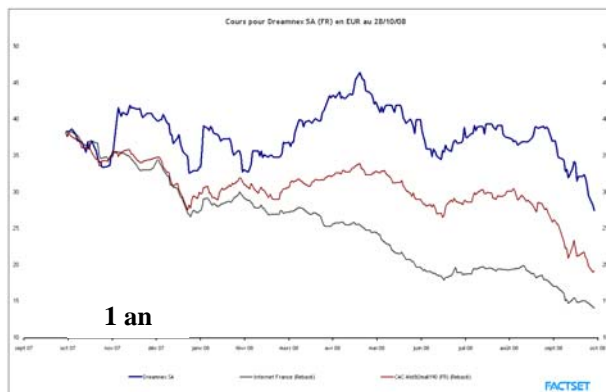
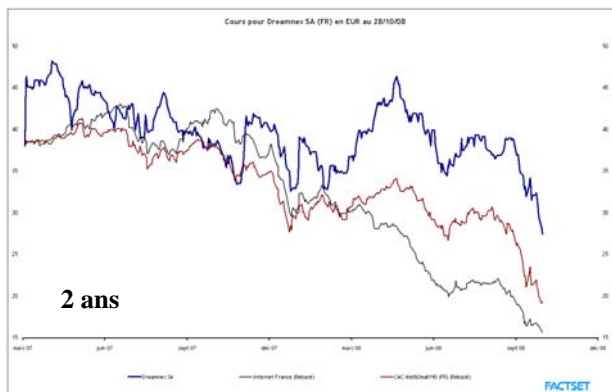


DREAMNEX – Valeur Favorite

(cours au 28/10 : 27,5 € - Capitalisation : 78 M€)

	perf 02/04/07	perf 1 an
Dreamnex	-27,8%	-28,0%
vs Internet	+31pts	+35 pts
vs CMS	+21,3 pts	+21,5 pts



	Consensus				hyp. Valorisation de marché		
	PE	Bpa induit	var (n-1)	var (n-2)	PE	Bpa	Var (n-2)
2008e	8,3x	3,33	72,6%			3,33	
2009e	7x	3,94	19,8%				
2010e	6,7x	4,11	4,1%	24%	10,6x	2,60	-22,0%

Source : Factset au 28/10/08

Faits 2008 :

- Résultats S1 08 : CA +48,5% (26 M€) - croissance organique +24% / Moc 22,2% vs 17,2% au S1 07
- CA T3 17,8 M€+85% / hors Enjoy 10,9 M€+13,9%

Que dit le marché ?

L'anticipation de baisse des BPA à horizon 2010 donnée par le marché induit essentiellement, selon nous, un **recul des activités historiques** du Groupe (ventes de produits et Photos/Vidéos), recul qui pourrait être d'environ -10% vs +7,9% attendus (source Arkeon Finance). Ce recul doit être accompagné d'une érosion marquée de la rentabilité du fait d'un **dérapiage des autres achats et charges externes** (coûts marketing accrus...) qui devraient revenir sur les 70% du CA vs 63,4% anticipés.

Ces hypothèses amèneraient à un niveau de rentabilité opérationnel proche des 14%, niveau observé en 2006.

Une baisse des activités historiques peut s'envisager car 1/ la vente de produits est corrélée à la consommation, le climat actuel plaidant pour une baisse de cette dernière et 2/ l'activité Photos/Vidéos pourrait subir une concurrence accrue de la part des sites gratuits.

En revanche, **la pression sur la rentabilité** qui pourrait découler de l'érosion des activités historiques **nous paraît nettement moins crédible**, du moins de cette ampleur. En effet, l'activité Webcams dégage une marge opérationnelle supérieure de 8 points à celle de Dreamnex. Etant donné que ce pôle correspond plus à la nouvelle demande du « public », une forte baisse de la marge sur cette activité qui représente près de 50% du CA, est peu probable.

Impacts :

CA 2010^e = 69,2 M€ vs 77,4 M€ attendus (Arkeon Finance) => Var CA 2008-2010 +14% vs +27,6%. Moc 2010^e = 14% vs 21,5%.

Conclusion :

Le marché fait preuve d'un pessimisme extrême, selon nous, notamment sur ses hypothèses de rentabilité. En effet, la diversification opérée par Dreamnex fin 2007 et le lancement à venir de nouvelles versions des sites de contenu et de dating, sont autant d'éléments qui devraient participer au maintien d'un niveau élevé de rentabilité. Seul un doute peut demeurer sur la top line pour ce qui concerne le pôle Produits (baisse du panier moyen) et Photos/Vidéos (concurrence accrue des sites gratuits).

Notons également que le caractère de valeur de rendement de Dreamnex devrait lui permettre de continuer à surperformer le marché.

Opinion AF	Obj. cours AF	Top Line	Biais
Achat	42,00 €	↓	≈
			Rentabilité

Prévisions consensus :

	2007	2008e	2009e	2010e
AF		60,7	73,9	77,4
CA	39,0	61,7	77,7	nr
Var		58,2%	25,9%	
AF		22,2%	21,7%	21,5%
Marge Ebit	19,3%	23,8%	21,1%	nr
AF		14,4%	14,9%	14,9%
Marge Nette	12,0%	15,3%	14,4%	nr
AF		7,2	2,2	-2,8
Dette nette	- 17,4	4,1	- 2,7	- 7,6

Consensus Factsset / AF : Estimations ARKEON Finance

SYSTEME DE RECOMMANDATION

ACHAT	:	Potentiel supérieur à 15%
RENFORCER	:	Potentiel compris entre 5% et 15%
ALLEGER	:	Potentiel compris entre 5% et -10%
VENDRE	:	Potentiel supérieur à -10%

DETECTION POTENTIELLE DE CONFLITS D'INTERETS

Opération de Corporate finance en cours ou réalisée durant les 12 derniers mois	Participation au capital de l'émetteur	Communication préalable des faxs à l'émetteur	Contrat de liquidité et / ou Animation de marché	Contrat d'apporteur de liquidité
NON	NON	NON	OUI	NON

Cette publication a été rédigée par ARKEON Finance. Elle est délivrée à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une sollicitation d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées.

