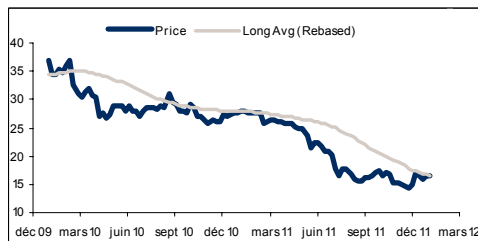


DNXCORP - ACHETER

16,49 € au 02/02/12
 Objectif : 21,0 € (27,4%)

B/H 12M	14,30/27,99 €
Vol. 3M	2313 titres/jour
Nombre d'actions	2 834 575
Capi. boursière	47 M€
Flottant	19 M€
Marché	Euronext C
Secteur	Internet
Bloomberg	DNX FP
Isin	FR0010436584
Indice	CAC All Shares



Actionnariat	Capital
Flottant	40,7%
Patrice Macar	23,9%
Business Angels	22,6%
Managers	8,0%
Famille Macar	3,4%

Chgt BPA corrigé (€)	12/11e	12/12e
Nouveau	2,72	2,56
Ancien	2,76	2,88
Var.	-1,5%	-10,9%

Ratios boursiers	12/10	12/11e	12/12e	12/13e
PE	5,1	6,1	6,4	5,7
PEG	ns	ns	ns	0,5
P/CF	4,8	5,8	6,1	5,5
VE/CA	0,7	0,7	0,6	0,5
VE/ROC	3,1	3,4	3,3	2,6
VE/ROP	3,1	3,4	3,3	2,6
P/ANPA	1,0	1,0	0,9	0,9
Rendement	13,2%	10,9%	10,3%	11,5%

Données par action	12/10	12/11e	12/12e	12/13e
BPA corrigé (€)	3,27	2,72	2,56	2,88
Var.	-13,1%	-16,7%	-5,8%	12,5%
CFPA (€)	3,42	2,85	2,69	3,01
FCFPA (€)	2,42	3,60	3,11	2,88
ANPA (€)	16,68	17,22	17,98	19,16
Dividende (€)	2,17	1,80	1,69	1,90

Cpte de résultat	12/10	12/11e	12/12e	12/13e
CA (M€)	61,2	57,0	57,0	58,2
Var.	-9,1%	-6,9%	0,0%	2,0%
ROC/CA (%)	22,0	19,5	18,3	20,1
ROP/CA (%)	22,0	19,5	18,3	20,1
ROP (M€)	13,5	11,1	10,5	11,7
RNPG publié (M€)	9,3	7,7	7,2	8,1
Var.	-12,9%	-17,2%	-5,8%	12,5%
Marge nette (%)	15,2	13,5	12,7	14,0

Struct. financ.	12/10	12/11e	12/12e	12/13e
ROCE (%)	21,2	18,5	18,2	20,3
ROE (%)	19,6	15,7	14,2	15,0
CF (M€)	9,7	8,1	7,6	8,5
FCF (M€)	6,9	10,2	8,8	8,2
Det. fi. net (M€)	-4,9	-8,8	-12,6	-15,9
FP (M€)	47,3	48,8	51,0	54,3
Gearing (%)	-10,3	-18,0	-24,7	-29,3

22/03/12 : RN 2011

Jean-Baptiste Sergeant

 Analyste Financier
 +33 (0) 1 40 22 24 68
 jean-baptiste.sergeant@gilbertdupont.fr

CA 2011 + contact / Un peu supérieur à notre attente. Achat confirmé malgré une révision en baisse pour 2012
Recul de 7% du CA annuel

Le CA T4 ressort à 14,0 M€, en recul de 5,3% par rapport au T4 10 et supérieur à notre attente (13,4 M€, -9,3%) :

- les Divertissements reculent moins fortement que prévu (-5,5% à 12,5 M€ vs GD : -9%, à 12,0 M€) grâce à une bonne progression des webcams (plus fort contributeur du pôle) et une accélération de la croissance séquentielle des services de rencontre (> 10%), qui bénéficient du dynamisme des ventes sur smartphones. En revanche, après la stabilisation observée en milieu d'année, la VOD s'inscrit à nouveau en baisse, en raison de la perte d'un important affilié.
- la Boutique ne se replie que de 4,5% à 1,5 M€ (GD : 1,4 M€, -12%), bien que l'activité grossiste lancée au S2 se soit avérée décevante.

A noter que le groupe a lancé au T4 son activité de Services de paiement, qui n'ont cependant réalisé qu'un CA marginal (12 K€).

(M€)	T4 10	T4 11	var.	GD	FY 10	FY 11	var.	GD
CA consolidé	14,8	14,0	-5,3%	13,4	61,2	57,0	-6,9%	56,5
Divertissements	13,2	12,5	-5,5%	12,0	54,5	51,3	-6,0%	50,8
Boutique	1,6	1,5	-4,5%	1,4	6,8	5,7	-15,3%	5,7

Sur l'ensemble de l'année, le groupe a réalisé un CA de 57,0 M€, en recul de -7%, dont -6% pour les Divertissements et -15% pour la Boutique.

Révision en baisse de nos prévisions 2012

Alors que notre BPA 11e est quasi inchangé (-1,5%), compte tenu de la confirmation d'une MOP 11 proche de 20% (GD : 19,5%), nous abaïssons de 11% le BPA 12 (de 2,88 € à 2,56 €) car :

- nous révisons en baisse de +1,3% à +0% la croissance attendue du CA en 2012 en tablant désormais sur : 1/ une baisse de -2,5% pour les Divertissements (vs +1,5% avant), 2/ une croissance de +5% pour la Boutique (qui devrait profiter d'un effet de base favorable), 3/ un CA de 1 M€ pour les Services de Paiement ;
- nous attendons dorénavant une MOP 12 de 18,3% (vs 20,6% avant), compte tenu des frais de développement de l'activité Services de paiement (recrutement de 15 personnes).

Notre BPA 13 est quant à lui revu plus modérément (-3,9%).

Opinion Acheter confirmée avec un TP ajusté à 21,0 € (vs 21,3 €)

Suite à la révision en baisse de nos prévisions et à l'actualisation des données de marché dans notre modèle DCF, notre objectif de cours est ajusté à 21,0 € (wacc de 15,8%, marge normative de 20%, croissance à l'infini de 1,5%).

Nous confirmons notre opinion Acheter sur ce dossier compte tenu de l'upside, du rendement élevé (10,9% en 2011e) et de la structure financière solide (trésorerie nette estimée à 9 M€ fin 2011).