

Risultati 2001 e 1Q02
D-Mail Group
Hold
Prezzo ord: €3.19


| 31 dic | 2001A | 2002E | 2003E | 2004E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| Ricavi (€ mil) | 34.78 | 49.76 | 54.84 | 59.75 |
| EBITDA (€ mil) | 3.30 | 3.52 | 4.53 | 5.55 |
| EBIT (€ mil) | -2.08 | -2.49 | -0.52 | 1.31 |
| EBIT Adj (€ mil) | 1.42 | 1.94 | 2.84 | 3.91 |
| Utile Netto (€ mil) | -2.10 | -3.15 | -0.83 | -0.01 |
| EV/Sales | 0.71 | 0.52 | 0.42 | 0.35 |
| EV/EBITDA | 5.44 | 7.61 | 6.44 | 4.45 |
| EPS Adj (€) | 0.21 | 0.20 | 0.39 | 0.40 |

Fonte: dati societari, stime Caboto IntesaBci

| | |
|---|-----------------|
| Prezzo ord (25/06/2002) | €3.19 |
| Settore | Retail/Internet |
| Reuters | DMA.MI |
| Bloomberg | DMA IM |
| Indice Numtel | 1540 |
| Capitalizz. (€ mil) | 20.6 |
| N. azioni (m) ord | 6.45 |
| Flottante | 52.7% |
| <i>Principali azionisti</i> | |
| Banfort Lda | 43.4% |
| Olivetti | 3.8% |
| BVPS 2002E (€) | 5.139 |
| P/BVPS | 0.6x |
| 12 m Max/Min (€) | 13.150 / 3.180 |
| Volumi medi (30gg) | 23,800 |
| Tasso di cambio | US\$/€ 0.9712 |
| <i>Performance relativa Indice Numtel</i> | |
| 1 m | 3 m |
| -10.2% | -19.3% |
| | 12 m |
| | -27.5% |

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

27 Giugno 2002

 Francesco Pisilli +39 02 8021 2810
 francesco.pisilli@caboto.it

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

Dopo la trasformazione ora si attendono i risultati

- Il 2001 è stato un anno particolarmente importante e significativo per D-Mail, in cui il Gruppo ha iniziato la propria espansione all'estero ed è entrato nel settore dell'editoria. D-Mail si presenta oggi, dunque, come una realtà aziendale sempre più complessa ed articolata, impegnata in tre tipologie di business differenti: i) vendita dei prodotti "hard to find"; ii) distribuzione di prodotti di elettronica di consumo; iii) editoria locale e settimanali finanziari nazionali.
- Il nuovo contesto in cui il Gruppo si trova ad operare ha comportato una revisione dei piani strategici e, conseguentemente, dei cambiamenti nelle prospettive reddituali della società. Alla luce di ciò abbiamo ridotto le stime sui ricavi della parte core, principalmente in ragione di: i) un ridimensionamento delle nostre attese sulle vendite tramite Internet; ii) una revisione del piano dei negozi di proprietà, da 30 a 15, coerentemente con le indicazioni fornite dalla società (specialmente in Italia è stata limitata l'apertura di nuovi PdV). Inoltre, nel corso del 2H01 e del 1Q02 abbiamo assistito ad un peggioramento della redditività legato in parte ai costi di pubblicità ed avviamento dei nuovi negozi, in parte agli investimenti effettuati per potenziare la logistica.
- Il nostro fair value della società è pari a **5.37€** per azione. Preferiamo, comunque, mantenere un atteggiamento prudentiale esprimendo un giudizio di **HOLD**, in considerazione dei risultati non positivi in termini di EBITDA realizzati da Gruppo nell'1Q02. Prima, quindi, di modificare la nostra view, intendiamo aspettare segnali di un'inversione di tendenza dai risultati dei prossimi trimestri.

Indice

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| INVESTMENT OPINION | 3 |
| VALUTAZIONE..... | 6 |
| DESCRIZIONE DEL BUSINESS | 8 |
| PRESENZA INTERNAZIONALE | 10 |
| INGRESSO NELL'EDITORIA..... | 11 |
| STRUTTURA SOCIETARIA..... | 13 |
| AZIONARIATO..... | 14 |
| STRATEGIA..... | 15 |
| MERCATO..... | 16 |
| STIME..... | 22 |
| ACTUALS | 24 |
| RISULTATI 2001 | 24 |
| RISULTATI DEL 1Q02 | 28 |
| SWOT ANALYSIS | 30 |

Investment Opinion

La nuova fisionomia del Gruppo

Il 2001 è stato un anno particolarmente importante e significativo per D-Mail. Nel corso dell'anno il Gruppo ha, infatti, iniziato la propria espansione all'estero nonché fatto il proprio ingresso nel settore editoriale. D-Mail si presenta, dunque, oggi come una realtà sempre più complessa ed articolata, impegnata in tre tipologie di business differenti:

- 1) vendita dei prodotti "hard to find";
- 2) distribuzione di prodotti di elettronica di consumo (tramite la CAT Import & Export SpA);
- 3) editoria locale ed editoria finanziaria.

Revisione delle stime

Il nuovo contesto in cui il Gruppo si trova ad operare ha comportato una revisione dei piani strategici ed ha fatto emergere una serie di elementi che hanno determinato significativi cambiamenti nelle prospettive reddituali della società. A fronte della nuova situazione abbiamo rivisto pertanto le nostre stime, giungendo ad una revisione del target price da 10.2€ a 5.37€ per azione. I principali motivi del mutamento del valore stimato sono:

- 1) Riduzione delle stime sui ricavi della parte core dovute a:
 - Mutate prospettive riguardo l'apertura di nuovi negozi di proprietà in Italia. Rispetto alla precedente valutazione, in cui si ipotizzava un totale di 30 negozi di proprietà a fine 2010, oggi i piani comunicati dalla società non includono un incremento significativo del numero dei PdV rispetto a quello attuale (pari a 9). Il ridimensionamento è stato determinato dall'analisi dei risultati del 2001: alcuni dei negozi aperti sono risultati essere non profittevoli e dovranno conseguentemente essere chiusi (ne è stato già alienato uno) ovvero spostati in location più adatte. La società sta, quindi, correttamente concentrando i propri sforzi sul miglioramento delle situazioni esistenti prima che sull'espansione;
 - Eliminazione dei ricavi provenienti dalle iniziative di "file booster" e di quelle connesse al sito email.it (oggi ceduto);
 - Ridimensionamento della crescita dei ricavi tramite Internet legato alla riduzione delle stime di crescita dell'e-commerce. Il CAGR02-05 delle nostre stime è pari al 9.2% (includendo anche i nuovi siti che saranno aperti in Spagna) vs il 12.7% della precedente valutazione (che invece non incorporava l'ingresso nel mercato spagnolo);
 - Mancato avviamento delle vendite tramite il canale televisivo.
- 2) Peggioramento della marginalità. Nel 2001 il livello di EBITDA margin, pari al 9.5%, è stato decisamente inferiore sia alle nostre attese (EBITDA margin 12.5%) che ai risultati del 2000 (16.6%). A nostro giudizio il Gruppo, a fronte di una buona capacità di crescere nel proprio core business, ha sofferto in maniera significativa sulla parte dei costi, in particolar modo quelli per i servizi (passati da un'incidenza pari al 33% sul fatturato 2000 al 42% nel 2001; l'incidenza nel 1Q02 è stata del 50.9% vs il 35% del 1Q01). Questa voce ha risentito nel 2001 sia dell'intensa campagna pubblicitaria realizzata da D-Mail per rendere noto il proprio marchio (2.6 € mil) che dei costi relativi all'implementazione della logistica dedicata alle vendite a distanza, aspetto su cui D-Mail ha compiuto ingenti investimenti per dotarsi di un'elevata capacità di gestione delle merci. La logistica, tuttavia, risulta essere decisamente superiore a quelle che sono le attuali esigenze in base al

volume di affari generato, ragione per cui se da una parte è in grado di assorbire senza costi aggiuntivi la costituzione delle società all'estero, dall'altra risulta avere per il momento un'elevata incidenza sul costo del singolo prodotto.

L'ingresso nell'editoria

Nella seconda metà del 2001 D-Mail ha anche acquisito per 2.69 € mil il 42% del valore economico di Bloomberg Investimenti, settimanale specializzato nell'informazione finanziaria, e per 6.7 € mil il 57% di GDM, holding di settimanali locali. Riteniamo che l'ingresso del Gruppo nel settore editoriale presenti luci ed ombre. Complessivamente il 100% delle due società acquisite è stato valorizzato 18.37 € mil; da un punto di vista strettamente valutativo, il prezzo pagato, se confrontato con i multipli di oggi, sembra essere più alto del fair value calcolato sulla base degli attuali valori di mercato. Stimando, infatti, un EBITDA margin 2002 complessivo della divisione editoriale nell'intorno dell'8% ed applicando un multiplo di 9.9x (in linea con la media dei multipli del settore), giungiamo ad una valorizzazione di 13.4 € mil. Tale circostanza ha comportato un downside di circa 0.36 € per azione nella valutazione, essendo la nostra stima sull'editoria in linea con i multipli di mercato. Giudichiamo, comunque, l'editoria locale un business solido e caratterizzato da bassa volatilità (la pubblicità locale presenta delle caratteristiche che la rendono anticiclica). Sia sui settimanali locali che sulla parte finanziaria esiste, inoltre, un certo margine di crescita. Per quanto riguarda i primi, deve essere infatti sottolineato come alcune delle testate acquisite siano ancora in un periodo di "familiarizzazione" e di avviamento, con i giornali locali lanciati più recentemente (2-3 anni) che presentano un EBITDA negativo o in pareggio a fronte di un EBITDA margin del 12% di quelli oramai consolidati (valore che può rappresentare il target di lungo periodo). Inoltre, sul settimanale finanziario sono state prese una serie di misure finalizzate alla riduzione dei costi che dovrebbero portare al pareggio operativo già nel corso del 2002. Tale risultato sarebbe più che apprezzabile, in particolare alla luce dell'andamento decisamente negativo registrato dalle Borse, performance a cui sia la circulation che i ricavi pubblicitari dei giornali finanziari sono fortemente legate. Possono, inoltre, emergere alcune sinergie tra l'editoria ed il core business, soprattutto dal lato commerciale; il ritorno pubblicitario, l'incremento del database clienti, lo sfruttamento del canale editoriale per la distribuzione dei prodotti D-Mail sono solo alcuni degli aspetti che possono essere evidenziati. Nella valutazione, tuttavia, abbiamo fattorizzato solo parzialmente le potenzialità di crescita sopra descritte, la cui piena concretizzazione potrebbe contribuire in futuro ad una migliore valorizzazione dell'investimento.

La manifestazione di interesse del 2001 e il vuoto di comunicazione

Il titolo D-Mail ha poi probabilmente risentito in termini di immagine della vicenda relativa alla manifestazione di interesse emersa a novembre 2001 da parte della Banque Populaire du Luxembourg per conto di soggetti terzi mai resi noti.

Infine, le modifiche avvenute all'interno del socio di maggioranza (Banfort Consultadoria e Servicos Lda), con l'uscita dal gruppo dell'Amministratore Delegato Rinaldo Denti, hanno poi contribuito a creare un periodo di vuoto informativo, ora terminato, nel quale la società è stata penalizzata da una comunicazione poco efficace riguardo alla sua reale evoluzione avvenuta in quest'ultimo anno.

Fair Value e giudizio

Il nostro fair value della società è pari a 5.37 € per azione. Preferiamo, comunque, mantenere un atteggiamento prudentiale esprimendo un giudizio di **HOLD**, in considerazione dei risultati non positivi in termini di EBITDA realizzati da Gruppo nell'1Q02. La società ha preso delle misure che riteniamo possano portare l'EBITDA margin di fine anno a circa il 7.1%, con un ulteriore miglioramento l'anno prossimo (8.3%); tuttavia, prima di modificare la nostra view, intendiamo aspettare segnali di un'inversione di tendenza.

Per il 2002 ci attendiamo una crescita del fatturato del 43% (principalmente grazie al consolidamento dell'editoria locale), accompagnata però da un ulteriore peggioramento della marginalità rispetto al 2001, con un EBITDA margin al 7.1%, dovuto ad una serie di problemi legati in particolar modo all'implementazione della logistica per la vendita a distanza, ai trasporti delle merci ed alla riorganizzazione interna. Nel 2003 la crescita dovrebbe raggiungere il 10%, ed i margini dovrebbero iniziare a migliorare più di un punto percentuale in termini di EBITDA margin.

Valutazione

Per la valutazione di D-Mail abbiamo utilizzato solamente il metodo del DCF, non essendo riscontrabili sul mercato società quotate sufficientemente omogenee per poter operare un'analisi anche in termini di multipli. Per il momento abbiamo valutato il Gruppo in termini di DCF consolidato. In futuro, però, quando sarà disponibile una reportistica più dettagliata anche della parte editoriale, procederemo con la tecnica della SOP (Sum of the Parts) delle diverse divisioni.

Dall'analisi con il DCF emerge un valore di 5.37 € per azione.

Tabella 1: D-Mail – Discounted Cash Flow

| (€ mil) | |
|----------------------------|--------------|
| EV Cash Flow 2002E-2009E | 15.28 |
| EV TV | 24.98 |
| Net Debt | (2.27) |
| Minorities & Associates | (3.4) |
| Equity Value | 34.64 |
| N. Shares (mil) | 6.45 |
| Price per Share (€) | 5.37 |

Fonte: Stime Caboto IntesaBci

Tabella 2: D-Mail – Free Cash Flow

| (€ mil) | 2002E | 2003E | 2004E | 2005E | 2006E | 2007E | 2008E | 2009E | TV |
|-----------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| EBIT | (2.49) | (0.52) | 1.31 | 3.11 | 3.55 | 5.15 | 5.64 | 6.17 | |
| Amortization & Depreciation | 5.76 | 4.77 | 3.93 | 2.85 | 2.94 | 1.81 | 1.85 | 1.89 | |
| Provisions | 0.34 | 0.36 | 0.37 | 0.37 | 0.38 | 0.39 | 0.40 | 0.41 | |
| Change in NWC | (3.07) | (0.62) | (0.75) | (0.74) | (0.57) | (0.59) | (0.59) | (0.58) | |
| Capex | (1.00) | (0.88) | (0.89) | (0.90) | (0.91) | (0.92) | (0.93) | (0.93) | |
| Tax on Operating Profit | (0.16) | (0.26) | (0.35) | (0.94) | (1.74) | (2.39) | (2.59) | (2.81) | |
| Free Cash Flow | (0.62) | 2.85 | 3.63 | 3.74 | 3.66 | 3.45 | 3.78 | 4.14 | 58.02 |

Fonte: Stime Caboto IntesaBci

Ipotesi alla base della valutazione

La nostra valutazione si basa sulle seguenti ipotesi:

- Una crescita dei ricavi della parte core (vendita multichannel) con un CAGR 2002-2005 del 10.8% e della parte editoriale del 4.6%. Complessivamente il valore della produzione dovrebbe crescere nei prossimi anni dell'8.4%.
- Marginalità in termini di EBITDA ancora in calo per il 2002, con un recupero a partire dal 2003. Il livello di marginalità del Gruppo è stato modificato anche a seguito dell'integrazione della parte editoriale (che presenta un EBITDA margin tra il 5-8%) e ci attendiamo che questo si stabilizzi nel medio termine intorno all'11%.
- Un EBIT tendente al break even a partire dal 2003, grazie ad una significativa riduzione degli investimenti e, conseguentemente, delle voci di ammortamento in conto economico.
- Deducibilità del goodwill come da indicazioni della società.
- Capex notevolmente ridimensionata rispetto ai valori del 2000 e del 2001, in particolare per quanto concerne gli investimenti in immobilizzazioni immateriali (3.29 € mil nel 2001) grazie al venir degli ingenti investimenti in pubblicità.

Abbiamo utilizzato un WACC pari al 9.8%, risultato dei seguenti fattori:

Tabella 3: D-Mail – Calcolo del WACC

| | |
|-----------------------------|-------------|
| Risk-Free Rate (Euribor 6m) | 5.4% |
| Debt Spread | 1.2% |
| Market Risk Premium | 4.0% |
| Beta | 1.2 |
| Cost of Equity | 10.2% |
| Cost of Debt (Net of Taxes) | 4.2% |
| Debt /(Debt+Equity) | 6.4% |
| WACC | 9.8% |

Fonte: Stime Caboto IntesaBci

Abbiamo infine ipotizzato un perpetuity growth rate del 2.5%.

Tabella 4: D-Mail – Analisi di Sensitività (€)

| <i>Discount Rate</i> | <i>Growth</i> | | | | | | |
|----------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | <i>1.0%</i> | <i>1.5%</i> | <i>2.0%</i> | <i>2.5%</i> | <i>3.0%</i> | <i>3.5%</i> | <i>4.0%</i> |
| 7.8% | 6.3 | 6.7 | 7.2 | 7.8 | 8.5 | 9.3 | 10.4 |
| 8.3% | 5.8 | 6.2 | 6.5 | 7.0 | 7.6 | 8.2 | 9.0 |
| 8.8% | 5.4 | 5.7 | 6.0 | 6.4 | 6.8 | 7.3 | 8.0 |
| 9.3% | 5.0 | 5.2 | 5.5 | 5.8 | 6.2 | 6.6 | 7.1 |
| 9.8% | 4.7 | 4.9 | 5.1 | 5.4 | 5.7 | 6.0 | 6.4 |
| 10.3% | 4.4 | 4.6 | 4.8 | 5.0 | 5.2 | 5.5 | 5.9 |
| 10.8% | 4.1 | 4.3 | 4.4 | 4.6 | 4.9 | 5.1 | 5.4 |
| 11.3% | 3.9 | 4.0 | 4.2 | 4.3 | 4.5 | 4.7 | 5.0 |
| 11.8% | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4.1 | 4.2 | 4.4 | 4.6 |

Fonte: Stime Caboto IntesaBci

Descrizione del Business

A seguito dei recenti cambiamenti avvenuti all'interno di D-Mail risulta necessario, al fine di rendere più agevole l'analisi, illustrare nuovamente quelle che sono le caratteristiche del Gruppo e le aree di business in cui opera.

D-Mail, che all'inizio operava nella vendita a distanza (attraverso catalogo ed Internet), attualmente rappresenta l'unico esempio di azienda multiprodotto/multicanale presente in Italia. Il Gruppo, nato alla fine degli anni '90 dall'integrazione di diverse realtà aziendali (facenti capo ai soci fondatori), ha registrato un rapido sviluppo nel corso degli ultimi anni, sia in termini di crescita all'estero che di espansione delle aree di business.

Il business

Abbiamo individuato 3 linee di business del Gruppo D-Mail:

- 1) Vendita di prodotti c.d. "hard to find" (oggetti di interesse quotidiano difficilmente reperibili sul mercato) commercializzati attraverso:
 - il catalogo;
 - il sito Internet;
 - i negozi, sia di proprietà che di terzi.

Generalmente la fascia di prezzo media dei prodotti è contenuta, circa 11.5 €, sia per il tipo di oggetti offerti che per una precisa scelta aziendale volta a ridurre l'avversità del cliente nei confronti degli acquisti a distanza. La vendita dei prodotti "hard to find" viene realizzata dalla parte D-Mail ed interessa sia il mercato italiano che l'estero (Portogallo e Spagna), grazie alla presenza di società controllate che operano direttamente in loco;

- 2) vendita di prodotti di elettronica di consumo e piccoli elettrodomestici realizzata attraverso i negozi di terzi (CAT Import&Export);
- 3) editoria locale (soprattutto Lombardia) e finanziaria (Bloomberg Investimenti e Trading on line).

Sinergie tra i business

Tra i 3 business, le maggiori sinergie sono ovviamente riscontrabili tra la vendita multicanale degli oggetti "hard to find" e quella dei prodotti di elettronica di consumo:

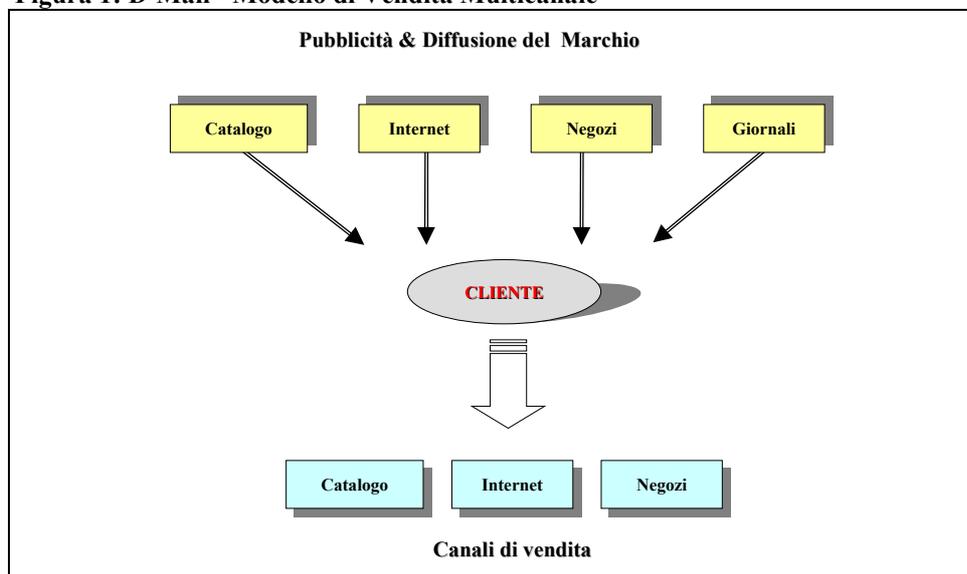
- 1) entrambe le tipologie di merce vengono acquistate in Estremo Oriente, per cui possono essere realizzate politiche di approvvigionamento comuni tra CAT e D-Mail;
- 2) si possono effettuare campagne pubblicitarie congiunte;
- 3) i prodotti della D-Mail possono essere commercializzati attraverso la rete distributiva di CAT.

In tal senso l'ingresso nell'editoria, seppur non strettamente legato al core business di D-Mail, potrebbe comunque offrire al Gruppo dei vantaggi:

- a) maggiore pubblicità per il marchio Dmail;
- b) possibilità di ampliare il database con una nuova fascia di clienti a cui proporre offerte mirate;
- c) acquisto congiunto della carta per i giornali ed i cataloghi;
- d) opportunità di vendere alcuni dei prodotti D-Mail nelle edicole dei giornali locali;
- e) possibilità di utilizzare il canale editoriale per sfruttare la pratica del cambiomerchi (es. pagamento in natura degli spazi pubblicitari). I prodotti in

- tal modo acquisiti possono poi essere commercializzati attraverso la struttura di vendita e di distribuzione del core business;
- f) possibilità di impiegare gli agenti pubblicitari dei giornali per promuovere presso le aziende anche le offerte D-Mail.

Figura 1: D-Mail - Modello di Vendita Multicanale



Fonte: Elaborazioni Caboto IntesaBci

Una delle caratteristiche peculiari del Gruppo D-Mail è la struttura di vendita multicanale, modello distributivo ritenuto interessante per le opportunità che è in grado di offrire proprio agli operatori delle vendite a distanza, in particolare in termini di visibilità del marchio e possibilità di ricavi aggiuntivi.

Il catalogo

Per ciò che concerne le vendite per corrispondenza, D-Mail realizza mensilmente un catalogo che viene inviato ai propri clienti, ai c.d. *prospectus* (potenziali clienti che hanno richiesto il catalogo), ed alla rete dei negozi. Solo nel 2001 sono stati distribuiti 7.5 milioni di cataloghi. Vengono, inoltre, prodotti ulteriori 19 cataloghi co-branding con differenti tipologie di aziende (Eldo, ATAC, ecc.).

Ad oggi la società possiede un database di 570,000 clienti, di cui 300,000 attivi (che hanno effettuato acquisti negli ultimi 12 mesi) e 3 milioni di prospectus.

Internet

Sulla rete, D-Mail è attualmente presente con 3 siti di proprietà esclusivamente dedicati al Gruppo (2 italiani ed 1 portoghese) ed attraverso una serie di siti co-branding (20). Il vantaggio di questi ultimi è rappresentato dalla possibilità per entrambi i soggetti di condividere i database clienti, patrimonio di primaria rilevanza per le società che operano nella vendita a distanza. A breve saranno poi realizzati, secondo le medesime modalità, i siti spagnoli (la società che opera in Spagna è stata costituita a maggio).

I negozi

Relativamente alla rete di negozi, D-Mail distribuisce i propri prodotti sia attraverso negozi di proprietà che di terzi.

Per ciò che concerne i *negozi di proprietà*, il Gruppo è attualmente presente sul territorio italiano con 9 negozi di proprietà (10 alla fine del 2001), situati quasi esclusivamente nel Nord Italia (Milano, Genova, Torino, Brescia, Padova e

Vicenza, Firenze e Roma). A questi devono essere aggiunti ulteriori due negozi aperti all'estero, di cui 1 a Lisbona ed 1 a Madrid (in fase di apertura).

Relativamente alla vendita dei prodotti attraverso altre reti commerciali, questa viene gestita dalla CAT (sebbene riguardi quasi esclusivamente i prodotti di quest'ultima) ed interessa:

- 1) oltre 2000 PdV plurimarca di terzi sparsi in tutto il territorio nazionale;
- 2) 250 corner presso negozi di terzi, ossia spazi dedicati esclusivamente ai prodotti D-Mail e dotati di insegna luminosa, in cui viene distribuito anche il catalogo;
- 3) 60 PdV appartenenti alla GDO (Grande Distribuzione Organizzata);
- 4) 45 grossisti.

Presenza internazionale

Il business model dell'attività core adottato da D-Mail può essere replicato, senza significative modifiche, anche in altri contesti. Tale possibilità ha indotto il Gruppo ad intraprendere nel 2001 la via dell'espansione internazionale seguendo la modalità della costituzione di società in loco. Il modello prevede che al polo italiano rimanga affidata la realizzazione dei cataloghi, la parte relativa agli approvvigionamenti e la gestione dei siti Internet (sia di proprietà che co-branded) mentre le controllate straniere curino la stampa dei cataloghi e la logistica.

Portogallo

Il primo passo compiuto in tal senso è avvenuto in Portogallo con la costituzione, a marzo del 2001, della Dmail Venda Directa (controllata al 70% da D-Mail Srl, partecipazione equivalente a 0.108 € mil). La società opera esattamente secondo il modello multichannel esistente in Italia, gestendo un negozio di proprietà a Lisbona, distribuendo cataloghi 6 volte l'anno, avvalendosi di un sito dedicato (www.dmail.pt) e stipulando accordi con i principali operatori nazionali dell'editoria e con i maggiori portali portoghesi (8 siti co-branded).

Alla fine del 2001 Venda Directa, dopo poco più di 6 mesi di attività, ha fatturato 1.95 € mil, con un EBITDA di 0.066 € mil ed una perdita di 0.007€ mil. Nel 1Q02 la società ha raggiunto un fatturato di 1.01 € mil, con un EBITDA di 0.038 € mil ed un utile di 0.027 € mil.

Spagna

A fronte dei buoni risultati raggiunti nel 2001 e soprattutto nel 1Q02, il Gruppo ha deciso di espandere la propria presenza nel contiguo mercato spagnolo. A maggio D-Mail ha annunciato di aver stipulato accordi con T on line per la costituzione di D-Mail Iberia SA (in cui T on line entrerà a partire da settembre 2002 con una quota pari al 30%) che curerà l'attività in Spagna. La società distribuirà un catalogo 6 volte l'anno, procederà all'apertura di un negozio a Madrid (e successivamente di uno a Barcellona) e sarà presente on line con il sito www.dmail.es.

Tabella 5: Andamento delle Vendite a Distanza in Portogallo e Spagna 1990-2000A

| (€ mil) | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000A |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| Portogallo | | | 303 | 255 | 255 | 255 | 255 | 252 | 259 | ND | ND |
| Spagna | 383 | 490 | 430 | 535 | 560 | 536 | 576 | 571 | 633 | 633 | 659 |

ND = Non disponibile. Fonte: EMOTA

Ingresso nell'Editoria

La novità più significativa intervenuta nel Gruppo nel corso del 2001 è stato l'ingresso nel business editoriale, prima costituendo la società D-Media Group (prima denominata D-Web) e successivamente entrando direttamente nel settore attraverso due operazioni di acquisizione.

Acquisizione di Euroinvest

La prima operazione è stata compiuta ad Agosto del 2001 con l'acquisto da parte di D-Mail SpA dell'83.02% di Euroinvest Editoriale Srl per un importo pari 2.69 € mil. Euroinvest (la cui denominazione è ora stata cambiata in D-Media Spa) cura la pubblicazione attraverso Edizioni Investimenti, la joint venture paritetica con il Gruppo americano Bloomberg, di due periodici finanziari: il settimanale "Bloomberg Investimenti" (tiratura 45,000 copie) ed il mensile "Trading on line" (tiratura 12,000 copie).

Acquisizione di Gidiemme

La seconda acquisizione è avvenuta a Dicembre con l'acquisto per 6.7 € mil effettuato da D-Media Group del 57% di Gidiemme Stampa Srl, holding di un gruppo editoriale che pubblica 15 settimanali locali nel Nord Italia (tra i quali, solo per citarne alcuni, "Bergamo 7", "Giornale di Sondrio", "Giornale di Lecco") ed un prodotto bimestrale ("l'Orso").

Valutazione dell'investimento

La scelta di entrare nel settore editoriale è stata presa nell'ottica di compiere un investimento a basso rischio che garantisce, al contempo, anche benefici in termini di pubblicità e diffusione del marchio D-Mail. Inoltre, l'editoria locale, quando inserita in un contesto economicamente attivo ed in posizione di leadership nell'area interessata, può offrire buone prospettive a livello reddituale ed una minore penalizzazione durante le fasi di crisi.

Complessivamente il 100% delle due società acquisite è stato valorizzato 18.37 € mil; da un punto di vista strettamente valutativo, il prezzo pagato, se confrontato con i multipli di oggi, sembra essere leggermente più alto degli attuali valori di mercato. Stimando, infatti, un EBITDA margin 2002 complessivo della divisione editoriale nell'intorno dell'8% ed applicando un multiplo di 9.9x (in linea con la media dei multipli del settore), giungiamo ad una valorizzazione di 13.5 € mil, quindi con un downside di circa il 36% rispetto al prezzo pagato.

Tabella 6: Multipli del Settore Editoriale

| | Prezzo (*) | Valuta | EV/EBITDA | | EV/EBIT | |
|-----------------------|------------|--------|------------|------------|-------------|-------------|
| | | | 2002E | 2003E | 2002E | 2003E |
| Emap | 875.0 | £ | 12.3 | 10.7 | 15.0 | 12.5 |
| Johnston Press | 381.5 | £ | 10.9 | 9.0 | 12.6 | 10.5 |
| Trinity Mirror | 461.5 | £ | 8.6 | 7.7 | 10.5 | 9.4 |
| Caltagirone Editore | 6.8 | € | 8.3 | 6.2 | 17.3 | 13.2 |
| Editoriale L'Espresso | 4.0 | € | 11.2 | 9.7 | 17.2 | 14.2 |
| Class Editori | 2.4 | € | 8.1 | 6.9 | 11.0 | 9.2 |
| Media | | | 9.9 | 8.4 | 13.9 | 11.5 |

(*) Prezzo al 14/06/2002. Fonte: Stime Caboto IntesaBci e Jcf

Giudichiamo, comunque, l'editoria locale un business solido e caratterizzato da bassa volatilità (la pubblicità locale presenta delle caratteristiche che la rendono anticiclica). Sia sui settimanali locali che sulla parte finanziaria esiste, inoltre, un certo margine di crescita. Per quanto riguarda i primi, deve essere infatti sottolineato come alcune delle testate acquisite siano ancora in un periodo di "familiarizzazione" e di avviamento, con i giornali locali lanciati più recentemente (2-3 anni) che presentano un EBITDA negativo o in pareggio a fronte di un EBITDA margin del 12% di quelli oramai consolidati (valore che

può rappresentare il target di lungo periodo). Inoltre, sul settimanale finanziario sono state prese una serie di misure finalizzate alla riduzione dei costi che dovrebbero portare al pareggio operativo già nel corso del 2002. Tale risultato sarebbe più che apprezzabile, in particolare alla luce dell'andamento decisamente negativo registrato dalle Borse, performance a cui sia la circulation che i ricavi pubblicitari dei giornali finanziari sono fortemente legate. Possono, inoltre, emergere alcune sinergie tra l'editoria ed il core business, soprattutto dal lato commerciale; il ritorno pubblicitario, l'incremento del database clienti, lo sfruttamento del canale editoriale per la distribuzione dei prodotti D-Mail sono solo alcuni degli aspetti che possono essere evidenziati. Nella valutazione, tuttavia, abbiamo fattorizzato solo parzialmente le potenzialità di crescita sopra descritte, la cui piena concretizzazione potrebbe contribuire in futuro ad una migliore valorizzazione dell'investimento.

Inoltre D-Mail intende sfruttare il valore derivante dalla radicata presenza dei giornali sul territorio per offrire una serie di servizi aggiuntivi alla comunità locale di cui può beneficiare anche l'attività core quali, ad esempio, programmi promozionali completi da realizzarsi attraverso i quotidiani e possibilmente i prodotti D-Mail.

Infine, sempre nel settore editoriale, è da segnalare la partecipazione al 20.5% di capitale di Spystocks Spa (società dedicata all'informazione finanziaria in Internet) che D-Mail detiene attraverso le due controllate D-Media Group e D-Media SpA.

Struttura societaria

Il Gruppo D-Mail si presenta attualmente composto da due aree principali: la parte dedicata al core business della vendita multiprodotto e quella relativa all'editoria.

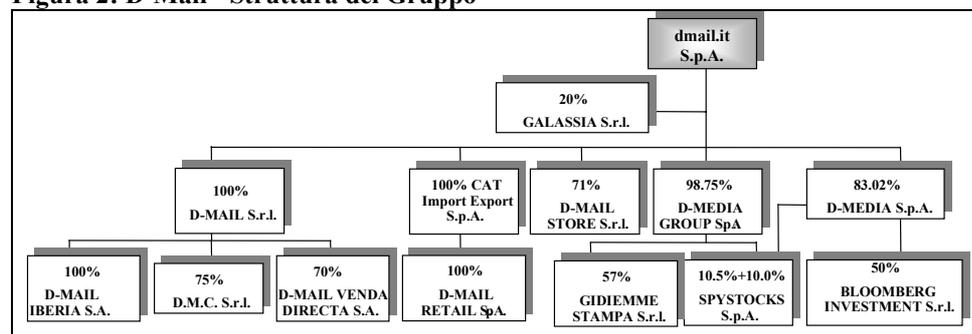
Le principali società del Gruppo coinvolte nel core business sono:

- D-Mail Srl che gestisce l'attività di vendita a distanza –via catalogo e via Internet - dei prodotti “hard to find” e degli altri prodotti (esclusi quelli della CAT), curando le fasi che vanno dall'approvvigionamento dei beni alla loro consegna al cliente. La D-Mail Srl controlla le società estere (Portogallo e Spagna) e la Data Management Consult, la software house del Gruppo cui è affidata la gestione dei siti Internet e, soprattutto, del database clienti.
- CAT Import Export SpA, specializzata nella commercializzazione dell'elettronica di consumo che importa dall'Estremo Oriente. La società distribuisce i propri prodotti attraverso negozi di terzi, la GDO ed i grossisti.
- D-Mail Store Srl che gestisce i negozi di proprietà a marchio D-Mail sul territorio nazionale, presenti principalmente nel Nord Italia.

