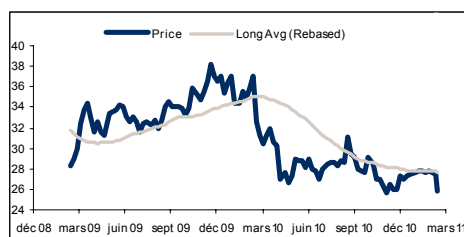


**DREAMNEX - ACCUMULER**
**25,75 € au 16/03/11**

Objectif : 29,9 € (16,0%)

B/H 12M	25,40/34,00 €
Vol. 3M	6141 titres/jour
Nombre d'actions	2 834 575
Capi. boursière	73 M€
Flottant	34 M€
Marché	Euronext C
Secteur	Internet
Bloomberg	DNX FP
Isin	FR0010436584
Indice(s)	CAC Small90, SBF 250



Actionnariat	Capital
Flottant	46,8%
Patrice Macar	25,0%
Managers	17,1%
Business Angels	6,2%
Famille Macar	3,6%

Ratios boursiers	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
PE	6,9	8,3	8,1	7,7
PEG	1,3	ns	3,1	1,6
P/CF	6,4	7,9	7,8	7,4
VE/CA	1,0	1,1	1,0	0,9
VE/ROC	4,2	5,3	4,6	4,0
VE/ROP	4,2	5,1	4,6	4,0
P/ANPA	1,6	1,5	1,4	1,4
Rendement	9,6%	7,9%	8,2%	8,5%

Données par action	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
BPA corrigé (€)	3,76	3,10	3,18	3,33
Var.	5,4%	-17,5%	2,6%	4,7%
CFPA (€)	4,04	3,25	3,31	3,46
FCFPA (€)	3,84	3,37	3,69	3,97
ANPA (€)	15,99	16,64	17,77	18,99
Dividende (€)	2,46	2,05	2,10	2,20

Cpte de résultat	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
CA (M€)	67,4	61,3	62,5	64,2
Var.	-4,2%	-9,1%	2,1%	2,7%
ROC/CA (%)	24,2	20,3	20,9	21,3
ROP/CA (%)	23,9	20,9	20,9	21,3
ROP (M€)	16,1	12,8	13,1	13,7
RNP publié (M€)	10,7	8,8	9,0	9,4
Var.	5,4%	-17,3%	1,9%	4,7%
Marge nette (%)	15,8	14,4	14,4	14,7

Struct. financ.	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
ROCE (%)	26,5	21,7	22,9	25,3
ROE (%)	23,5	18,7	17,8	17,5
CF (M€)	11,5	9,2	9,4	9,8
FCF (M€)	10,9	9,6	10,5	11,2
Det. fi. net (M€)	-5,1	-7,7	-12,3	-17,6
FP (M€)	45,3	47,2	50,4	53,8
Gearing (%)	-11,3	-16,3	-24,4	-32,7

Données en cours de révision

Réunion ce jour à 16h00

**Jean-Baptiste Sergeant**

Analyste financier

+33 (0) 1 40 22 24 68

jean-baptiste.sergeant@gilbertdupont.fr

Gilbert Dupont a un engagement de recherche sur la société.

**RN 2010 / Résultats légèrement meilleurs que prévu**

Les résultats annuels publiés par DreamNex ressortent légèrement supérieurs à nos attentes :

- le ROP s'élève à 13,5 M€ (GD : 12,8 M€), soit une MOP de 22,0%, (l'objectif de la société étant une MOP « supérieure à 20% »). La rentabilité ne s'inscrit donc qu'en léger recul par rapport à 2009 (-1,8 pt), grâce à une baisse significative des coûts marketing (-10,4%) qui ne représentent plus que 46,7% du CA (vs 47,4% en 2009), soit 28,6 M€. En revanche, les frais de personnel ont progressé de 14,6% (à 7,1 M€) et les frais d'encaissement de 11,5% (à 2,3 M€).
- le RN ressort dès lors à 9,3 M€, légèrement au-dessus de notre attente (8,8 M€). Conformément à sa politique de distribution élevée (payout de 66%), DreamNex proposera un dividende de 2,17€/action au titre de 2010 (rendement de 7,8%). Après l'acompte de 1,17 € de janvier dernier, le solde de 1,00 € sera versé le 12 juillet prochain.

(M€)	2009	2010	var.	Prév. GD
CA	67,3	61,2	-9,0%	déjà publié
ROP	16,0	13,5	-15,7%	12,8
% CA	23,8%	22,0%	-1,8 pt	20,9%
RN	10,6	9,3	-12,2%	8,8
% CA	15,7%	15,2%	-0,5 pt	14,4%

Par ailleurs, la structure financière du groupe reste solide, avec une trésorerie nette de 5,0 M€ (toutefois inférieure à notre attente de 7,7 M€).

**Au menu de 2011 : 2 nouvelles activités et un changement de nom**

A l'occasion de cette publication, DreamNex donne quelques indications sur l'évolution attendue des Services interactifs en 2011 (pour lesquels nous attendons une croissance de 1,8%) :

- une croissance est attendue pour les activités Rencontre (lancement du nouveau site international fin 2010), Webcams et Jeux d'argent (nouveaux accords de distribution),
- les services de VOD devraient pour leur part rester sous pression, en raison de la concurrence des sites gratuits.

En revanche, aucune indication n'est donnée sur l'activité Boutique, pour laquelle nous attendons un retour à la croissance en 2011 (GD : +3,0%) après le repli de 2010 (-9,4%).

Par ailleurs, le groupe va lancer deux nouvelles activités dans les domaines de l'Astrologie (lancement d'un site de diffusion de contenu par abonnement) et du Paiement (dépôt d'une demande de licence d'établissement de porte-monnaie électronique pour faciliter les paiements sur Internet). Pour refléter l'évolution de ses activités, le groupe a décidé de changer de nom et de se rebaptiser DNXCorp.

**Opinion Accumuler confirmée, TP ajusté à 29,9 € (vs 30,8 €)**

Suite à la mise à jour de notre modèle DCF (wacc de 12,2%, croissance à l'infini de 1,5%, marge normative de 20%) et à la prise en compte du niveau de la trésorerie fin 2010, nous ajustons notre objectif de 30,8 € à 29,9 €. Nous maintenons notre opinion Accumuler sur le dossier.