusasi a fine agosto. La Banfort, azionista di controllo della Dmail, ha infatti ceduto ad inizio luglio il 29.9% del capitale della Dmail ad una cordata di imprenditori tra cui figurano Adrio de Carolis e Antonio Percassi per un importo pari a 5.32 € mil (equivalente a 2.76€/sh). Inoltre l'AD Viganò ha rilevato interamente le quote del Presidente e fondatore Soares e della Stetter nella Banfort (che rimane azionista della Dmail con il 13.01%) aderendo ad un patto di sindacato con i nuovi azionisti. L'operazione ha comportato il lancio OPA totalitaria obbligatoria al prezzo di 2.93€/sh conclusasi, come atteso, con una ristrettissima adesione: 57,266 azioni raccolte, pari all'1.6% del capitale.
- Alla luce dei risultati del semestre migliori delle nostre attese abbiamo modificato le nostre stime sia sul 2004 che sul medio termine al fine di incorporare un recupero di marginalità più veloce e più significativo del previsto. Riteniamo che già nel 2004 la società possa superare il target di un EBITDA margin al 10% fissato per il 2005 nonché riuscire a chiudere per la prima volta in utile dopo la perdita di 4.3 € mil registrata nel 2003. Tale revisione ha comportato un miglioramento del fair value a 4.3 € per azione dal precedente 3.4 € per azione, con un upside potenziale di circa l'11%. Confermiamo, pertanto, la nostra raccomandazione di **ADD** sul titolo, anche alla luce dell'ingresso dei nuovi soci che riteniamo importante per il processo di turnaround della società.

Indice

REVISIONE DELLE STIME E VALUTAZIONE.....	3
<i>Core Business</i>	3
<i>Editoria</i>	3
RISULTATI 1H04.....	5

Revisione delle stime e Valutazione

I risultati del primo semestre sono stati decisamente positivi, con la marginalità che ha superato le nostre attese abbastanza conservative. Riteniamo che tali risultati possano essere interpretati non solo come il segno tangibile del turnaround del gruppo, ma anche della maggiore velocità con cui il processo di ristrutturazione sta avvenendo.

Core Business

Nella parte core le principali modifiche hanno riguardato:

- Vendite a distanza: abbiamo rivisto al rialzo il fatturato sia delle vendite attraverso il catalogo che di quelle on-line. Rispetto alle precedenti stime abbiamo incrementato le vendite via catalogo - alla luce di risultati che hanno evidenziato sia una crescita del numero di ordini che del valore medio di acquisto- di circa il 9% per quest'anno e mediamente del 6% per i prossimi anni. Riteniamo che questo canale di vendita potrebbe crescere ancora in Italia, dove il valore medio di acquisto pro capite è rimasto tra i più bassi in Europa (nel 2003 14 € vs 120 € media europea; stime EMOTA -European Mail Order and Distance Selling Trade Association), andando a ridurre parzialmente il gap esistente. Riguardo alle vendite web, abbiamo alzato lievemente le stime di quest'anno (+3.5%), ed in maniera più significativa quelle dei prossimi anni. Ricordiamo che il drastico calo registrato da questa voce nel 2003 (-27% YoY) era dovuto all'interruzione dei ricavi da file booster (privi di marginalità).
- Costi di acquisto dei beni: abbiamo abbassato i costi di acquisto dei prodotti per incorporare gli effetti positivi del permanere della forza dell'euro e per la maggior efficienza raggiunta dal gruppo nella fase di approvvigionamento. L'incidenza sul fatturato della divisione passa dal 42% precedentemente atteso al 40.5% (vs 45.7% del 2003), in linea con i dati della semestrale.

Tabella 1: Dmail- Revisione stime core business

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Revenues	New	30.69	31.38	32.04	32.97	33.93	34.75	35.58	36.42
	Old	29.52	29.96	30.71	31.65	32.59	33.41	34.26	35.10
EBITDA	New	3.78	4.00	4.07	4.18	4.35	4.46	4.61	4.70
	Old	2.83	3.05	3.11	3.16	3.21	3.28	3.39	3.45
EBIT	New	0.70	1.27	1.67	2.71	3.00	3.14	3.37	3.68
	Old	0.10	0.51	0.75	1.67	1.81	1.89	2.55	2.84

Fonte: stime Banca Caboto s.p.a.

Editoria

Nella parte editoriale, abbiamo alzato le stime sul fatturato alla luce del risultato del 2Q04 migliore delle nostre attese (3.7 € mil vs ns attese di 3.3 € mil), mantenendo la stima di EBITDA margin per l'anno (9.6%) e migliorando lievemente il margine per i prossimi anni.

