

(31/12)	2010	2011e	2012e	2013e		(31/12)	2010	2011e	2012e	2013e
CA (M€)	61,2	56,9	56,2	55,5		EV/CA		0,7	0,7	0,7
Var	-9,1%	-7,1%	-1,2%	-1,2%		EV/ROC		3,6	3,8	3,8
ROC	13,2	11,2	10,6	10,4		PE (dilué)		5,5	5,8	5,9
% CA	21,5%	19,7%	18,8%	18,8%						
RNPG	9,1	7,9	7,5	7,4		BPA	3,2	2,8	2,7	2,6
MN	14,8%	13,9%	13,4%	13,3%		Var		-12,8%	-5,1%	-1,4%
FCF	9,4	7,9	7,3	7,1		FCF PA	3,3	2,8	2,6	2,5
Dette fi. Nette	-3,5	-5,3	-7,3	-9,4		Gearing	-7%	-11%	-14%	-17%
Dividende (€)	2,11	1,85	1,85	1,73		Rdt	13,8%	12,1%	12,1%	11,3%

## Résultats S1 2011 / Bonne résistance de la marge

### ▪ Faits

- CA S1 11 : 28,7 M€ (-6,7% vs. S1 10)
- **MOP S1 11 : 19,5% vs. 23,8% au S1 10**
- **Marge nette S1 11 : 13,2% vs. 16,3% au S1 10**

### ▪ Commentaires

Les résultats semestriels démontrent la capacité du groupe à maintenir ses marges dans un contexte de décroissance, DNXcorp continuant à privilégier la rentabilité aux volumes. La webcam, activité la mieux margée du groupe, a bien résisté alors que la vidéo à la demande reste pénalisée par les sites gratuits mais représente une partie de moins en moins importante du CA.

DNXcorp tente de s'adapter à un environnement concurrentiel difficile qui se traduit soit par du contenu gratuit ou par la multiplication de petits acteurs dans les produits physiques. Cependant dans l'activité Webcam, le groupe bénéficie d'un effet de taille intéressant lui permettant de bien fidéliser sa clientèle en s'appuyant notamment sur les outils de CRM.

Dans cet environnement de décroissance, DNXcorp devrait maintenir un niveau de marge similaire sur le S2 11. La question du relais de croissance demeure d'actualité même si le groupe affiche sa volonté de se développer de manière significative comme prestataire technique et marketing de services de paiement sur Internet, activité encore marginale dans le CA du groupe. Le groupe possède une bonne expertise technique et a conclu des accords avec de nombreuses banques européennes (rappelons que 55% du CA du S1 11 est réalisé hors de France).

### ▪ Opinion

La concurrence du gratuit et le manque de relais de croissance pénalisent l'évolution du titre. Cependant le groupe maintient ses marges et devrait verser à nouveau un dividende élevé en 2012 représentant 66% du résultat (Le dividende sera versé en deux fois, en janvier 2012 au titre du S1 11 et en juillet au titre du S2 11). La baisse du titre est probablement exagérée par rapport à la solidité financière de DNXcorp. Le groupe qui a finalisé au S1 11 le paiement de l'acquisition d'Enjoy et dispose à la fin juin d'une trésorerie nette de 7,2 M€. Compte tenu de la forte correction boursière, nous ramenons notre OC à 25€ vs. 33€ mais restons à l'achat.

**Prochain événement** / CA T3 2011 le 10 novembre

**Edouard des Isnards**

**EdouarddesIsnards@ArkeonFinance.fr**

**+33 (0)1 53 70 29 46**

SYSTEME DE RECOMMANDATION

**ACHAT** : Potentiel supérieur à 15%  
**RENFORCER** : Potentiel compris entre 5% et 15%  
**ALLEGER** : Potentiel compris entre 5% et -10%  
**VENDRE** : Potentiel supérieur à -10%

DETECTION POTENTIELLE DE CONFLITS D'INTERETS

Opération de Corporate finance en cours ou réalisée durant les 12 derniers mois	Participation au capital de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité et / ou Animation de marché	Contrat d'apporteur de liquidité
NON	NON	NON	OUI	NON

Cette publication a été rédigée par ARKEON Finance. Elle est délivrée à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une sollicitation d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées.

L'information contenue dans cette publication ainsi que toutes les opinions qui y sont reprises, sont fondées sur des sources présumées fiables. Cependant ARKEON Finance ne garantit en aucune façon l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et personne ne peut s'en prévaloir. Toutes les opinions, projections et/ou estimations contenues dans cette publication reflètent le jugement d'ARKEON Finance à la date de celle-ci et peuvent être sujettes à modification sans notification. Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs professionnels qui sont supposés élaborer leur propre décision d'investissement sans se baser de manière inappropriée sur cette publication. Les investisseurs doivent se faire leur propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière mentionnée dans cette publication en tenant compte des mérites et risques qui y sont attachés, de leur propre stratégie d'investissement et de leur situation légale, fiscale et financière. Les performances historiques ne sont en aucun cas une garantie pour le futur. Du fait de cette publication, ni ARKEON Finance, ni aucun de ses dirigeants ou de ses employés, ne peut être tenu responsable d'une quelconque décision d'investissement. Conformément à la réglementation et afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissements, ARKEON Finance a établi et maintient opérationnelle une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts. Le dispositif de gestion des conflits d'intérêts est destiné à prévenir, avec une certitude raisonnable, tout manquement aux principes et aux règles de bonne conduite professionnelle. Il est en permanence actualisé en fonction des évolutions réglementaires et de l'évolution de l'activité d'ARKEON Finance. ARKEON Finance entend, en toutes circonstances, agir dans le respect de l'intégrité de marché et de la primauté de l'intérêt de ses clients. A cette fin, ARKEON Finance a mis en place une organisation par métier ainsi que des procédures communément appelées « Muraille de Chine » dont l'objet est de prévenir la circulation induite d'informations confidentielles, et des modalités administratives et organisationnelles assurant la transparence dans les situations susceptibles d'être perçues comme des situations de conflits d'intérêts par les investisseurs. Cette publication est, en ce qui concerne sa distribution au Royaume-Uni, uniquement destinée aux personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou auprès de personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' et n'est pas destinée à être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. La distribution de cette publication dans d'autres juridictions peut être limitée par la législation applicable, et toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions.