

Company Key Data	2002A	2003A	2004E	2005E
Revenues (€ mil)	49.3	44.0	42.8	43.4
EBITDA (€ mil)	2.0	3.1	4.1	4.5
EBIT (€ mil)	(6.6)	(3.2)	0.2	0.8
Net Profit (€ mil)	(7.3)	(4.4)	(0.3)	0.3
Dividend Ord. (€)	-	-	-	-
EPS adj (€)	(0.72)	(0.29)	0.23	0.34
EV/EBITDA (x)	12.1	7.5	5.2	4.2
P/E adj (x)	(4.0)	(9.9)	12.3	8.3

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

Company Data

N. of Shares (mil):	7
Market Price (€):	2.87
Target Price (€):	3.40
Target Upside:	19%
Previous Target (€):	2.40

Market Data

Market Cap (€ mil)	18.6
Free Float (%)	54.3
12 m Hi/Lo (€)	3.75/2.25
Average Volumes ('000)	19.7

Other Info

Sector	Retailing
Reuters Code	DMA.MI
Bloomberg Code	DMA IM
Numtel Index	1,334

Performance (%)	Abs	Rel
1 month	8.6	22.0
3 months	-2.8	12.8
12 months	22.0	9.7

May 25, 2004

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

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

I margini tornano a salire

- Dmail ha chiuso il 1Q04 in maniera positiva, in particolar modo sotto il profilo della marginalità. Il fatturato del gruppo, nonostante la cessione di Bloomberg e la chiusura di alcuni negozi di proprietà, è cresciuto dell'1.7% YoY a 10.22 € mil. L'EBITDA margin ha mostrato il miglioramento atteso, passando dallo 0.8% del 1Q03 a circa il 9.6% mentre l'EBIT ha raggiunto il break-even (vs una perdita di 1.32 € mil del 1Q03). A maggio il titolo Dmail è entrato a far parte del Techstar, il particolare segmento del Nuovo Mercato che raggruppa le società che rientrano in determinati parametri quantitativi e qualitativi.
- In occasione del roadshow del Nuovo Mercato lo scorso novembre Dmail ha annunciato il target di un EBITDA margin pari al 10% ed il progetto di riorganizzazione societaria che condurrà ad una riduzione del numero di società a circa 10. Il gruppo ha poi deciso di mettere in liquidazione le attività in Spagna che stentavano a raggiungere i traguardi prefissati.
- I risultati del gruppo sono incoraggianti e coerenti con l'annunciato obiettivo di recupero della marginalità nel 2005. Riteniamo che la scelta di focalizzarsi sulle aree di business più redditizie sia positiva e consentirà al gruppo di ottenere buoni risultati già a partire da quest'anno. Abbiamo pertanto rivisto al rialzo le nostre stime; riteniamo che nel 2004 si verifichi ancora una contrazione del fatturato per via delle attività cedute, ma che l'EBITDA margin di gruppo possa raggiungere circa il 9.6% (CAGR 03-06 pari al 31.3%), e l'EBIT torni ad essere positivo. Fissiamo il nostro target price a 3.4€ per azione con giudizio di **ADD**.

Indice

INVESTMENT OPINION	3
VALUTAZIONE.....	4
RISULTATI 2003 E 1Q04.....	6
RISULTATI 2003	6
RISULTATI 1Q04	7

Investment Opinion

Marginalità in deciso recupero

Dopo due anni difficili Dmail sembra aver imboccato la giusta strada focalizzandosi sul recupero della marginalità, vero key issue del gruppo fino a questo momento. Già il 2003 aveva mostrato un netto recupero dell'EBITDA grazie ad una forte politica di contenimento dei costi (EBITDA margin 2003 al 7.0% vs 4.1% nel 2002) ed i dati del 1Q04 hanno confermato questo trend. Al raggiungimento di tale risultato, oltre al recupero di efficienza, ha contribuito in maniera decisiva la decisione del gruppo di focalizzare gli sulle aree più redditizie. Tale scelta ha condotto il gruppo:

- √ Alla messa in liquidazione delle attività in Spagna dopo i deludenti risultati del 2003;
- √ Chiusura di 3 negozi di proprietà (Padova, Vicenza e Brescia).