Tabella 2: Dmail– Revisione stime editoria

(€ mil)		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Revenues									
	New	14.09	14.30	14.49	15.04	15.24	15.45	15.66	15.87
	Old	13.29	13.48	13.66	14.19	14.38	14.57	14.76	14.96
EBITDA									
	New	1.35	1.57	1.55	1.65	1.70	1.74	1.74	1.75
	Old	1.27	1.43	1.43	1.53	1.53	1.52	1.52	1.51
EBIT									
	New	0.22	0.46	0.56	0.67	0.77	0.83	0.86	1.61
	Old	0.07	0.29	0.34	0.43	0.47	0.47	0.66	1.41

Fonte: stime Banca Caboto s.p.a.

La revisione delle stime ha comportato un innalzamento del nostro Fair Value a 4.3 € per azione dal precedente 3.4 € per azione. Non sono stati modificati gli altri parametri della valutazione:

- Core Business: WACC 8.7%, perpetual growth rate 2.5%
- Editoria: WACC 4.9% perpetual growth rate 2.0%

Tabella 3: Dmail– Fair Value (€ mil)

EV Core	21.3
EV Editoria	16.2
TOTAL EV	37.5
NFP03	(4.45)
Minorities	(5.23)
Associates	0.00
Equity	27.85
N. of shares (mil)	6.50
Fair Value per share (€)	4.3

Fonte: stime Banca Caboto s.p.a.

Risultati 1H04

Tabella 4: Dmail– Risultati 1H04

(€ mil)	1H03	1H04A	% growth rate
Totale revenues	21.3	22.3	4.7%
Media Commerce	13.5	15.3	13.3%
Editoria	7.8	7.0	-10.1%
EBITDA	1.3	2.8	121.7%
<i>EBITDA margin</i>	<i>6.0%</i>	<i>12.6%</i>	<i>6.7 p.p.</i>
Media Commerce	0.8	2.1	163.0%
Editoria	0.5	0.7	53.7%
EBIT	(1.6)	0.7	
Media Commerce	(1.3)	0.6	
Editoria	(0.3)	0.2	
PBT	(2.1)	0.3	

Fonte: dati societari

I ricavi del primo semestre 2004 sono cresciuti del 4.7% YoY a 22.3 € mil, +9.6% like – for –like (escludendo Bloomberg). Al risultato hanno contribuito in maniera particolare le vendite tramite catalogo (+25.2% YoY) e quelle tramite negozi (+7.3% YoY) che hanno più che compensato il calo del fatturato dell'editoria (+2.3% like for like) dovuto al deconsolidamento della testata Bloomberg.

Tabella 5: Dmail– Break down fatturato 1H04

(€ mil)	1H04	1H03	% growth rate
Fatturato vendite tramite catalogo	3.96	4.96	25.2%
Fatturato vendite tramite negozi	7.55	8.10	7.3%
Fatturato vendite tramite web	0.94	1.15	22.1%
Ricavi parte editoriale	7.42	6.88	-7.4%
Others	1.42	1.21	-15.2%
Total Revenues	21.30	22.29	4.7%

Fonte: dati societari

Riguardo ai margini, l'EBITDA è significativamente cresciuto grazie al: i) forte recupero di efficienza nella parte media commerce, con l'EBITDA margin del semestre passato dal 5.9% del 1H03 al 13.6%; ii) deconsolidamento nella parte editoriale di Blommborg che nel 1H03 aveva registrato una perdita pari a 0.33 € mil.

L'EBIT, positivo per 0.7 € mil, ha beneficiato nel 1H04 anche di una riduzione del livello degli ammortamenti.