Per la parte editoriale si ha:

- D-Media Group SpA nata per sviluppare l'integrazione tra l'e-commerce e la posta elettronica e per gestire la parte editoriale. Oggi la società controlla con una quota pari al 57% la Gidiemme, azienda editrice del circuito di settimanali locali “Netweek”;
- D-Media SpA (ex Euroinvest Editoriale Srl) concessionaria per la raccolta pubblicitaria per il settimanale finanziario "Bloomberg Investimenti" ed il mensile "Trading on line" nonché proprietaria del 50% di Bloomberg Investment Srl, la società che edita le suddette testate.

Figura 2: D-Mail - Struttura del Gruppo



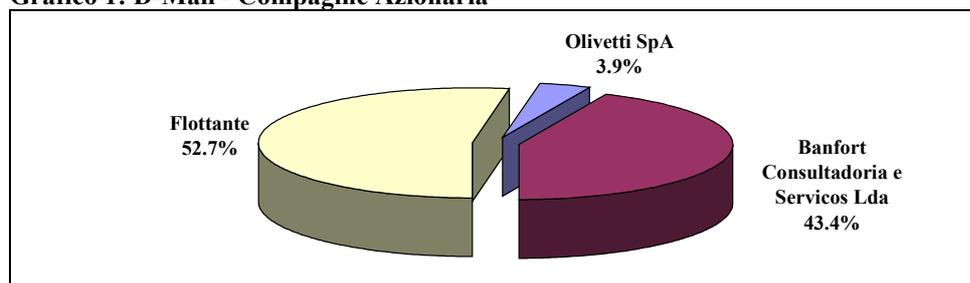
Fonte: dati societari

Azionariato

La compagine azionaria del Gruppo D-Mail vede il controllo in capo alla Banfort Consultadoria e Servicios Lda con una quota pari al 43.4% e la presenza di Olivetti con una partecipazione del 3.876%; il flottante raggiunge, quindi, il 52.7%.

Per ciò che concerne la controllante del Gruppo, la quasi totalità delle azioni è di proprietà del management della D-Mail mentre la restante parte è detenuta dalla Mittel. Nei mesi scorsi la quota di controllo della Banfort ha subito delle modifiche con l'uscita dal Gruppo D-Mail dell'ex AD Rinaldo Denti che ha ceduto la propria partecipazione agli altri principali azionisti.

Grafico 1: D-Mail - Compagine Azionaria



Fonte: CONSOB

Strategia

Prodotti D-Mail

Per ciò che concerne la parte relativa alle vendite dei prodotti D-Mail sul mercato italiano, il Gruppo mira a consolidare la propria posizione attraverso un ampliamento della gamma di prodotti offerta ed un incremento del numero dei cataloghi distribuiti e dei siti Internet. E', inoltre, prevista una riorganizzazione dei negozi di proprietà che porterà alla chiusura dei punti di vendita meno redditizi (quelli situati in zone non strategiche dal punto di vista commerciale) a fronte dell'apertura di nuovi punti di vendita in location più appropriate. Già all'inizio del 2002 è stato chiuso il negozio di Malpensa, riducendo il numero dei PdV da 10 a 9, mentre per il 2003 è prevista l'apertura di 2 nuovi negozi sempre in città ricche del Nord Italia.

Continuerà l'espansione all'estero

Alla luce della positiva performance registrata dalla controllata portoghese, D-Mail intende consolidare l'attività in Portogallo aprendo nel 2003 un nuovo PdV presumibilmente ad Oporto (seconda città del paese) nonché proseguire nel piano di sviluppo internazionale del Gruppo. In base alle dichiarazioni del management, dopo la Spagna sarà la Francia il prossimo paese in cui D-Mail intende fare il proprio ingresso. Il mercato francese si presenta decisamente più sviluppato di quello spagnolo e, dunque, maggiormente attrattivo; tuttavia tali caratteristiche lo rendono di minor facilità sotto l'aspetto della concorrenza. Esso, d'altra parte, è però in grado di offrire un livello di infrastrutture e di facilitazioni in termini amministrativo-burocratici che dovrebbero agevolare l'avvio dell'attività. Alla luce di queste considerazioni riteniamo che la scelta della Francia presenti comunque un certo margine di rischio legato, appunto, al livello della concorrenza. Infatti, la Francia vede il proprio settore retail decisamente avanzato come, del resto, la Germania in cui opera il maggior player a livello europeo nelle vendite a distanza (la Otto Handelsgruppe). Guardando al resto d'Europa, potrebbero essere interessanti le prospettive offerte dai paesi dell'Est, nazioni che presentano dei consumi con maggiori tassi di sviluppo e sempre più orientati al life style tipicamente europeo.

Vendita prodotti della CAT

Relativamente alla vendita dei prodotti di elettronica di consumo, la CAT intende sviluppare il proprio business anche attraverso il canale Internet andando a realizzare un proprio sito interamente dedicato al B2B. Inoltre la società sta progettando una futura espansione dell'attività anche all'estero, sfruttando la presenza internazionale di D-Mail e le conseguenti sinergie. Al fine, quindi, di poter sostenere tale crescita dimensionale la CAT ha acquisito un nuovo centro logistico a Bonporto (MO) in grado di sostenere un volume di vendite superiore ai 15.5€ mil.

Editoria

La strategia del Gruppo D-Mail nel settore dell'editoria è finalizzata da un lato ad incrementare il volume d'affari dell'editoria locale e di quella finanziaria, dall'altro a sviluppare tutte le sinergie possibili tra il core business ed i giornali. In relazione al primo obiettivo la società intende creare, ad esempio, una sorta di community di lettori legata alle tematiche locali anche attraverso l'utilizzo di Internet (siti dedicati alle testate ed agli avvenimenti delle singole città in cui il network dei giornali è presente). Per ciò che concerne invece il legame con il resto del Gruppo, la finalità di D-Mail è quella di realizzare una vera e propria "identità multicanale" che venga percepita all'esterno; a tal fine il contributo fornito dall'editoria (locale e finanziaria) potrebbe essere significativo.

Mercato

Il core business del Gruppo D-Mail è rappresentato dalla distribuzione dei prodotti “hard to find” e dei prodotti di elettronica di consumo attraverso i 3 canali di vendita. Ci sembra, quindi, interessante riportare le prospettive dei consumi in Italia per alcuni dei prodotti offerti dal Gruppo D-Mail.

Prospettive dei consumi in Italia

Tabella 7: D-Mail - Prospettive di Consumo delle Famiglie in Italia – Tassi di Crescita

| | 2000 | 2001A | 2002E | 2003E-2006E |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------------|
| Manufatti | 3.0% | 0.2% | 0.4% | 1.9% |
| di cui, in particolare: | | | | |
| - Cosmesi | 3.6% | 2.1% | 2% | 3.2% |
| - Casa e Detergenza | -0.1% | 0.3% | 0.3% | 1.3% |
| - Elettronica di Consumo | 3.5% | 2.7% | 3.1% | 4.8% |

Fonte: Prometeia Analisi dei settori industriali (aprile 2002)

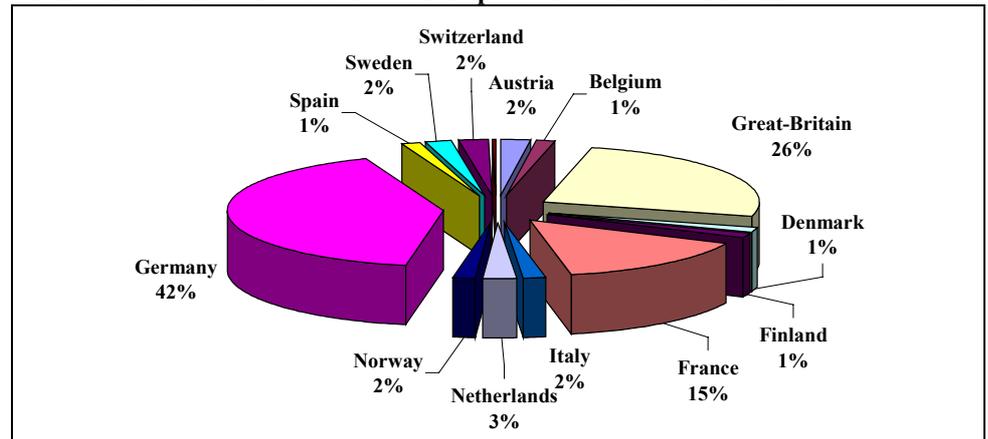
Per quanto riguarda il business “storico” di D-Mail, la vendita dei prodotti “hard to find”, non risulta possibile definirne un mercato esatto. Abbiamo, quindi, ritenuto interessante dare una serie di informazioni sui canali utilizzati per la distribuzione dei prodotti e sul loro possibile sviluppo.

Fattori di successo nelle vendite per corrispondenza

Per ciò che concerne la modalità di vendita per corrispondenza, il successo delle vendite attraverso catalogo, e similmente le vendite on line, dipende in maniera significativa dal superamento dell’ostacolo psicologico del cliente connesso a:

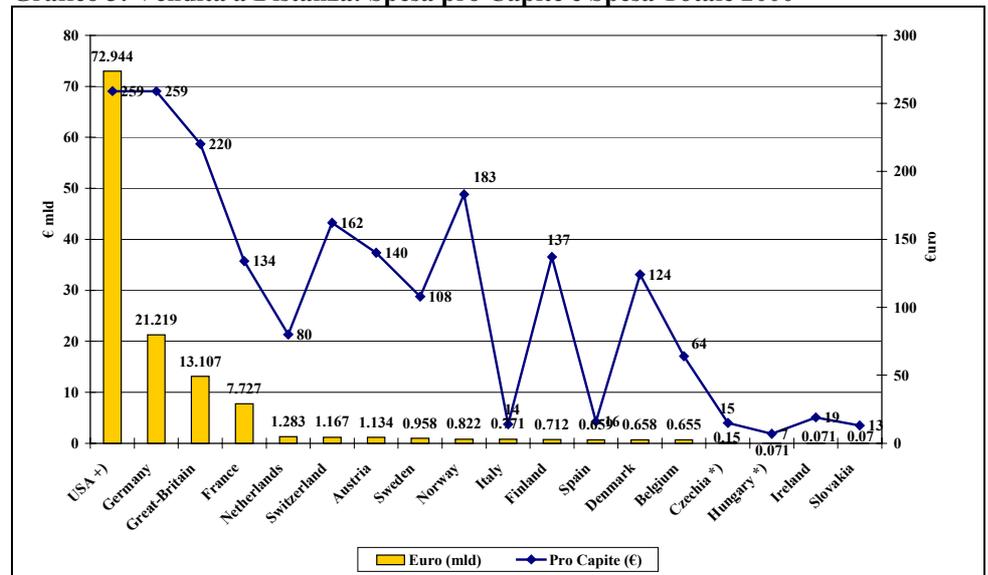
- 1) l’acquisto di un bene che non può essere esaminato fisicamente;
- 2) processi di pagamento che risultano meno agevoli (bollettini postali) ovvero che implicano la trasmissione dei propri dati (comunicazione dei dati della carta di credito);
- 3) la mancanza di un riferimento fisico cui rivolgersi in caso di necessità, come diversamente avviene per il negozio;
- 4) i tempi e le modalità di consegna della merce.

In Europa il comparto delle vendite per corrispondenza ha raggiunto nel 2000 approssimativamente 51 € mld, coinvolgendo oltre 2,000 aziende e circa 200,000 dipendenti (ed altri 200,000 per i servizi connessi). In molti paesi una famiglia su due effettua acquisti per corrispondenza. Paesi quali la Germania, la Gran Bretagna e la Francia assorbono da sole complessivamente circa l’82% del totale di spesa, mentre Spagna, Italia e Portogallo risultano essere notevolmente arretrate. Tale disomogeneità può essere spiegata con le diverse condizioni che in ogni paese le sopraelencate “resistenze” del consumatore incontrano.

Grafico 2: Breakdown del Mercato Europeo delle Vendite a Distanza

Fonte: EMOTA

Ma le diversità emergono in maniera più evidente analizzando la spesa media pro capite.