Obiettivo: EBITDA margin al 10% nel 2005

Il recupero di marginalità mostrato negli ultimi due mesi conferma gli sforzi compiuti della società in tal senso ed annunciati lo scorso novembre in occasione del roadshow del Nuovo Mercato. L'obiettivo dichiarato è il raggiungimento di un EBITDA margin pari al 10% nel 2005 grazie: i) all'incremento delle sinergie tra le diverse divisioni; ii) ulteriori tagli sui costi; iii) cessione delle attività non strategiche che mostrano livelli di redditività non soddisfacenti (a breve dovrebbe avvenire la cessione del negozio di proprietà situato a Bergamo); iv) razionalizzazione della struttura del gruppo per giungere a 10 società (dalle 22 attuali).

Crescita organica

Riguardo alla crescita, Dmail intende in primo luogo cercare di sfruttare al meglio il proprio database clienti che, essendo altamente profilato, racchiude un valore che può essere ceduto o scambiato con quello di altre società. La società cercherà, inoltre, di trarre beneficio dalla sua presenza nel settore dei giornali locali per realizzare cataloghi prodotti di profilati da vendere ad altri media. Infine verranno aumentate le operazioni co-branded.

Per il momento nessuna scissione della parte editoriale

Sembra per il momento accantonato il progetto di scissione della parte editoriale ipotizzato lo scorso anno. Nel frattempo la società ha dismesso la società Dmedia Spa (che deteneva la partecipazione del 50% in Bloomberg) per 1.826 € mil.

Ingresso nel segmento Techstar

L'11 maggio scorso Dmail è stata poi ammessa al Techstar, segmento del Nuovo Mercato che riunisce le società che rispettano determinati parametri di finanziari e di natura qualitativa.

Revisione al rialzo delle stime

I risultati del 2003, superiori alle nostre precedenti stime a livello di fatturato ed EBITDA, e quelli del 1Q04 ci hanno convinto di una revisione al rialzo delle stime. Riteniamo che nel 2004 si verifichi ancora una contrazione del fatturato per via delle attività cedute, ma che l'EBITDA margin di gruppo possa raggiungere circa il 9.6% (CAGR 03-06 pari al 31.3%), e l'EBIT torni ad essere positivo. Il Fair Value passa, pertanto a **3.4€ per azione** con giudizio di **ADD**.

Valutazione

Il miglioramento della marginalità porta il nostro Fair Value a 3.4€ per azione

Dopo i positivi risultati di fine anno e del primo trimestre abbiamo rivisto al rialzo le nostre stime ed aggiornato la valutazione. Dal nostro modello DCF otteniamo una valutazione di 3.4€ per azione

Tabella 1: DMAIL – DCF SOP

(€ mil)	
EV Core	16.1
EV Editoria	15.3
TOTAL EV	31.4
NFP 03	(4.45)
Minorities	4.83
Associates	0.00
Equity	22.08
NOSH	6.50
Fair Value	3.4

Fonte: stime Banca Caboto s.p.a.

Netto miglioramento della marginalità della parte core

La marginalità della parte core è migliorata più velocemente delle nostre precedenti stime che erano abbastanza conservative. Il progresso è stato raggiunto grazie alla soluzione di una serie di aspetti critici che avevamo posto già in evidenza:

- √ Focus sui negozi di proprietà situati nelle migliori location e chiusura dei negozi meno importanti che continuavano a riportare margini negativi;
- √ Decisione di liquidazione dell'attività in Spagna (1 negozio);

Tali operazioni di pulizia hanno permesso al gruppo di incrementare velocemente la propria marginalità, senza che, a nostro avviso, ne venga troppo penalizzato il fatturato.

Con la cessione di Bloomberg anche l'EBITDA del publishing aumenta

Il miglioramento della marginalità nella divisione editoriale è, invece, principalmente imputabile alla cessione, avvenuta a metà febbraio di quest'anno, di Dmedia Spa (la società che controlla in jv paritetica con Bloomberg NY l'edizione della rivista Bloomberg nonché concessionaria pubblicitaria di "Bloomberg" e "Trading on line"). La testata finanziaria, infatti, aveva risentito della crisi dei mercati finanziari ed aveva chiuso il 2003 con un fatturato di 2.08 € mil, un EBITDA pari a -0.842 € mil (su un EBITDA complessivo della parte editoriale di 0.658 € mil) ed una perdita netta di 1.03 € mil.

