

Le 1^{er} décembre 2009

Distribution spécialisée

Enrolist C

ISIN	FR0010436584
Reuters	DWP.PA
Bloomberg	DNX FP
Site internet	www.dreamnexus.com
Cap boursière	97,1M€
Nbre de titres	2,8
Répartition du capital	
	Patrice Macar 25%
	Famille Macar 4%
	Managers 27%
	Flottant 43%

M€ (31/12)	2008	2009e	2010e	2011e
CA	60,6	68,4	71,9	76,1
ROC	12,2	14,3	15,6	16,3
Marge op. (%)	20,1%	20,9%	21,7%	21,5%
RNpg	8,2	9,9	11,0	11,5
Marge nette (%)	13,6%	14,5%	15,3%	15,1%
BNA retraité	2,90	3,51	3,88	4,05
Var. BNA (%)		21%	10%	4%
Dividende net	6,5	6,1	6,4	6,6
Rendement net (%)	7%	6%	7%	7%
FCF	-29,3	10,7	11,6	11,9
FCFPA	-10,4	3,8	4,1	4,2
VE/CA		1,4	1,4	1,3
VE/ROC		6,9	6,3	6,1
PER		9,8	8,8	8,5
Dette fin. nette	1,8	-2,8	-8,3	-14,1
Gearing (%)	4%	-6%	-17%	-26%
ROCE (%)	13%	16%	18%	19%

Prochain évènement : CA 2009 / 13 janv. 2010

Performances	1er		
	janv.	3 mois	1 an
Dreamnexus	14%	5%	8%
CAC Small 90	56%	5%	48%
Extrêmes 12 mois	26,2 €	36,2 €	

Edouard des Isnards

(+33 1 53 70 29 46

edouarddesisnards@arkeonfinance.fr

DREAMNEX

L'interactivité, l'avenir du charme en ligne

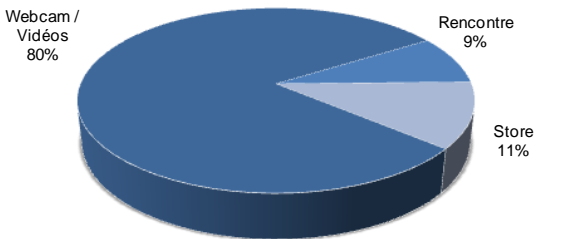
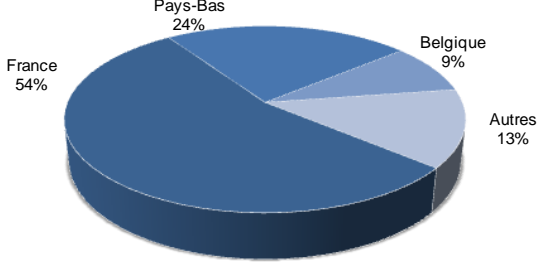
Cours : 34,25 €

Recommandation : Achat

Objectif : 47 € vs. 43 €

- Même si en période de vaches maigres, les clients délaissent aussi les plaisirs secondaires et tendent à restreindre le coté impulsif de leurs achats, **l'impact de la crise sur l'activité de Dreamnexus reste modeste**. Le CA est en repli de -4,9% sur les 9 premiers mois 2009 par rapport à 2008. La baisse de la consommation impacte surtout le CA hors abonnement (produits physiques et minutes de Webcams).
- **Dreamnexus continue à afficher une marge opérationnelle d'environ 20%**. Dreamnexus a compensé l'augmentation des charges de commercialisation qui ont progressé de 45% du CA en 2007 à 50% au S1 2008, par une meilleure maîtrise des frais de sécurisation du paiement. Ces charges marketing sont stabilisées depuis le S1 2008.
- **Les acquisitions n'ont pas fragilisé le bilan**. Entre 2006 et 2008, le groupe a réalisé plusieurs opérations de croissance externe sans fragiliser sa structure financière. L'ensemble de ces opérations ont été payées un tiers en actions et deux tiers en cash, le paiement de ce dernier ayant été étalé sur 3 ans pour limiter l'impact sur la trésorerie.
- Si les barrières à l'entrée sont faibles comparées à d'autres industries, le marché du charme sur Internet s'est fortement professionnalisé. Eldorado hier, pour les petits acteurs, le charme devient plus difficile d'accès. **Dreamnexus est en mesure de participer à la consolidation du marché européen grâce à son excellente situation financière**.
- Avec l'intégration de l'activité Webcam d'Enjoy, Dreamnexus a fait le choix de l'interactivité et récupéré des positions fortes aux Pays-Bas et en Belgique. Dreamnexus réalise désormais près de la moitié de son CA hors de France contre seulement 10% en 2007. **Au regard du potentiel de synergies commerciales entre Dreamnexus et Enjoy, notre scénario intègre un retour de la croissance organique dès 2010**. La capacité du management à maintenir des marges élevées et à s'adapter à un marché du charme en constante évolution ne nous semble pas intégrée dans la valorisation du titre. Nous sommes à l'achat avec un objectif revu à la hausse à 47 €/action vs. 43 € précédemment.