Grafico 3: Vendita a Distanza: Spesa pro Capite e Spesa Totale 2000

(*) = 1999; (+) = USA catalog BtC sales 2000 Fonte: AEVPC EMOTA

I motivi di una simile situazione sono molteplici. Una delle principali cause consiste nella qualità e nella velocità dei servizi postali, aspetto cruciale per lo sviluppo delle vendite a distanza. Un altro elemento sono le garanzie legislative vigenti in ogni paese e il livello di tutela che forniscono al consumatore. Infine, per quanto riguarda i Paesi del Nord Europa, i motivi del loro sviluppo possono essere rintracciati anche nelle condizioni geografiche e climatiche, nel senso che le distanze e le temperature rigide dei mesi invernali non incentivano il consumatore a recarsi nei negozi. L'insieme di questi elementi determina la propensione del consumatore all'acquisto a distanza, che finisce con il diventare un aspetto culturale essenziale. L'Europa non è poi ancora giunta a rappresentare un mercato unico. Mentre l'introduzione dell'euro rappresenta sicuramente un fattore positivo (sebbene oggi percepito dal consumatore come occasione per un rincaro dei prezzi), il permanere di alcune difficoltà negli scambi e di differenze legislative fanno sì che si verifichino raramente acquisti tra paesi diversi, con operatori tuttora limitati a livello locale. L'elemento linguistico sembra essere

ancora il vero fattore discriminante, per cui si assiste a fenomeni di acquisto per aree linguistiche. Per lo sviluppo delle vendite rappresenta un aspetto importante anche la tipologia di prodotti offerta ed il target di clientela. Innanzitutto, per la maggior parte dei casi, risulta estremamente più semplice vendere prodotti il cui prezzo di vendita non risulta essere molto elevato. In secondo luogo si usa distinguere nell'ambito degli operatori della vendita a distanza tra:

- Generalisti, che vendono prodotti di vario genere;
- Specialisti, con un portafoglio prodotti molto verticale o caratterizzato da alta specificità (D-Mail potrebbe essere inserita tra queste);
- Editori;
- Operatori rivolti alle imprese.

Questa differenziazione è decisamente significativa. Il business degli specialisti, ad esempio, è meno rischioso di quello dei generalisti, dal momento che i primi possono contrastare fenomeni come i centri commerciali grazie ad un livello di offerta più approfondito. Ciò ha fatto sì che sul mercato italiano nel 2001 mentre il comparto dei generalisti è risultato essere oramai sorpassato, il tasso di crescita degli specialisti è stato pari a circa il 5% (fonte ANVED).

In Italia per il 2002 ci attendiamo una crescita delle vendite a distanza del 3% ed un CAGR 2002-2005 del 2.5%, grazie ai futuri miglioramenti dei servizi postali.

Le prospettive del B2C

Nonostante alla fine del 2001 l'Europa abbia superato gli USA in termini di numero di utenti Internet, permane ancora il gap nella percentuale di individui che effettuano acquisti on line: 43% degli utenti negli USA vs il 23% dell'Europa. Per ciò che concerne l'andamento del B2C, malgrado la crisi economica verificatasi nel 2001, le prospettive permangono comunque positive. Il mercato dell'Europa Occidentale ha raggiunto nel 2001 i 22.5 € mld e dovrebbe crescere nei prossimi 4 anni ad un CAGR dell'80%. In particolare in Italia, dove attualmente il mercato ha raggiunto i 1,845 € mil, le attese sono per un CAGR 2001-2005 del 96.6%.

Tabella 8: Sviluppo dell'E-Commerce nei Principali Paesi Europei

| (€ mil) | B2C | | | B2B | | |
|----------|-------|--------|------------|--------|---------|------------|
| | 2001A | 2005E | CAGR 01-05 | 2001A | 2005E | CAGR 01-05 |
| Francia | 2,474 | 36,518 | 96.0% | 18,640 | 241,102 | 89.6% |
| Germania | 5,261 | 58,518 | 82.6% | 39,675 | 388,566 | 76.9% |
| UK | 5,949 | 43,842 | 64.8% | 32,368 | 255,637 | 67.6% |
| Italia | 1,845 | 27,576 | 96.6% | 15,427 | 156,530 | 78.5% |
| Spagna | 1,162 | 13,080 | 83.2% | 5,742 | 60,821 | 80.4% |

Fonte: EITO

Vendita via catalogo e vendita on line

Alcune delle problematiche riscontrate nella vendita via catalogo possono emergere anche nell'e-commerce, che potremmo definire una forma di vendita a distanza tecnologicamente più evoluta della vendita tramite catalogo. Infatti, la stretta connessione tra le due tipologie di vendita ha determinato che la quasi totalità delle aziende specializzate nella vendita a distanza abbiano iniziato a vendere on line. Il delicato rapporto tra la vendita via catalogo e quella on line si presta a numerose considerazioni. Innanzitutto ad oggi le due forme di comunicazione non hanno dato per il momento luogo ad uno shift degli acquisti tra il catalogo e la rete. Solo negli USA, paese in cui l'e-commerce ha preso maggiormente piede, nel 2001 si sono registrati fenomeni di cannibalizzazione, mentre in Europa il fatturato on line rimane marginale rispetto a quello via catalogo (eccetto nel B2B dove rappresenta oramai il 30% delle revenue). Tale aspetto potrebbe essere spiegato dalla semplice circostanza dello scarso peso del

B2C, che ancora si mostra in una fase iniziale di sviluppo. Di conseguenza, la scelta delle aziende di essere presenti in rete viene avvertita più come uno strumento per offrire un livello di servizio maggiore che come canale di vendita alternativo. Il sito può, infatti, offrire descrizioni più dettagliate dei prodotti, servizi ulteriori al consumatore e raccogliere nominativi di clienti potenzialmente interessati all'acquisto. Inoltre, il sito viene pubblicizzato in via principale proprio attraverso il catalogo, superando in tal modo il problema della pubblicità al sito sulla rete.

Il modello multi-channel

In base agli ultimi dati del mercato retail USA si evidenzia il progressivo affermarsi del modello multi-channel quale elemento di successo di molti operatori. Dal rapporto sul multi-channel realizzato da Shop.org emerge in maniera netta l'appetibilità per le aziende del "cliente multicanale" o "super cliente". Infatti, in base al sondaggio realizzato dalla società, risulta che il cliente multicanale compra di più e più spesso. Ad esempio, è emerso che i clienti on line di un'azienda, quando acquistano i prodotti nei negozi (del medesimo retail) spendono nei negozi mediamente 600 dollari in più all'anno rispetto ai clienti che acquistano solo attraverso i negozi. I clienti multicanale, inoltre, acquistano tramite Internet con una frequenza 4 volte maggiore rispetto a quella dei clienti che acquistano solo on line ed effettuano i loro acquisti nei negozi della società con una frequenza del 70% maggiore rispetto ai clienti Internet e del 110% di quelli che comprano solo attraverso il catalogo.

Riteniamo che il modello multicanale rappresenti un'opportunità da cogliere da parte delle aziende che operano nella distribuzione, dal momento che se implementato in maniera adeguata consente alle società di ottenere vantaggi competitivi nell'acquisto e nella retention dei clienti. Tuttavia, l'effettiva efficacia del modello multicanale non è un traguardo semplice. Le strategie di marketing che sviluppino in maniera coordinata i diversi canali, le questioni relative alla gestione del magazzino ed il possesso di strumenti adeguati per sfruttare i dati in possesso sul comportamento degli acquirenti sono solo alcuni dei problemi che possono emergere. In tal senso D-Mail ha sviluppato fin dall'inizio questo modello di distribuzione, con l'ulteriore vantaggio della presenza anche nel settore editoriale. Nel momento in cui il Gruppo perfezionerà anche il proprio piano dei negozi e, soprattutto, il proprio sistema logistico si troverà in una posizione di vantaggio quando anche in Europa si diffonderà tale modello commerciale.

Editoria

Per ciò che concerne l'editoria, il 2001 non è stato un anno facile per il settore. I ricavi pubblicitari sono diminuiti complessivamente del 6.1% a causa del brusco rallentamento degli investimenti in pubblicità da parte delle aziende verificatosi ad inizio anno, poi aggravatosi nell'ultimo trimestre (negli tre anni precedenti la crescita era sempre stata double digit: +12.4% nel 1998, +16.5% nel 1999, +14.8% nel 2000). I ricavi da circulation, invece, hanno segnato un leggero incremento. A fronte del calo di fatturato, si è però registrato un aumento dei costi operativi, in particolare quelli relativi alla carta, che ha condotto i margini medi del settore ai livelli del 1996.

Ricavi pubblicitari

All'interno del settore occorre, però, operare alcuni distinguo. In merito ai ricavi pubblicitari, che rappresentano generalmente la quota maggiore del fatturato dei giornali, occorre notare che mentre la pubblicità commerciale nazionale ha subito nel 2001 una contrazione pari al 13.3% e quella di servizio un calo dell'8.1%, la pubblicità commerciale locale ha, invece, mantenuto un tasso di crescita a due cifre (+10.5%), segno della sua scarsa ciclicità.

Tabella 9: Quotidiani – Evoluzione degli Investimenti Pubblicitari 2000-2001

| | Spazi (n. Moduli) in 000,000 | | | Fatturato Netto € mil (5) | | |
|---------------------------|------------------------------|-------------------|------------|---------------------------|-----------------|-------------|
| | 2000 | 2001A | Var. % | 2000 | 2001A | Var. % |
| Commerciale Nazionale (1) | 11,722,492 | 10,584,426 | -9.7 | 999.50 | 866.09 | -13.3 |
| Di Servizio (2) | 1,275,434 | 1,296,700 | 1.7 | 249.62 | 229.35 | -8.1 |
| Rubricata (3) | 2,333,955 | 2,510,308 | 7.6 | 123.27 | 127.43 | 3.4 |
| Commerciale Locale (4) | 26,531,727 | 30,723,964 | 15.8 | 397.81 | 439.75 | 10.5 |
| Totale Quotidiani | 41,863,608 | 45,115,398 | 7.8 | 1,770.21 | 1,662.63 | -6.1 |

Fonte: Fieg

(1) Comprensiva di pubblicità commerciale nazionale, speciali nazionali, supplementi nazionali, elettorale nazionale, inserti e sponsorizzazioni

(2) Comprensiva di finanziaria, legale, ricerche di personale, aste, bilanci, tribunali, assemblee

(3) Comprensiva di piccola pubblicità, necrologi, cinema, immobiliare a parole

(4) Comprensiva di commerciale, echi di cronaca, speciali locali, supplementi locali, elettorale locale, inserti e sponsorizzazioni

(5) Ammontare di tutte le fatture emesse, incluso il valore stimato degli spazi in sospenso di fatturazione e di competenza del periodo.

Al netto degli sconti commerciali e delle commissioni d'agenzia fatturate dalle agenzie stesse.

Nell'1Q02 è continuato l'andamento negativo degli investimenti pubblicitari sulla stampa, con un calo complessivo del 7.7% rispetto al 1Q01, anche se in marzo ed aprile c'è stata una leggera attenuazione della riduzione rispetto all'inizio dell'anno (gennaio-febbraio -11%; marzo-aprile -5.4%). Nello specifico i quotidiani hanno subito un calo pari al 6.9% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Anche in questo caso la pubblicità commerciale nazionale è stata negativa (-11.9%) così come quella di servizio (-8.4%) mentre è stata in linea con l'anno precedente la pubblicità rubricata e positiva quella commerciale locale (+3%). Le previsioni di settore stimano un 2002 in calo del 3.7% rispetto al 2001, con una flessione per i quotidiani del 4.9%. A fronte dei dati del 2001 e dei primi mesi di quest'anno, la pubblicità locale dovrebbe dimostrarsi in questo quadro l'unica in grado di registrare tassi di crescita positivi.

Ricavi da circulation

Per quanto riguarda, invece, l'andamento della circulation, anche in questo caso l'andamento dei ricavi dell'editoria locale è stato positivo a fronte di un calo dei quotidiani nazionali, come mostrato nella successiva tabella.