Tabella 2: DMAIL – FCF delle Divisioni

(€ mil)	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Core Business								
EBIT	0.10	0.51	0.75	1.67	1.81	1.89	2.55	2.84
Depreciation / Amortization (ex Goodwill)	1.36	1.24	1.06	1.09	1.00	0.98	0.44	0.21
Δ OWC	(0.22)	(0.26)	(0.22)	(0.24)	(0.24)	(0.21)	(0.22)	(0.22)
Capex	(0.75)	(0.77)	(0.78)	(0.80)	(0.81)	(0.83)	(0.85)	(0.86)
Taxes	(0.19)	(0.20)	(0.22)	(0.78)	(0.84)	(0.87)	(1.12)	(1.24)
Free Cash Flow	0.30	0.52	0.58	0.94	0.92	0.96	0.80	0.73
Publishing								
EBIT	0.07	0.29	0.34	0.43	0.47	0.47	0.66	1.41
Depreciation / Amortization (ex Goodwill)	0.55	0.51	0.45	0.47	0.42	0.41	0.22	0.11
Δ OWC	(0.01)	(0.05)	(0.05)	(0.14)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)
Capex	(0.42)	(0.35)	(0.35)	(0.36)	(0.37)	(0.37)	(0.38)	(0.39)
Taxes	(0.17)	(0.16)	(0.16)	(0.31)	(0.32)	(0.33)	(0.40)	(0.68)
Free Cash Flow	0.02	0.24	0.23	0.09	0.15	0.13	0.05	0.39

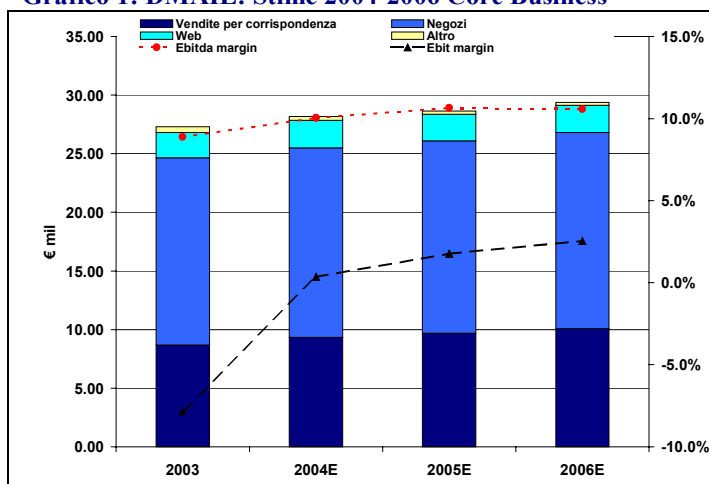
Fonte: stime Banca Caboto s.p.a.

Riportiamo nella seguente tabella la sensitività in termini di EV alle ipotesi di perpetual growth rate e WACC. Per il calcolo del WACC abbiamo utilizzato un free risk pari al 4.4% ed un β di 1.1 per la parte core ed 1 per la parte editoriale.

