

DNXCORP		Eurolist C		FR0010436584 - DNX		ACHAT - Sous contrat d'animation			
Secteur: Charme sur Internet		Cap : 48,6 M€		Cours au 10/11/11 : 17,14 €		Obj : 25 €			
(3 I 12)	2010	2011e	2012e	2013e	(3 I 12)	2010	2011e	2012e	2013e
CA (M€)	61,2	56,9	56,2	55,5	EV/CA		0,8	0,8	0,8
Var	-9,1%	-7,1%	-12%	-12%	EV/ROC		4,0	4,3	4,3
ROC	13,2	11,2	10,6	10,4	PE (Illé)		6,1	6,5	6,6
% CA	215%	19,7%	6,6%	6,6%					
RNPG	9,1	7,9	7,5	7,4	BPA	3,2	2,8	2,7	2,6
MN	14,8%	13,9%	6,4%	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%	-17%
Dividende (€)	2,11	1,85	1,85	1,73	Rdt		12,3%	10,8%	10,8%

CA T3 11 / Finalement rassurant

Faits

- **CA T3 11 : 14,4 M€ vs. 15,8 M€ au T3 10, en baisse de -9,2%, en ligne avec notre estimation de 14,7 M€)**
 - Services interactifs (Rencontre, Webcams, VOD, Jeux d'argent) : -8%
 - Produits physiques (e-commerce B2C, distribution B2B) : -22%

Commentaires

Après avoir publié une légère contraction de sa MOP au S1 11, à 19,5% vs. 23,8% au S1 10, DNXCorp publie un CA T3 11 en ligne avec nos attentes et plutôt rassurant pour la rentabilité globale du groupe en 2011.

Nous retenons que l'activité phare et l'une des mieux margée, la Webcam, se porte plutôt bien. La VOD, activité en baisse structurelle depuis des années, n'impacte plus autant le CA des services interactifs. D'autre part, même si la rencontre est bien orientée, nous manquons de visibilité sur cette activité dont les barrières à l'entrée sont faibles et la concurrence très vive. Les jeux d'argent représentent enfin, une partie marginale du CA.

La partie « Produits physiques » reste en berne, pénalisée par la concurrence et les coûts plus élevés qu'auparavant de marketing. Le groupe débute une activité de grossiste, à la manière de son comparable allemand, le groupe Beate Uhse, pour soutenir les volumes de cette activité.

Sur 2012, nous pensons que DNXCorp devrait bénéficier de l'évolution de la Webcam sur les nouveaux canaux, mobile et tablettes. Si cette activité ne permet pas d'envisager un retour du groupe à une croissance positive, elle garantit un bon niveau de rentabilité.

Concernant le développement des autres activités, jeux d'argent et de prestations techniques de moyens de paiement sur Internet, nous connaissons encore mal les moyens mises en place ainsi que les premiers résultats pour dire si ces activités peuvent représenter de véritables relais de croissance. **Nous ferons le point avec le management à l'occasion du Forum ARKEON Finance le 17 novembre prochain.**

Opinion

Cette publication, plutôt rassurante, met en lumière la bonne tenue de l'activité Webcam. La décroissance du CA provient surtout de la concurrence sur les produits physiques et de l'impact de la

baisse structurelle de la VOD.

Malgré une certaine prudence, nous estimons qu'au cours actuel, le titre est assez bon marché même en intégrant un scénario de décroissance du CA sur 2012 et 2013. Nous restons à l'achat avec un objectif de cours inchangé à 25 € /action.

Prochain événement / CA 2011 le 4 février.

Edouard des Isnards	EdouarddesIsnards@ArkeonFinance.fr	+33 (0)1 53 70 29 46
----------------------------	---	-----------------------------