Tabella 10: Evoluzione Fatturato per Categorie Quotidiani 2001-2000 (stime)

| Categorie | Var % 2001/2000 Dei Ricavi Editoriali Complessivi | Var % 2001/2000 dei Ricavi di Vendita delle Copie |
|----------------|---|---|
| Provinciali | +3.9% | +2.1% |
| Regionali | +3.8% | +5.0% |
| Pluriregionali | +5.8% | +6.2% |
| Nazionali | -0.8% | -1.1% |
| Economici | -0.01% | +2.2% |
| Politici | +21.0% | +24.0% |
| Altri | -7.8% | -13.0% |
| Totale | +2.3% | +2.9% |

Fonte: Fieg

Come poi evidenziato dalla successiva tabella, è l'Italia Settentrionale a mostrare una maggiore diffusione dei quotidiani rispetto al resto del Paese, con la Lombardia che ha registrato a fine 2000 un numero di copie per migliaio di abitanti superiore a quella della media del Nord.

Tabella 11: Breakdown Geografico delle Vendite di Quotidiani 1998-2000A

| | Copie Vendute | | | | | Copie per 1000 Abitanti | | |
|----------------------|------------------|------------------|------------------|-------------|-------------|-------------------------|------------|------------|
| | 1998 | 1999 | 2000A | % 99/98 | % 00/99 | 1998 | 1999 | 2000A |
| Aree | | | | | | | | |
| Lombardia | 1,184,628 | 1,192,330 | 1,240,124 | 0.7% | 4.0% | 131 | 132 | 136 |
| Nord | 3,385,818 | 3,372,730 | 3,470,253 | -0.4% | 2.9% | 132 | 131 | 134 |
| Centro | 1,349,973 | 1,381,143 | 1,376,728 | 2.3% | -0.3% | 122 | 124 | 123 |
| Sud | 1,145,631 | 1,159,641 | 1,226,177 | 1.2% | 5.7% | 55 | 56 | 59 |
| Media Copie | | | | | | 102 | 103 | 105 |
| Totale Italia | 7,066,050 | 7,105,844 | 7,313,282 | 0.6% | 2.9% | | | |

Fonte: Fieg

Stime

Fatturato

Abbiamo stimato per il periodo 2002-2005 una crescita media del fatturato complessivo pari a 8.4%. Nella parte core si dovrebbe assistere ad una crescita double digit di ogni canale di vendita, grazie anche alla nuova iniziativa aperta in Spagna a maggio del 2002 che dovrebbe dare nuovo slancio alle vendite.

Tabella 12: Stime dei Ricavi del Gruppo 2002-2005

| (€ mil) | 2002E | 2003E | 2004E | 2005E |
|---|--------------|--------------|-------------|-------------|
| Fatturato Vendite Tramite Catalogo | 10.85 | 12.76 | 14.54 | 16.12 |
| Fatturato Vendite Tramite Negozi | 15.96 | 17.80 | 19.70 | 20.46 |
| Fatturato Vendite Tramite Web | 3.01 | 3.40 | 3.65 | 3.92 |
| Ricavi per File Booster e Pubblicità Internet | 1.77 | 1.77 | 1.77 | 1.77 |
| Ricavi Parte Editoriale | 16.92 | 17.70 | 18.53 | 19.38 |
| Other | 0.17 | 0.18 | 0.19 | 0.20 |
| Net Sales | 48.7 | 53.6 | 58.4 | 61.9 |
| Other Revenues | 1.1 | 1.2 | 1.4 | 1.5 |
| Total Revenues | 49.8 | 54.8 | 59.7 | 63.3 |
| <i>Growth Rate %</i> | <i>43.1%</i> | <i>10.2%</i> | <i>8.9%</i> | <i>6.0%</i> |

Fonte: stime Caboto IntesaBci

Per le **vendite via catalogo** abbiamo stimato una crescita per il 2002 pari al 21% (a 10.8 € mil) ed un CAGR 02-05 del 14.1%. Le vendite a distanza dovrebbero, infatti, beneficiare in primo luogo dell'apertura della sede spagnola nonché della mancanza di effetti di cannibalizzazione con il canale Internet, per il momento non ancora sviluppato.

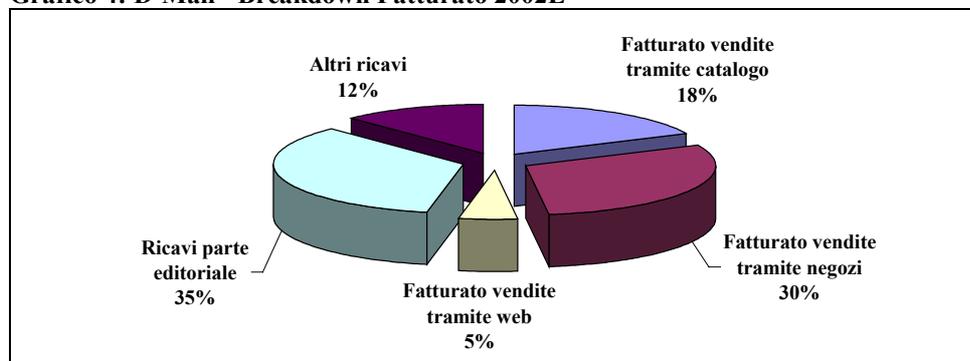
Per le **vendite tramite Internet** abbiamo voluto mantenere un approccio abbastanza conservativo ipotizzando un incremento medio del 9.2% nel periodo 2002-2005. Sebbene l'apertura di nuovi siti in Spagna dovrebbe assicurare un ulteriore incremento delle vendite, l'andamento registrato nei passati esercizi ha mostrato una certa stazionarietà delle vendite on line, imputabile allo scarso sviluppo raggiunto dall'e-commerce.

Abbiamo poi ridimensionato il tasso di crescita delle **vendite tramite negozi** a causa dell'arresto del piano di sviluppo dei PdV di proprietà in Italia. Infatti, a fronte di una strategia che prevedeva l'apertura di 30 negozi entro il 2010, oggi ipotizziamo l'apertura di soli 2 PdV nel 2003 (di cui 1 dovrebbe essere una semplice riapertura in una migliore location) e successivamente una situazione stazionaria dal punto di vista della presenza diretta. Per ciò che concerne l'estero, abbiamo previsto l'apertura di 2 nuovi negozi, 1 in Portogallo ed 1 in Spagna, nel 2003. Infine, per la parte relativa alla CAT stimiamo una crescita del fatturato pari ad un CAGR 02-05 del 3.4%.

Stimiamo che il tasso di crescita di tutta la **parte editoriale** sia invece limitato ad un CAGR02/05 del 4.6%; in particolare abbiamo ipotizzato un incremento nel numero di copie vendute da parte delle testate locali del 3% l'anno, crescita che sale al 4% per i settimanali finanziari (Bloomberg). Quest'ultimo, a differenza della prima tipologia di prodotto, risente particolarmente dell'andamento dei mercati finanziari che influenza l'interesse del grande pubblico verso la materia. In termini di fatturato ipotizziamo una crescita complessiva dei ricavi da

circulation del 3.6% e del 5% in termini di ricavi pubblicitari (essendo il mercato locale decisamente più stabile rispetto a quello nazionale)

Grafico 4: D-Mail - Breakdown Fatturato 2002E



Fonte: Elaborazioni Caboto IntesaBci

EBITDA

Per il 2002 ci attendiamo un EBITDA sostanzialmente in linea con quello dell'anno scorso (3.3 € mil nel 2001, 3.52 € mil atteso nel 2002), con un ulteriore peggioramento dell'EBITDA margin al 7.1% a causa: i) dei problemi relativi alla logistica; ii) del consolidamento dell'editoria, che presenta un EBITDA margin inferiore (tra il 5 e l'8%); iii) della minore redditività di alcuni nuovi punti vendita di proprietà. Già a partire dal 2003 stimiamo un recupero della marginalità, con un EBITDA margin all'8.3% e che dovrebbe superare il 10% a partire dal 2006. I recuperi che il Gruppo può ottenere riguardano principalmente le divisioni coinvolte nella vendita dei prodotti "hard to find" (D-Mail) con un maggior sfruttamento della logistica, un miglioramento delle voci connesse al trasporto merci ed una riduzione dei costi generali. Tanto più queste voci saranno migliorate, tanto più velocemente il Gruppo potrà tornare a livelli di marginalità maggiori. Inoltre, nell'editoria, specialmente quella locale, le testate maggiormente consolidate presentano una redditività del 12% circa, mentre altre testate avviate recentemente sono ancora in fase di start-up, che la società conta di superare con il tempo (anche se i periodi di "familiarizzazione" delle testate locali sono tradizionalmente molto lunghi).

EBIT

Grazie ai minori investimenti pubblicitari, dopo lo sforzo compiuto nel 2001, gli ammortamenti dovrebbero ridursi notevolmente a partire dall'anno prossimo, anno in cui l'EBIT dovrebbe quasi giungere a break even.

Actuals

Risultati 2001

I risultati del 2001 mostrano una buona crescita della top line a fronte di un peggioramento della redditività legato sia ad una maggiore incidenza dei costi operativi che all'incremento degli ammortamenti per via dell'avviamento del business editoriale.

Risultati 2001

Tabella 13: D-Mail - Conto Economico Consolidato - 2001 vs 2000

| (€ mil) | 2000 | 2001A | Growth Rate 2000/2001 |
|------------------------|--------------|---------------|--------------------------|
| Net Sales | 24.81 | 33.43 | 34.7% |
| Total Revenues | 26.15 | 34.75 | 32.9% |
| EBITDA | 4.34 | 3.27 | -24.7% |
| <i>EBITDA Margin %</i> | <i>16.6%</i> | <i>9.4%</i> | |
| EBIT | 0.71 | (2.11) | NM |
| <i>EBIT Margin %</i> | <i>2.7%</i> | <i>-6.1%</i> | |
| Pretax Income | 1.34 | (1.25) | NM |
| Taxes | (1.97) | (0.74) | NM |
| Net Income | (0.64) | (2.10) | NM |

NM: Non significativo Fonte: Dati societari

I ricavi

Nel 2001 il fatturato del Gruppo D-Mail è stato pari a 33.4 € mil, con una crescita del 34.7% rispetto al 2000. I ricavi del 2001 includono, però, anche 9 mesi dell'attività in Portogallo e 2 mesi del settimanale Bloomberg. A parità di perimetro di consolidamento la crescita sarebbe stata del 25%.

Vendite a distanza: le vendite via catalogo hanno registrato nel 2001 un incremento pari a circa il 30%, crescita che comprende anche i risultati della società portoghese (escludendo il negozio di Lisbona) costituita a fine marzo 2001. Le vendite tramite Internet sono, invece, cresciute del 3.9% rivelandosi un canale che, come l'e-commerce in generale, stenta a decollare.

Vendite attraverso i negozi: il fatturato ha raggiunto i 13.6 € mil, con un incremento rispetto al 2000 del 17.5%. Circa l'80% delle revenues è stata realizzata attraverso i negozi di terzi (CAT), canale cresciuto di circa il 6% nel 2001, mentre la restante parte è relativa ai negozi di proprietà. Quest'ultima ha registrato un incremento del 106% rispetto al precedente esercizio, effetto dell'apertura di 6 nuovi negozi in Italia nel corso del 2001 e di 1 in Portogallo.

Vendite di file booster e di pubblicità Internet: l'insieme delle iniziative legate alle attività promozionali Internet hanno prodotto un fatturato pari a 5.9 € mil, con una crescita del 63.3% rispetto al 2000.

In questa voce sono compresi principalmente i proventi dei programmi c.d. "File booster", accordi commerciali stipulati con siti ai portali Internet e finalizzati ad incentivare la registrazione degli utenti al sito stesso. Tali accordi prevedono che D-Mail offra un assegno digitale (free coupon digitale) per l'acquisto di prodotti D-Mail ad ogni nuovo utente registrato al sito. Il gruppo in cambio ottiene un corrispettivo a fronte di ogni assegno digitale emesso, nonché un ritorno in termini pubblicitari per il sito D-Mail. Il Gruppo non intende continuare a portare avanti questo tipo di programma, non avendo ottenuto l'incremento atteso di

nuovi clienti a fronte, comunque, di uno sconto sulle vendite. In futuro la società intende limitarsi al semplice scambio di pubblicità, i cui effetti saranno neutri dal punto di vista del conto economico (il fatturato proveniente dalla pubblicità è compensato esattamente dai costi in pubblicità).