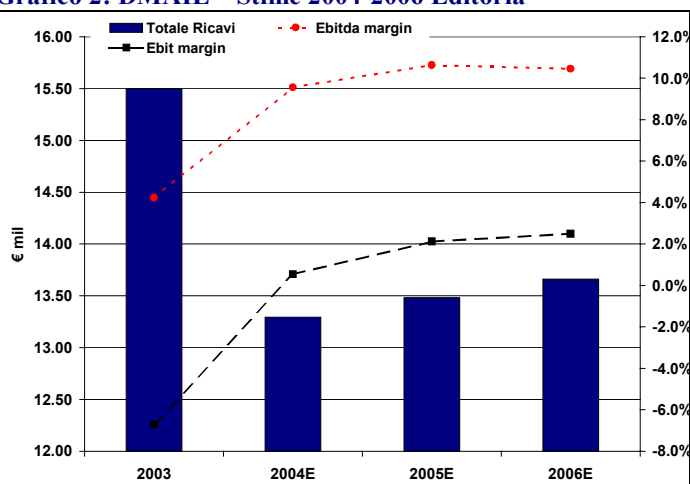
Tabella 3: DMAIL – EV Sensitivity

Core Business								Publishing									
		WACC								WACC							
		5.68%	6.68%	7.68%	8.68%	9.68%	10.68%	11.68%			3.36%	3.86%	4.36%	4.86%	5.4%	5.86%	6.36%
g%	1.50%	26.7	20.9	17.0	14.3	12.2	10.6	9.3	1.00%	20.3	16.3	13.5	11.5	9.9	8.7	7.7	
	2.00%	29.9	22.8	18.3	15.1	12.8	11.0	9.6	1.50%	25.6	19.7	15.8	13.1	11.1	9.6	8.4	
	2.50%	34.1	25.1	19.7	16.1	13.5	11.5	10.0	2.00%	34.8	24.8	19.0	15.3	12.7	10.8	9.3	
	3.00%	39.8	28.1	21.5	17.2	14.2	12.1	10.4	2.50%	54.7	33.7	24.0	18.4	14.8	12.3	10.4	
	3.50%	48.1	32.0	23.6	18.6	15.1	12.7	10.9	3.00%	130.2	52.9	32.6	23.2	17.8	14.3	11.9	

Fonte: elaborazioni Banca Caboto

Grafico 1: DMAIL: Stime 2004-2006 Core Business

Fonte: stime Banca Caboto s.p.a.

Grafico 2: DMAIL – Stime 2004-2006 Editoria

Fonte: stime Banca Caboto s.p.a.

Risultati 2003 e 1Q04

Risultati 2003

Il 2003 è stato l'anno di turnaround per il gruppo Dmail in cui sono stati presi i primi provvedimenti dopo il negativo andamento del 2002. I risultati del 1Q04 hanno fornito ulteriori segnali incoraggianti sul recupero di marginalità del gruppo.

Tabella 4: DMAIL – Risultati Consolidati 2003

(€ mil)	2002	2003A	Change
Revenues	49.3	44.0	-10.7%
<i>of which:</i>			
Core	31.5	28.5	-9.5%
Publishing	17.8	15.5	-12.9%
EBITDA	2.0	3.1	54.2%
<i>EBITDA Margin</i>	4.1%	7.0%	3.0 p.p.
<i>of which:</i>			
Core EBITDA Margin	4.1%	8.8%	4.7 p.p.
Publishing EBITDA Margin	3.9%	4.2%	0.4 p.p.
Tot. Deprec/Amort.	(8.6)	(6.3)	
EBIT	(6.6)	(3.2)	
Financial Write Down/Ups	(0.0)	(0.0)	
Net Financial Income	(0.7)	(0.7)	
Extraordinaries Items	(0.4)	(0.4)	
Net Profit	(7.3)	(4.4)	
NFP	(5.1)	(4.4)	

Fonte: dati societari

**Revenues in
contrazione ma forte
recupero della
marginalità**

Il calo di oltre il 10% del fatturato nel 2003, da 49.3 € mil a 44.0 € mil, è dipeso essenzialmente per la parte core dalla scomparsa dei file booster e per l'editoria dalla contrazione dalla stagnazione del mercato pubblicitario e dal negativo andamento delle pubblicazioni a carattere finanziario (Bloomberg).

Positivo, invece, l'andamento delle vendite via catalogo e di quelli tramite negozi, trainate soprattutto dalla CAT che ha chiuso il 2003 con 12.07 € mil vs 10.89 € mil dell'anno precedente (+10.7%).

Tabella 5: DMAIL: Breakdown Revenues

(€ mil)	2002	2003A	Change
Fatturato Vendite Tramite Catalogo	8.08	8.69	7.6%
Fatturato Vendite Tramite Negozi	15.26	15.98	4.7%
Fatturato Vendite Tramite Web	2.95	2.15	-27.1%
Ricavi per File Booster Pubblicità Internet	3.61	0.00	-100.0%
Ricavi Parte Editoriale	17.00	14.61	-14.1%
Others	2.41	2.59	7.2%
Total Revenues	49.31	44.02	-10.7%

Fonte: dati societari

L'EBITDA ha invece subito un significativo progresso crescendo di ben oltre il 50% grazie alla politica di contenimento dei costi, ed in particolare della voce "servizi" che ha ridotto di quasi 5p.p. l'incidenza sul fatturato. L'EBITDA margin è quindi salito dal 4.1% al 7.0%, grazie anche all'effetto

positivo della scomparsa dei file booster che erano caratterizzati da margini nulli. In particolare il risultato della parte editoriale è stato penalizzato significativamente da Bloomberg che ha segnato una perdita a livello di EBITDA di 0.84 € mil su un'EBITDA complessivo di 0.66€ mil.

