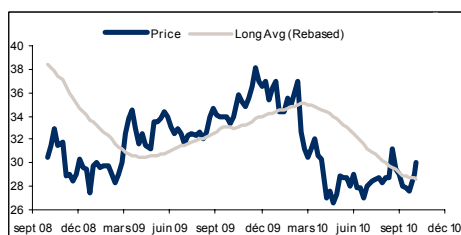


DREAMNEX - ACCUMULER VS ACHETER
29,97 € au 04/11/10

Objectif : 33,0 € (10,2%)

B/H 12M	26,23/38,17 €
Vol. 3M	2898 titres/jour
Nombre d'actions	2 834 575
Capi. boursière	85 M€
Flottant	40 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%
Buisness Angels	6,2%
Famille Macar	3,6%

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

Données par action	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
BPA corrigé (€)	3,76	3,10	3,18	3,33
Var.	5,4%	-17,6%	2,9%	4,7%
CFPA (€)	4,04	3,24	3,33	3,48
FCFPA (€)	3,84	2,75	3,20	3,38
ANPA (€)	15,99	16,63	17,77	19,00
Dividende (€)	2,46	2,04	2,10	2,20

Cpte de résultat	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
CA (M€)	67,4	61,8	63,0	64,7
Var.	-4,2%	-8,3%	2,0%	2,7%
ROC/CA (%)	24,2	19,9	20,8	21,3
ROP/CA (%)	23,9	20,6	20,8	21,3
ROP (M€)	16,1	12,8	13,1	13,8
RNPG publié (M€)	10,7	8,8	9,0	9,5
Var.	5,4%	-17,6%	2,9%	4,7%
Marge nette (%)	15,8	14,2	14,3	14,6

Struct. financ.	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
ROCE (%)	26,5	21,6	23,0	25,3
ROE (%)	23,5	18,6	17,9	17,6
CF (M€)	11,5	9,2	9,4	9,9
FCF (M€)	10,9	7,8	9,1	9,6
Det. fi. net (M€)	-5,1	-7,7	-12,3	-17,6
FP (M€)	45,3	47,1	50,4	53,9
Gearing (%)	-11,3	-16,3	-24,4	-32,7

CA 2010 : 02/02/11

Jean-Baptiste Sergeant

Analyste financier

+33 (0) 1 40 22 24 68

jean-baptiste.sergeant@gilbertdupont.fr

CA T3 + contact / Un trimestre décevant. Prévisions et objectif revus en baisse. Opinion dégradée à Accumuler
Recul de 9,4% du CA

Alors que le CA T2 n'avait reculé que de 3,9% après la forte baisse du T1 (-12,6%), le CA T3 s'inscrit à nouveau en net repli (-9,4%), à 15,8 M€ (inférieur de 7% à notre attente de 17,0 M€).

En effet, les Services interactifs ont reculé de 9,5%, alors que nous attendions une baisse limitée à 3%. Cette forte chute est imputable à la VOD (environ un quart du CA du pôle), qui a souffert du succès croissant des offres gratuites et de la forte concurrence des autres sites payants. En revanche, les activités de Webcams ont réussi à rester stables à la faveur de leur déploiement sur l'iPhone et l'iPad. Quant au service de Rencontre, il a enregistré une progression (non quantifiée) sur le trimestre.

Pour sa part, la Boutique a reculé de 8%, avec un CA de 1,8 M€ (en ligne avec notre attente).

(M€)	T3 09	T3 10	var.	Prev. GD
CA consolidé	17,4	15,8	-9,4%	17,0
Services interactifs	15,5	14,0	-9,5%	15,1
Boutique	1,9	1,8	-8,0%	1,8

Sur 9 mois, le CA ressort à 46,5 M€, en recul de 8,8% (Services interactifs : -9,3% ; Boutique : -4,3%).

Révision en baisse de nos prévisions

Compte tenu de ce T3 décevant, des problèmes structurels que rencontre l'activité VOD et de la très faible contribution des jeux d'argent pour le moment, nous tablons désormais sur un CA T4 en recul de 6,8% (vs -0,2% avant), malgré le lancement du nouveau site WeKiss (rencontres amoureuses) en octobre. Nous attendons dorénavant un CA 10e de 61,8 M€ (vs 64,0 M€).

Nous abaissons également la MOP 10e de 23,3% à 20,6% car le management n'indique plus que la MOP du S2 sera supérieure à 20% (c'est désormais l'objectif pour la MOP annuelle, avec une MOP de 23,8% au S1). Nous abaissons ainsi la MOP attendue au S2 de 24,1% à 19,0%. Au final, le BPA 10e est révisé en baisse de 14%.

En ce qui concerne les exercices suivants, nous révisons également en baisse nos prévisions, en tablant désormais sur une stabilité des services interactifs historiques (VOD, Webcams, Rencontre) — vs une croissance annuelle de 2% avant — et sur une moindre contribution des jeux d'argent (1 M€ en 2011 et 1,5 M€ en 2012 vs 2 et 3 M€ respectivement). En revanche, nous maintenons notre scénario d'une reprise de la Boutique (+3% par an grâce au lancement de l'activité grossiste).

(M€)	2010e		2011e		2012e	
	avant	après	avant	après	avant	après
CA	64,0	61,8	67,4	63,0	71,8	64,7
ROP	14,9	12,8	16,1	13,1	17,6	13,8
MOP	23,3%	20,6%	23,9%	20,8%	24,5%	21,3%
RNPG	10,2	8,8	11,0	9,0	12,0	9,5
BPA corrigé (€)	3,60	3,10	3,89	3,18	4,25	3,33
BPA corrigé après/avant		-13,9%		-18,3%		-21,6%

Accumuler vs Acheter, objectif 33 € (vs 37,5 €)

Suite à la révision en baisse de nos prévisions, notre objectif de cours ne ressort plus qu'à 33,0 € (vs 37,5 €) par la méthode des DCF (Wacc de 11,8%, croissance à l'infini de 1,5%, marge normative de 20%). Compte tenu d'un potentiel d'appréciation plus limité, nous dégradons notre opinion d'Acheter à Accumuler.