

DREAMNEX		Eurolist C		FR0010436584 - DNX		ACHAT - Sous contrat d'animation			
Secteur : Charme sur Internet		Cap : 85,0 M€		Cours au 16/09/10 : 30,00 €		Obj : 43 €			
(31/12)	2009	2010e	2011e	2012e	(31/12)	2009	2010e	2011e	2012e
CA (M€)	67,3	61,8	63,9	67,5	EV/CA		1,3	1,3	1,2
Var	11%	-8,2%	3,4%	5,7%	EV/ROC		6,1	5,6	5,2
ROC	16,0	13,1	14,3	15,3	PE (Illé)		9,2	8,4	7,9
% CA	23,8%	21,2%	22,5%	22,6%	BPA	3,7	3,3	3,6	3,8
RNPG	10,6	9,3	10,1	10,7	Var		-12,5%	9,2%	6,3%
MN	15,7%	15,0%	15,5%	15,9%	FCF PA	4,1	3,5	3,7	3,8
FCF	11,5	9,9	10,5	10,9	Gearing	-11%	-8%	-16%	-22%
Dette fi Nette	-5,1	-3,7	-8,2	-12,2	Rdt	8,2%	7,2%	7,8%	8,3%
Dividende (€)	2,46	2,16	2,35	2,50					

## Résultat S1 2010 + SFAF / Sous valorisation importante du titre

### § Faits

- CA S1 2010: 30,7 M€ (-8,4% vs. S1 09), rappel
- **ROP S1 10: 6,8 M€ vs. 6,6 M€ au S1 09** (22,3% au S1 10 vs. 19,6% au S1 09)
- **RNPG S1 10: 5,0 M€ vs. 4,4 M€ au S1 09** (16,3% au S1 10 vs. 13,0% au S1 09)

### § Commentaires

Le groupe dégage une rentabilité opérationnelle un peu meilleure qu'attendu malgré un renforcement de ses équipes. La centralisation des fonctions d'achats de mots clés et de gestion des affiliations, mise en place lors de l'exercice précédent, a porté ses fruits. Le ROP du S1 2010 comporte cependant un peu d'éléments non récurrents puisque le groupe a gagné plusieurs procès qui ont dégagé un produit de 500 K€.

Alors que la MOP du S2 2009 pouvait être considérée comme exceptionnelle, la direction ayant particulièrement privilégié la marge au détriment du CA, celle du S1 2010 donne une meilleure idée de la marge normative du groupe. Dreamnexus considère désormais avoir retrouvé une politique plus équilibrée en matière de dépenses marketing. La politique de marge du S2 2009 avait impacté le CA du T1 2010, conduisant le groupe à un avertissement sur son CA et à une chute du cours de l'action sous les 30 €. Cette baisse nous semble excessive compte tenu du rendement qu'offre le titre et de l'amélioration progressive de ses perspectives.

Sur le S2 2010, nous attendons encore une décroissance du CA (entre -6% et -8%) mais sommes en revanche plus optimistes sur 2011. La part de la VOD, activité la plus mature de son business, devrait atteindre un niveau plancher. Le groupe devrait bénéficier de la croissance des nouveaux supports (Mobile et I Pad) et développer prochainement une activité de grossiste dans les sextoys. Dreamnexus devrait également lancer l'activité « rencontre » dans 5 nouveaux pays au cours du S2 2010. Toujours très prudent, le management de Dreamnexus favorise un développement très progressif de ses activités à l'international afin de préserver la rentabilité. Le développement dans les jeux d'argent devrait rester marginal à court terme.

Le bilan demeure très solide. Il reste une seule échéance à payer de l'acquisition d'Enjoy, la dette financière devant ensuite tomber à zéro. Soulignons que les cash-flows dégagés seront moins élevés en 2010 car Dreamnex développe un nouveau mode de paiement, qui permet à l'utilisateur de se faire prélever directement via son fournisseur d'accès, lui évitant ainsi d'utiliser sa carte bleue. Le développement de ce nouveau mode de paiement augmente le niveau de BFR mais améliore le service client et la sécurisation des paiements.

## § Opinion

Le titre Dreamnex présente une sous valorisation importante. Le rendement du titre dépasse 7% et le groupe affiche de bonnes garanties quand au maintien d'une rentabilité élevée. Focalisé jusqu'au T1 2010, sur la réorganisation du groupe et touché par la baisse du marché de la VOD, les équipes de Dreamnex peuvent désormais mieux se concentrer sur les gains de parts de marché dans la Webcam et la rencontre. Nous conservons notre position à l'achat avec un objectif de cours de 43 €/action.

**Prochain événement** / CA T3 10 le 27 octobre

**Edouard des Isnards**

**[EdouarddesIsnards@ArkeonFinance.fr](mailto:EdouarddesIsnards@ArkeonFinance.fr)**

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

**Edouard des ISNARDS**

**A R K E O N**

**F I N A N C E**

**Analyste financier**