La perdita a livello di EBIT è stata poi quasi dimezzata grazie ad un calo degli ammortamenti e provisions di oltre 2 € mil rispetto al 2002. Tale progresso si è riflesso completamente nella bottom line che ha evidenziato una perdita di 4.4 € mil vs 7.3 € mil dell'esercizio precedente.

Risultati 1Q04

I risultati del 1Q04, positivi e migliori delle nostre attese a livello di EBIT, hanno confermato il trend di crescita della marginalità. Rispetto al 1Q03 il forte progresso dell'EBITDA margin è derivato essenzialmente dalla dismissione delle attività in perdita, oltre che da miglioramenti di efficienza.

Il fatturato, nonostante la cessione di Bloomberg e la chiusura di alcuni negozi di proprietà, è migliorato dell'1.7% YoY a 10.22 € mil, grazie in particolare al buon andamento delle vendite a distanza.

L'EBITDA margin ha mostrato il miglioramento atteso, passando dallo 0.8% del medesimo periodo dello scorso esercizio a circa il 9.6% mentre l'EBIT è ha raggiunto il break-even vs una perdita di 1.32 € mil del 1Q03.

Tabella 6: DMAIL – Risultati 1Q04

(€ mil)	1Q03	1Q04A	Change
Revenues	10.06	10.22	1.7%
<i>of which:</i>			
Core	6.20	6.92	11.6%
Publishing	3.86	3.30	-14.5%
EBITDA	0.082	0.98	1097.6%
<i>EBITDA Margin</i>	<i>0.8%</i>	<i>9.6%</i>	<i>8.8 p.p.</i>
<i>of which:</i>			
Core EBITDA margin	-2.5%	9.5%	12.0 p.p.
Publishing EBITDA margin	6.2%	9.9%	3.7 p.p.
Tot. Deprec/Amort.	(1.40)	(0.96)	
EBIT	(1.32)	0.03	
Financial Write Down/Ups	0.00	(0.00)	
Net Financial Income	(0.19)	(0.17)	
Extraordinaries Items	(0.01)	0.19	
Net Profit	(1.53)	0.04	

Fonte: dati societari

DMAIL GROUP SPA**May 25, 2004**

<i>Sector:</i>	Retail	<i>Mkt Price (€)</i>	<i>Target (€)</i>	<i>Rating</i>
<i>Datatype:</i>	Industrial	<i>Ordinary</i>	2.87	3.40
<i>REUTERS CODE</i>	DMA.MI			ADD