Sempre in quest'ambito era nata un'iniziativa simile relativa al sito e-mail.it. In questo caso si prevedeva che per ogni e-mail inviata utilizzando quell'indirizzo di posta elettronica si ricevesse un accredito di 0.1 € da spendere nell'acquisto di prodotti di diverse aziende, tra cui D-Mail. Il progetto è stato recentemente interrotto in ragione dei risultati negativi che ha prodotto. Infatti, lo sconto veniva sfruttato principalmente da utenti già clienti di D-Mail, risultando essere un elemento che assorbiva cassa (20,500 € al mese) anziché generarne.

Vendite editoriali: ricavi delle vendite e della pubblicità editoriale, 2 € mil, si riferiscono esclusivamente al settimanale Bloomberg Investimenti ed al mensile Trading on line e comprendono solo il 4Q01. I ricavi provenienti dai quotidiani non sono stati inclusi, essendo l'acquisizione della Gidienne avvenuta a dicembre del 2001 e contabilizzata solo a livello patrimoniale.

Tabella 14: D-Mail – Breakdown Fatturato 2000-2001A

| (€ mil) | 2000 | % | 2001A | % |
|--|-------------|-------------|--------------|-------------|
| Fatturato Vendite tramite Catalogo | 6.9 | 28% | 9.0 | 26.8% |
| <i>Growth Rate %</i> | | | 29.7% | |
| Fatturato Vendite tramite Negozi | 11.6 | 47% | 13.6 | 40.8% |
| <i>Growth Rate %</i> | | | 17.5% | |
| Fatturato Vendite tramite Web | 2.6 | 11% | 2.7 | 8.1% |
| <i>Growth Rate %</i> | | | 3.9% | |
| Ricavi per File Booster e Pubblicità Internet | 3.6 | 15% | 5.9 | 17.7% |
| <i>Growth Rate %</i> | | | 63.3% | |
| Ricavi Parte Editoriale | | | 2.0 | 6.1% |
| <i>Growth Rate %</i> | | | | |
| Other Revenues | 0.06 | | 0.16 | |
| Net Sales | 24.8 | 100% | 33.4 | 100% |
| <i>Growth Rate %</i> | | | 34.7% | |
| Other Revenues | 1.3 | | 1.3 | |
| Total Revenues | 26.1 | | 34.75 | |
| <i>Growth Rate %</i> | | | 32.9% | |

Fonte: dati societari

La marginalità

Il 2001 non è stato un anno positivo dal punto di vista dell'andamento dei costi. Mentre è migliorata la capacità di approvvigionamento, con un'incidenza del costo del venduto sul valore della produzione scesa dal 43% al 37%, è decisamente aumentato il peso dei costi da servizi, passato dal 33% al 42%. Tra i servizi la voce che ha pesato di più è stata decisamente quella relativa alle promozioni ed alle altre spese pubblicitarie, passata dai 0.3 € mil del 2000 a 2.7 € mil nel 2001, con una crescita dell'803%. Un'ulteriore voce che ha subito un notevole incremento è stata quella connessa alle prestazioni professionali (+243%), dovuta alla consulenza connessa all'implementazione della logistica di D-Mail Srl. Quest'ultima circostanza, la realizzazione di una logistica interna per le vendite a distanza, ha anche impattato sui costi di trasporto su vendite (+52%) e sul costo di lavorazione dei pacchi (+6%). Aumentata anche l'incidenza del costo del lavoro sul valore della produzione, passata dal 6% del 2000 all'8% del 2001.

Tabella 15: D-Mail – Incidenza dei Costi Operativi 2000-2001

| (€ mil) | 2000 | % Valore della Produzione | 2001A | % Valore della Produzione |
|-------------------------------|-------------|------------------------------|-------------|------------------------------|
| Costo del Venduto | 11.2 | 43% | 12.9 | 37% |
| <i>Growth Rate %</i> | | | 14.9% | |
| Costo dei Servizi | 8.6 | 33% | 14.7 | 42% |
| <i>Growth Rate %</i> | | | 72.1% | |
| Costo del Lavoro | 1.6 | 6% | 2.9 | 8% |
| <i>Growth Rate %</i> | | | 81.5% | |
| Altri Costi | 0.5 | 2% | 1.0 | 3% |
| <i>Growth Rate %</i> | | | 111.8% | |
| Totale Costi Operativi | 21.8 | 83.4% | 31.5 | 90.6% |
| <i>Growth Rate %</i> | | | 44.3% | |

Fonte: dati societari

L'EBITDA

A fronte di tale incremento dei costi, l'EBITDA è calato del 24% (3.3 € mil vs 4.3 € mil del 2000) mentre l'EBITDA margin è passato dal 16.6% al 9.5%.

L'EBIT

Nel 2001 l'EBIT è stato negativo per 2.1 € mil a fronte del risultato positivo di 0.7 € mil registrato nel 2000. Hanno inciso sul risultato i maggiori ammortamenti immateriali (+58% rispetto all'anno passato) dovuti principalmente all'incremento del goodwill connesso alle acquisizioni poste in essere nel 2001 (da 2.4 € mil del 2000 a 3.5 € mil nel 2001) ed alle maggiori spese pubblicitarie di natura straordinaria.

Net Financial Position

Alla fine del 2001 la NFP è stata negativa per 2.2 € mil a fronte di un valore positivo, pari a 19.44 € mil, del precedente esercizio. Il decremento è dovuto alle acquisizioni compiute dal Gruppo nel corso del 2001, quali: la CAT (1.93 € mil), la Euroinvest Editori (2.69 € mil), la Gidienne (6.7 € mil) ed il 20% della D-Mail Store (0.51 € mil.).

Andamento delle singole divisioni

Un'analisi più approfondita delle singole divisioni dedicate al core business consente di mettere in maggiore evidenza quelli che sono i punti di forza e di debolezza del Gruppo.

Per ciò che concerne la vendita a distanza, la **D-Mail Srl** nel 2001 ha incrementato le proprie vendite del 12% (da 13.8 € mil a 15.5 € mil) ma ha registrato un calo dell'EBITDA del 23%. I principali problemi sono emersi relativamente ai costi connessi alla realizzazione e spedizione dei cataloghi, principalmente a causa dell'aumento del 14% del costo della carta ed ai trasporti sulle vendite (dovuti ad inefficienze postali). A livello di EBIT hanno inciso i maggiori ammortamenti delle immobilizzazioni, cresciute notevolmente nel 2001 a causa degli ingenti investimenti pubblicitari compiuti per rendere visibile il marchio D-Mail e per le spese di implementazione della logistica. Nel 2001 la D-Mail Srl ha chiuso con una perdita pari a 0.1 € mil rispetto ad un utile del precedente esercizio di 0.92 € mil.

Nel business della distribuzione dell'elettronica di consumo la **CAT**, grazie al buon livello di efficienza raggiunto dal proprio sistema di logistica, è riuscita nel 2001 ad incrementare i margini più che proporzionalmente rispetto all'incremento del fatturato. Infatti, a fronte di una crescita dei ricavi dell'11% (11.44 € mil), l'EBITDA è aumentato del 20% (1.99 € mil), pari ad un EBITDA margin del 17.4% rispetto al 16.2% del 2000. Anche l'EBIT ha registrato un significativo incremento del 17% mentre a livello di utile netto (0.82 € mil) la flessione del 37% registrata è stata causata dal venir meno dei proventi straordinari del 2000.

La **D-Mail Store**, la società che cura i negozi diretti in Italia ha terminato il 2001 con un incremento delle vendite del 106% (da 1.37 € mil a 2.83 € mil), crescita dovuta quasi esclusivamente all'apertura di 6 nuovi negozi. A livello di marginalità, la società ha risentito dell'andamento negativo di alcuni dei PdV che in futuro, per le loro caratteristiche di posizionamento, dovrebbero essere ceduti. L'EBITDA è passato da 0.01 € mil a -0.34 € mil, l'EBIT è stato pari a -0.45 € mil mentre il risultato netto è stato pari ad una perdita di -0.47 € mil.

Tabella 16: D-Mail - Conto Economico delle Principali Società del Gruppo 2000-2001

| (€ mil) | D-Mail Srl | | | CAT Import Export SpA | | | D-Mail Store | | |
|----------------------|--------------|--------------|-------|-----------------------|--------------|-------|--------------|---------------|-------|
| | 2000 | 2001A | Var % | 2000 | 2001A | Var % | 2000 | 2001A | Var % |
| Net Sales | 13.83 | 15.54 | 12% | 10.02 | 11.28 | 13% | 1.37 | 2.83 | 106% |
| Revenues | 14.87 | 17.10 | 15% | 10.29 | 11.44 | 11% | 1.40 | 2.84 | 102% |
| EBITDA | 3.05 | 2.35 | -23% | 1.66 | 1.99 | 20% | 0.01 | (0.34) | NM |
| <i>EBITDA Margin</i> | <i>20.5%</i> | <i>13.7%</i> | | <i>16.2%</i> | <i>17.4%</i> | | <i>0.4%</i> | <i>-12.1%</i> | |
| EBIT | 1.78 | 0.04 | -98% | 1.53 | 1.79 | 17% | (0.01) | (0.45) | NM |
| <i>EBIT Margin</i> | <i>11.9%</i> | <i>0.2%</i> | | <i>14.9%</i> | <i>15.6%</i> | | <i>-1.0%</i> | <i>-15.9%</i> | |
| Pre Tax Income | 1.68 | (0.10) | NM | 2.32 | 1.49 | -36% | (0.02) | (0.46) | NM |
| Taxes | (0.76) | (0.00) | | (1.02) | (0.67) | | (0.01) | (0.01) | |
| Net Income | 0.92 | (0.10) | NM | 1.30 | 0.82 | -37% | (0.03) | (0.47) | 1776% |

NM: Non significativo Fonte: dati societari

Risultati 1Q02

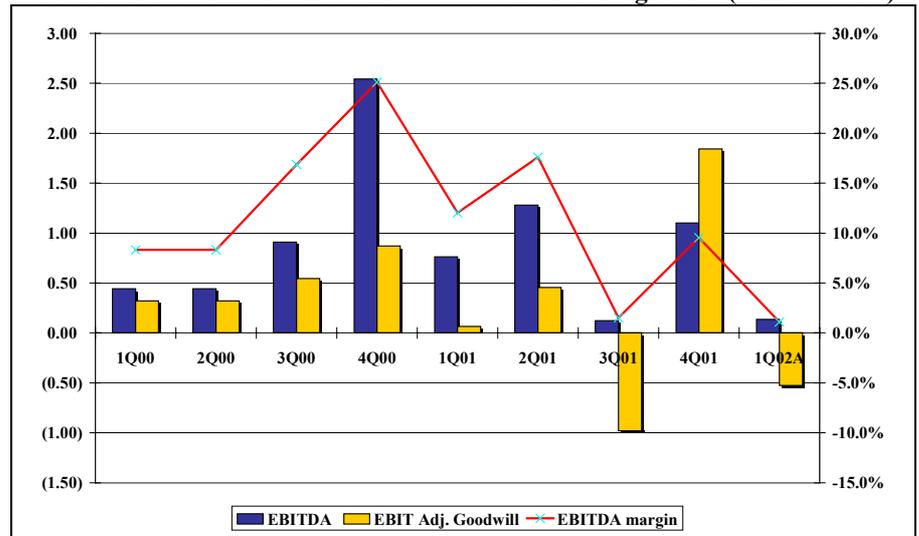
Anche il primo trimestre 2002, a fronte di una buona crescita del fatturato, in particolare delle vendite a distanza, ha mostrato una riduzione dell'EBITDA rispetto al 1Q01. Le revenues hanno, infatti, registrato un incremento del 92.2%, 26.9% se si esclude la parte editoriale (questa variazione incorpora, però, i 6 negozi diretti aperti durante il 2001). La quota di fatturato realizzata dalla controllata portoghese Venda Directa SA è stata pari a 1.018 € mil. L'incremento più significativo è stato quello relativo alle vendite via catalogo, che è incrementato del 42.2% rispetto al 1Q01 grazie anche agli sforzi pubblicitari compiuti nel corso dell'ultimo esercizio.