L'information contenue dans cette publication ainsi que toutes les opinions qui y sont reprises, sont fondées sur des sources présumées fiables. Cependant ARKEON Finance ne garantit en aucune façon l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et personne ne peut s'en prévaloir. Toutes les opinions, projections et/ou estimations contenues dans cette publication reflètent le jugement d'ARKEON Finance à la date de celle-ci et peuvent être sujettes à modification sans notification. Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs professionnels qui sont supposés élaborer leur propre décision d'investissement sans se baser de manière inappropriée sur cette publication. Les investisseurs doivent se faire leur propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière mentionnée dans cette publication en tenant compte des mérites et risques qui y sont attachés, de leur propre stratégie d'investissement et de leur situation légale, fiscale et financière. Les performances historiques ne sont en aucun cas une garantie pour le futur. Du fait de cette publication, ni ARKEON Finance, ni aucun de ses dirigeants ou de ses employés, ne peut être tenu responsable d'une quelconque décision d'investissement. Conformément à la réglementation et afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissements, ARKEON Finance a établi et maintient opérationnelle une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts. Le dispositif de gestion des conflits d'intérêts est destiné à prévenir, avec une certitude raisonnable, tout manquement aux principes et aux règles de bonne conduite professionnelle. Il est en permanence actualisé en fonction des évolutions réglementaires et de l'évolution de l'activité d'ARKEON Finance. ARKEON Finance entend, en toutes circonstances, agir dans le respect de l'intégrité de marché et de la primauté de l'intérêt de ses clients. A cette fin, ARKEON Finance a mis en place une organisation par métier ainsi que des procédures communément appelées « Muraille de Chine » dont l'objet est de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles, et des modalités administratives et organisationnelles assurant la transparence dans les situations susceptibles d'être perçues comme des situations de conflits d'intérêts par les investisseurs. Cette publication est, en ce qui concerne sa distribution au Royaume-Uni, uniquement destinée aux personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou auprès de personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' et n'est pas destinée à être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. La distribution de cette publication dans d'autres juridictions peut être limitée par la législation applicable, et toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions.

- Contacts ARKEON Finance -**Activités de Marché**

Charles-Henri BERBAIN 01 53 70 50 23
CharlesHenriBerbain@ArkeonFinance.fr
Responsable des Activités de Marché

Stratégie Actions

Gilbert FERRAND 01 53 70 29 47
GilbertFerrand@ArkeonFinance.fr
Responsable Stratégie

Analyse financière sell-side

Arnaud RIVERAIN 01 53 70 50 10
ArnaudRiverain@ArkeonFinance.fr
Responsable Recherche / Internet - Stock-Picking

Fanny ALVAREZ 01 53 70 50 04
FannyAlvarez@ArkeonFinance.fr
Biens de consommation – Transport & logistique

Stéphan DUBOSQ 01 53 70 50 05
StephanDubosq@ArkeonFinance.fr
Santé - Plaisance

Edouard des ISNARDS 01 53 70 29 46
EdouarddesIsnards@ArkeonFinance.fr

Alexandre KOLLER 01 53 70 29 43
AlexandreKoller@ArkeonFinance.fr
Environnement

Charles-Louis PLANADE 01 53 70 50 43
CharlesPlanade@ArkeonFinance.fr
Edition Multimédia - Environnement

Jean-Pierre TABART 01 53 70 45 34
Jean-PierreTabart@ArkeonFinance.fr
Stock-Picking

Corporate Broking

Stéphane DERAMAUX 01 53 70 50 38
StephaneDeramaux@ArkeonFinance.fr

Analyse Financière Corporate

Isabelle BLAIZE 01 53 70 50 49
IsabelleBlaize@ArkeonFinance.fr

Christel CLEME 01 53 70 45 31
ChristelCleme@ArkeonFinance.fr

Jean-Louis SEMPÉ 01 53 70 50 15
JeanLouisSempe@ArkeonFinance.fr

Ventes Actions

Maxime ABOUJIDID 01 53 70 45 30
MaximeAboujdid@ArkeonFinance.fr

Benjamin DEROUILLON 01 53 70 50 20
BenjaminDerouillon@ArkeonFinance.fr

Cyril DIEU 01 53 70 50 24
CyrilDieu@ArkeonFinance.fr

Nitin KHEDNAH 01 53 70 50 27
NitinKhednah@ArkeonFinance.fr

Nassim LEDAD 01 53 70 50 35
NassimLedad@ArkeonFinance.fr

Cédric LE GALL 01 53 70 29 38
CedricLegall@ArkeonFinance.fr

Laurent RYTLEWSKI 01 53 70 50 21
LaurentRytlewski@ArkeonFinance.fr

Négociation

Frédéric LARTIGUE 01 53 70 50 30
FredericLartigue@ArkeonFinance.fr
Responsable négociation

Daniel SAUVAGE 01 53 70 50 22
DanielSauvage@ArkeonFinance.fr

Fax Salle des marchés : 01 53 70 50 19

Fax Corporate : 01 53 70 50 01