DMAIL GROUP				Sep 27, 2004		
Sector:	Retail			Mkt Price	Target (€)	Rating
Datatype:	Industrial		Ordinary	3.84	4.30	ADD
REUTERS CODE	DMA.MI					
Values per Share (€)	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
No. Ordinary Shares (mil)	7	7	7	6	6	6
No. NC Saving/Preferred Shares (mil)	-	-	-	-	-	-
Total No. of Equivalent Shares (mil)	7	7	7	6	6	6
EPS Adjusted	(0.02)	(0.72)	(0.29)	0.30	0.43	0.48
CFPS	0.59	0.20	0.29	0.67	0.72	0.70
BVPS	5.10	3.95	3.31	3.35	3.48	3.66
Dividend Ord	-	-	-	-	-	-
Dividend SAV Nc	-	-	-	-	-	-
Income Statement (€ mil)	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
Sales	34.7	49.3	44.0	44.8	45.7	46.5
EBITDA	3.2	2.0	3.1	5.1	5.6	5.6
EBIT	(2.2)	(6.6)	(3.2)	0.9	1.7	2.2
Pretax Income	(1.3)	(7.7)	(4.3)	0.3	1.4	2.0
Net Income	(1.6)	(7.3)	(4.4)	0.1	0.8	1.1
Adj. Net Income	(0.1)	(4.7)	(1.9)	2.0	2.8	3.1
Cash Flow (€ mil)	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
Net Income before Minorities	(2.1)	(8.0)	(5.3)	0.2	0.9	1.2
Depreciation and Provisions	5.4	8.6	6.3	4.2	3.8	3.4
Change in Working Capital	(7.6)	0.6	(1.5)	(1.5)	(0.4)	(0.2)
Operating Cash Flow	(4.3)	1.2	(0.5)	2.9	4.3	4.4
Capital Expenditure	(8.6)	(4.7)	(0.7)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
Other (uses of Funds)	0.7	1.1	1.1	0.1	(0.1)	0.3
Free Cash Flow	(12.2)	(2.4)	(0.1)	2.7	3.9	4.3
Dividends and Equity Changes	1.6	0.1	0.5	(0.1)	(0.0)	(0.1)
Net Cash Flow	(10.6)	(2.3)	0.4	2.6	3.8	4.2
Balance Sheet (€ mil)	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
Net Capital Employed	36.5	31.6	25.9	24.3	21.8	19.3
of which Associates	-	-	-	-	-	-
Net Debt (Cash)	2.3	5.2	4.4	2.6	(0.6)	(4.2)
Minorities	1.1	0.7	(0.0)	-	-	-
Net Equity	33.1	25.7	21.5	21.6	22.5	23.6
Market Cap	25	25	25.0	24.8	24.8	24.8
Enterprise Value (*)	28	31	29	27	24	21
Stock Market Ratios	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
P/E adj	-177.1x	-5.3x	-13.3x	12.7x	8.9x	8.1x
P/CEPS	6.5x	19.6x	13.0x	5.7x	5.3x	5.5x
P/BVPS	0.8x	1.0x	1.2x	1.1x	1.1x	1.1x
Dividend Yield (%ord)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend Yield (%sav)						
EV/Sales	0.8x	0.6x	0.7x	0.6x	0.5x	0.4x
EV/EBITDA	8.8x	15.4x	9.5x	5.3x	4.3x	3.7x
EV/EBIT	-12.8x	-4.7x	-9.2x	30.5x	13.9x	9.2x
EV/CE	0.8x	1.0x	1.1x	1.1x	1.1x	1.1x
D/EBITDA	0.7x	2.6x	1.4x	0.5x	-0.1x	-0.8x
D/EBIT	-1.0x	-0.8x	-1.4x	2.9x	-0.4x	-1.9x
Profitability & Financial Ratios	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
EBITDA Margin (%)	9.2%	4.1%	7.0%	11.5%	12.2%	12.1%
EBIT Margin (%)	-6.3%	-13.4%	-7.3%	2.0%	3.8%	4.8%
Tax Rate (%)	-55.9%	-3.8%	-25.2%	38.0%	38.0%	38.0%
Net Income Margin (%)	-4.5%	-14.9%	-9.9%	0.2%	1.8%	2.4%
ROE (%)	-4.7%	-28.6%	-20.3%	0.4%	3.8%	4.8%
Debt/Equity Ratio	0.1	0.2	0.2	0.1	(0.0)	(0.2)
Growth	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
Sales (%)	NA	42.2%	-10.7%	1.7%	2.0%	1.9%
EBITDA (%)	NA	-37.4%	54.2%	66.1%	8.5%	1.0%
EBIT (%)	NA	-202.0%	51.7%	128.2%	92.9%	28.8%
Pretax Income (%)	NA	-479.0%	44.7%	107.0%	366.9%	41.7%
Net Income (%)	NA	-367.4%	40.5%	102.1%	832.9%	33.6%
Adj. Net Income (%)	NA	-3211.9%	59.8%	204.0%	42.5%	10.2%

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

Il presente documento è stato redatto da Banca Intesa in nome e per conto di Banca Caboto s.p.a. (“**Caboto**”) società interamente controllata dal Gruppo Intesa (il “**Gruppo**”), in adempimento del **contratto di specialist sottoscritto con la società DmailGroup**. 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
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
Giulia Sartorelli	+39 02 8021 2707

Analisi Tecnica e Quantitativa

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

Research Assistants & Distribution

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

Corrispondenti Banche

Sergio Francolini	+39 02 8021 5859
-------------------	------------------

Securities Lending

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

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

New York

Elena Castro	+1 212 509 5090
Omar Zaghis	+1 212 509 4790

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
------------	------------------