Tabella 17: D-Mail - Risultati 1Q00/02

| (€ mil) | 1Q00 | 1Q01 | 1Q02A |
|---|---------------|---------------|---------------|
| Catalogo | 1.83 | 1.96 | 2.79 |
| % Chg | | 7.1% | 42.2% |
| Negozi | 2.70 | 2.74 | 3.17 |
| % Chg | | 1.7% | 15.5% |
| Internet | 0.40 | 0.72 | 0.74 |
| % Chg | | 78.5% | 3.1% |
| Editoria | | 0.00 | 4.14 |
| % Chg | | NM | NM |
| File Booster e Pubblicità Internet | | 0.48 | 0.89 |
| % Chg | | NM | 86.6% |
| Altro | 0.38 | 0.43 | 0.45 |
| % Chg | | 15.6% | 3.9% |
| Total Revenues | 5.31 | 6.34 | 12.18 |
| % Chg | | 19.4% | 92.2% |
| EBITDA | 0.44 | 0.76 | 0.14 |
| EBITDA Margin % | 8.3% | 12.0% | 1.1% |
| % Chg | | 44.9% | -90.7% |
| EBIT | (0.00) | (0.25) | (1.58) |
| EBIT Margin % | NM | NM | NM |
| % Chg | | NM | NM |
| EBIT Adj. Goodwill | 0.32 | 0.07 | (0.53) |
| Goodwill Amortization | 0.32 | 0.32 | 1.05 |
| % Chg | | -79.2% | -889.2% |
| Pre Tax Income | (0.04) | (0.07) | (1.73) |

NM = Non significativo. Fonte: dati societari

Analogamente a quanto avvenuto per l'esercizio 2001, la componente dei costi per i servizi è quella che ha inciso maggiormente sull'EBITDA essendo passata da un'incidenza pari al 35% sul valore della produzione al 51%, incremento da imputare anche all'attività editoriale dove l'incidenza del costo dei servizi è maggiore. Le voci che hanno subito l'incremento più significativo sono state quelle connesse alle vendite e quelle relative all'implementazione della logistica per il canale delle vendite a distanza. Per ciò che concerne le prime, particolare rilevanza hanno avuto le spese relative al trasporto dei prodotti venduti a causa di una serie di problemi verificatisi nel 1Q con le Poste Italiane e che hanno costretto D-Mail a sostenere il costo delle spedizioni via corriere per tutti i clienti che avevano optato per il servizio postale (spesa a carico dell'acquirente). L'EBITDA si è, dunque, limitato a 0.14 € mil, pari ad un'EBITDA margin di 1.1% vs il 12% del 1Q01, mentre l'EBIT è passato da -0.25 € mil a -1.58 € (-0.53 € mil l'EBIT adj. vs 0.07 € mil del 1Q01).

Grafico 5: D-Mail - Andamento Trimestrale della Marginalità (€ mil scala sx)

Fonte: dati societari

SWOT Analysis

Abbiamo voluto evidenziare nella tabella sottostante quelli che a nostro avviso rappresentano i punti di forza e di debolezza del Gruppo, nonché le opportunità ed i rischi che possono manifestarsi in relazione all'andamento ed all'evoluzione del mercato di riferimento.

Tabella 18: D-Mail – La SWOT Analysis

| STRENGTH | WEAKNESS |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> + Unico operatore multi-prodotto/multicanale presente in Italia. + Esperienza decennale nelle vendite a distanza. + Caratteristica di Hard to find dei prodotti e loro contenuto prezzo di vendita. + Anticiclicità dell'editoria locale. | <ul style="list-style-type: none"> - Necessità di efficientare la struttura e di recuperare in termini di marginalità. - Poca visibilità sulle sinergie tra le diverse aree di business. - Eccessiva frammentazione societaria. |
| OPPORTUNITY | THREATS |
| <ul style="list-style-type: none"> • Sviluppo del B2C. • Recupero del gap nelle vendite a distanza dei mercati in cui il Gruppo opera. • Possibilità di sfruttare lo sforzo pubblicitario compiuto nel 2001, specialmente nelle vendite a distanza. | <ul style="list-style-type: none"> • Settore privo di barriere all'entrata, soprattutto per la distribuzione dell'elettronica e dei prodotti di consumo. • Lento sviluppo dei servizi postali e delle infrastrutture nei paesi in cui il Gruppo è presente. • Dipendenza dall'andamento dei mercati finanziari della stampa finanziaria. |

Fonte: Stime Caboto IntesaBci

Tabella 19: D-Mail – Key Data

| Date: | Jun 25, 02 | Ord € | 3.200 | Stock Rating: HOLD | | |
|---|---------------|----------------|---------------|-----------------------|---------------|---------------|
| REUTERS CODE | | | | | | |
| Mkt Cap (€ mil) | 20.6 | | | | | |
| Values per Share (€) | | | | | | |
| No. Ordinary Shares (mil) | 6.450 | 6.450 | 6.450 | 6.450 | 6.450 | 6.450 |
| No. NC Saving/Preferred Shares (mil) | | | | | | |
| Total No. of Shares (mil) | 6.450 | 6.450 | 6.450 | 6.450 | 6.450 | 6.450 |
| EPS Adj | 0.190 | 0.212 | 0.198 | 0.392 | 0.400 | 0.508 |
| CEPS | 0.374 | 0.504 | 0.442 | 0.654 | 0.654 | 0.631 |
| BVPS | 5.381 | 5.139 | 4.650 | 4.521 | 4.519 | 4.661 |
| Dividend Ord | 0.000 | 0.000 | 0.129 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| Income Statement (€ mil) | | | | | | |
| Net Sales | 24.81 | 33.46 | 48.69 | 53.62 | 58.38 | 61.87 |
| EBITDA | 4.34 | 3.30 | 3.52 | 4.53 | 5.55 | 6.27 |
| EBIT Adj. Goodwill | 3.148 | 1.417 | 1.943 | 2.841 | 3.909 | 5.474 |
| Pretax Income | 1.336 | -1.221 | -2.019 | 0.229 | 2.424 | 4.586 |
| Net Income | -0.636 | -2.100 | -3.154 | -0.828 | -0.013 | 0.911 |
| Adj. Net Income | 1.224 | 1.366 | 1.277 | 2.530 | 2.582 | 3.276 |
| Cash Flow (€ mil) | | | | | | |
| Net Income & Minorities | -0.635 | -1.598 | -2.852 | -0.794 | 0.350 | 1.599 |
| Amortization&Depreciation | 3.466 | 5.134 | 5.756 | 4.775 | 3.935 | 2.845 |
| Dividends | 0.000 | 0.000 | -0.129 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| Gross Cash Flow | 2.830 | 3.536 | 2.775 | 3.981 | 4.285 | 4.444 |
| Capital Expenditure | -8.845 | -14.716 | -1.134 | -1.018 | -1.029 | -1.038 |
| Change in Working Capital | -3.241 | -2.177 | -3.069 | -0.625 | -0.750 | -0.743 |
| Other | 0.484 | -8.373 | 0.192 | 0.209 | 0.220 | 0.224 |
| Net Cash Flow | -8.772 | -21.730 | -1.237 | 2.548 | 2.727 | 2.886 |
| Balance Sheet (€ mil) | | | | | | |
| Fixed Assets | 14.433 | 28.896 | 24.274 | 20.517 | 17.611 | 15.804 |
| Working Capital | 4.589 | 6.766 | 9.835 | 10.460 | 11.210 | 11.953 |
| Funds | 0.512 | 1.316 | 1.476 | 1.644 | 1.814 | 1.980 |
| Capital Employed | 19.534 | 36.978 | 35.584 | 32.621 | 30.635 | 29.736 |
| Net Cash (Debt) | 19.435 | -2.272 | -3.509 | -0.961 | 1.765 | 4.652 |
| Minorities | 0.059 | 1.112 | 1.415 | 1.449 | 1.813 | 2.501 |
| Net Equity | 34.708 | 33.145 | 29.991 | 29.163 | 29.149 | 30.060 |
| Enterprise Value (*) | 1.2 | 23.6 | 25.1 | 22.6 | 20.2 | 17.7 |
| Stock Market Ratios | | | | | | |
| P/E | 16.9 | 15.1 | 16.2 | 8.2 | 8.0 | 6.3 |
| P/CEPS | 8.5 | 6.4 | 7.2 | 4.9 | 4.9 | 5.1 |
| P/BVPS | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| Dividend Yield (%) | 0.0% | 0.0% | 4.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| EV/Sales | 0.05 | 0.71 | 0.52 | 0.42 | 0.35 | 0.29 |
| EV/EBITDA | 0.3 | 5.4 | 7.6 | 6.4 | 4.4 | 2.8 |
| EV/EBIT | 0.4 | 16.7 | 12.9 | 8.0 | 5.2 | 3.2 |
| EV/CE | 0.1 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| Profitability & Financial Ratios | | | | | | |
| EBITDA Margin (%) | 17.5% | 9.9% | 7.2% | 8.5% | 9.5% | 10.1% |
| EBIT Margin (%) | 12.7% | 4.2% | 4.0% | 5.3% | 6.7% | 8.8% |
| Tax Rate (%) | N.M. | N.M. | N.M. | N.M. | N.M. | N.M. |
| Net Income Margin (%) | 4.9% | 4.1% | 2.6% | 4.7% | 4.4% | 5.3% |
| ROE (%) | 3.5% | 4.1% | 4.3% | 8.7% | 8.9% | 10.9% |
| D/E | (0.6) | 0.1 | 0.1 | 0.0 | (0.1) | (0.2) |

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

Il presente documento è stato redatto da **Caboto IntesaBci** - Società di Intermediazione Mobiliare S.p.a. ("**Caboto**") società interamente controllata dal Gruppo IntesaBci (il "**Gruppo**"). 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. Caboto ha partecipato al consorzio di collocamento della Società con il ruolo di Joint Global Coordinator e Co-Sponsor. 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 |
| Ester Brizzolara | +39 02 8021 5984 |
| Andrea Crepaz | +39 02 8021 5643 |
| Carlo Cultrera | +39 02 8021 5038 |
| Manuela Meroni | +39 02 8021 5937 |
| Gian Luca Pacini | +39 02 8021 2971 |
| Fabio Picardi | +39 02 8021 2972 |
| Francesco Pisilli | +39 02 8021 2810 |
| Roberto Ranieri | +39 02 8021 5011 |
| Guilia Sartorelli | +39 02 8021 2707 |

Analisi Tecnica e Quantitativa

| | |
|-----------------|------------------|
| Emanuele Cecere | +39 02 8021 5546 |
| Giovanni Frizzo | +39 02 8021 5433 |

Distribuzione Ricerca

| | |
|------------------|------------------|
| Liliana Caporale | +39 02 8021 5734 |
|------------------|------------------|

Research Assistants

| | |
|---------------------|------------------|
| Antonella Dal Barco | +39 02 8021 5437 |
| Liliana Caporale | +39 02 8021 5734 |

Sales Trading

| | |
|-----------------|------------------|
| Insaf Amry | +39 02 8021 2904 |
| Marco Carzaniga | +39 02 8021 2904 |
| Adele Marchetti | +39 02 8021 2904 |
| Cristina Moser | +39 02 8021 2904 |
| Mark Wilson | +39 02 8021 2904 |

Clienti Esteri e Istituzioni Italiane

| | |
|-------------------------|------------------|
| Katherine Apfel | +39 02 8021 2906 |
| Pietro Battistella | +39 02 8021 2906 |
| Danilo 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 |

New York

| | |
|-----------------|-----------------|
| Katherine Apfel | +1 212 763 3101 |
| Omar Zaghis | +1 212 763 3101 |

Londra

| | |
|-------------------|------------------|
| Sandra Ramboarina | +44 207 651 3609 |
|-------------------|------------------|

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 |
|--------------|------------------|