Values per Share (€)	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E
No. Ordinary Shares (mil)	7	7	7	7	7
No. NC Saving/Preferred Shares (mil)	-	-	-	-	-
Total No. of Equivalent Shares (mil)	7	7	7	7	7
EPS Adjusted	(0.02)	(0.72)	(0.29)	0.23	0.34
CFPS	0.59	0.20	0.29	0.56	0.61
BVPS	5.10	3.95	3.31	3.26	3.31
Dividend Ord	-	-	-	-	-
Dividend SAV Nc	-	-	-	-	-
Income Statement (€ mil)	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E
Sales	34.7	49.3	44.0	42.8	43.4
EBITDA	3.2	2.0	3.1	4.1	4.5
EBIT	(2.2)	(6.6)	(3.2)	0.2	0.8
Pretax Income	(1.3)	(7.7)	(4.3)	(0.1)	0.4
Net Income	(1.6)	(7.3)	(4.4)	(0.3)	0.3
Adj. Net Income	(0.1)	(4.7)	(1.9)	1.5	2.2
Cash Flow (€ mil)	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E
Net Income before Minorities	(2.1)	(8.0)	(5.3)	(0.5)	0.3
Depreciation and Provisions	5.4	8.6	6.3	3.9	3.7
Change in Working Capital	(7.6)	0.6	(1.5)	(1.1)	(0.2)
Operating Cash Flow	(4.3)	1.2	(0.5)	2.4	3.7
Capital Expenditure	(8.6)	(4.7)	(0.7)	(0.9)	(1.1)
Other (uses of Funds)	0.7	1.1	1.1	0.2	(0.0)
Free Cash Flow	(12.2)	(2.4)	(0.1)	1.7	2.6
Dividends and Equity Changes	1.6	0.1	0.5	(0.0)	(0.0)
Net Cash Flow	(10.6)	(2.3)	0.4	1.7	2.6
Balance Sheet (€ mil)	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E
Net Capital Employed	36.5	31.6	25.9	23.9	21.5
of which Associates	-	-	-	-	-
Net Debt (Cash)	2.3	5.2	4.4	2.8	0.2
Minorities	1.1	0.7	(0.0)	(0.2)	(0.2)
Net Equity	33.1	25.7	21.5	21.2	21.5
<i>Market Cap</i>	<i>19</i>	<i>18.6</i>	<i>18.6</i>	<i>18.6</i>	<i>18.6</i>
<i>Enterprise Value (*)</i>	<i>22</i>	<i>24</i>	<i>23</i>	<i>21</i>	<i>19</i>
Stock Market Ratios	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E
P/E adj	-133.0x	-4.0x	-9.9x	12.3x	8.3x
P/CEPS	4.9x	14.7x	9.7x	5.1x	4.7x
P/BVPS	0.6x	0.7x	0.9x	0.9x	0.9x
Dividend Yield (%ord)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend Yield (%sav)					
EV/Sales	0.6x	0.5x	0.5x	0.5x	0.4x
EV/EBITDA	6.7x	12.1x	7.5x	5.2x	4.2x
EV/EBIT	-9.8x	-3.7x	-7.2x	136.0x	23.6x
EV/CE	0.6x	0.8x	0.9x	0.9x	0.9x
D/EBITDA	0.7	2.6	1.4	0.7	0.1
D/EBIT	(1.0)	(0.8)	(1.4)	18.1	0.3
Profitability & Financial Ratios	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E
EBITDA Margin (%)	9.2%	4.1%	7.0%	9.6%	10.3%
EBIT Margin (%)	-6.3%	-13.4%	-7.3%	0.4%	1.8%
Tax Rate (%)	-55.9%	-3.8%	-25.2%	-250.0%	38.0%
Net Income Margin (%)	-4.5%	-14.9%	-9.9%	-0.7%	0.7%
ROE (%)	-4.7%	-28.6%	-20.3%	-1.5%	1.4%
Debt/Equity Ratio	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0
Growth	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E
Sales (%)	32.7%	42.2%	-10.7%	-2.8%	1.5%
EBITDA (%)	-25.9%	-37.4%	54.2%	32.7%	9.4%
EBIT (%)	-312.8%	-202.0%	51.7%	104.9%	405.7%
Pretax Income (%)	-180.2%	-479.0%	44.7%	96.9%	428.4%
Net Income (%)	-399.4%	-367.4%	40.5%	92.7%	191.8%
Adj. Net Income (%)	-136.6%	-3238.8%	59.7%	180.5%	47.1%

Source: Company data, Banca Caboto s.p.a. estimates (*) Note : EV = Mktcap + Net Debt + Minorities * P/BV

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 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
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 2906
Carlo Cavalieri	+39 02 8021 2906
Roberto Mozzi	+39 02 8021 2906
Stefania Porri	+39 02 8021 2906
Laura Spinella	+39 02 8021 2906
Daniela Stucchi	+39 02 8021 2906
Luca Scardillo	+39 02 8021 2906
Paolo Sturlese	+39 02 8021 2906

New York

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

Corporate Brokerage

Pietro Battistella	+39 02 8021 2906
Daniilo Brusa	+39 02 8021 2906
Fabrizio Speroni	+39 02 8021 2906

Sales Trading Italia e Estero

Adele Marchetti	+39 02 8021 2904
Cristina Moser	+39 02 8021 2904
Roberto Gussoni	+39 02 8021 2904
Lorenzo Pennati	+39 02 8021 2904
Stefano Rivarolo	+39 02 8021 2904
Mark Wilson	+39 02 8021 2904

Electronic Brokerage and Client Connectivity

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