DREAMNEX en 8 points...

Le métier...	L'actualité...																		
<p>En février 2000, Patrice Macar l'actuel PDG de DreamnEX lance SexyAvenue.com, le premier site au positionnement haut de gamme, sobre et qualitatif, réservé aux adultes. Le site propose une boutique de lingerie et de sextoys, un service de diffusion de photos et vidéos, et un service de rencontre. DreamnEX est rapidement devenu le leader en France du secteur. En janvier 2008 DreamNEX rachète le groupe belge Enjoy, le plus important réseau de webcams érotiques d'Europe, et devient leader européen de l'Internet de charme, avec un chiffre d'affaires pro-forma de 70 M€ en 2008.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Janv. 08 : Acquisition d'ENJOY (CA 38 M€, marge nette 11%), réseau de webcams sexy, pour 45 M€ • Août 07 : Acquisition d'OPEN AXE et THINK MULTIMEDIA, réseaux d'affiliation pour 9 M€ • Juillet 07 : Lancement de l'activité Rencontre • Avril 07 : Introduction en bourse, lève 14 M€. • Nov. 06 : Acquisition de SELF TELECOM, réseau d'affiliation pour 5 M€ 																		
Répartition du CA par gamme 2008	Répartition géographique du CA 2008																		
 <table border="1"> <caption>Répartition du CA par gamme 2008</caption> <thead> <tr> <th>Gamme</th> <th>Pourcentage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Webcam / Vidéos</td> <td>80%</td> </tr> <tr> <td>Store</td> <td>11%</td> </tr> <tr> <td>Rencontre</td> <td>9%</td> </tr> </tbody> </table>	Gamme	Pourcentage	Webcam / Vidéos	80%	Store	11%	Rencontre	9%	 <table border="1"> <caption>Répartition géographique du CA 2008</caption> <thead> <tr> <th>Pays</th> <th>Pourcentage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>France</td> <td>54%</td> </tr> <tr> <td>Pays-Bas</td> <td>24%</td> </tr> <tr> <td>Autres</td> <td>13%</td> </tr> <tr> <td>Belgique</td> <td>9%</td> </tr> </tbody> </table>	Pays	Pourcentage	France	54%	Pays-Bas	24%	Autres	13%	Belgique	9%
Gamme	Pourcentage																		
Webcam / Vidéos	80%																		
Store	11%																		
Rencontre	9%																		
Pays	Pourcentage																		
France	54%																		
Pays-Bas	24%																		
Autres	13%																		
Belgique	9%																		
Forces	Faiblesses																		
<ul style="list-style-type: none"> • Bonne maîtrise des outils de commercialisation : affiliation, mots clés, référencement. • Solide position de leader sur le marché des Sextoys en France • Marge opérationnelle élevée, résistante à une baisse du CA • Excellent track-record en matière d'acquisitions 	<ul style="list-style-type: none"> • Position concurrentielle faible dans VOD sur la télévision payante par l'ADSL (IPTV) • Impact de la crise sur les minutes achetées de Webcam 																		
Opportunités	Menaces																		
<ul style="list-style-type: none"> • Poursuite du développement de l'interactivité (Webcam, Rencontre) • Développement en Allemagne et renforcement des implantations à l'international notamment aux Pays-Bas, en Angleterre, en Italie et en Espagne • Développement sur de nouveaux canaux de distribution: le mobile et les box ADSL 	<ul style="list-style-type: none"> • Les sites gratuits type You-Tube dévalorise la vidéo payante • Augmentation des frais de commercialisation notamment de l'achat de mots clés sur Google avec l'intensification de la concurrence 																		

Sommaire

DREAMNEX EN 8 POINTS...	2
RESUME/CONCLUSION	4
UNE STRATEGIE EFFICACE FACE AU CONTENU GRATUIT	5
Un leadership construit sur un puissant réseau d'affiliation.....	5
Face à la déferlante d'offres gratuites, Dreamnex a choisi l'interactivité.....	6
UN MODELE ECONOMIQUE RESISTANT A LA CRISE	7
L'impact de la crise reste modeste.....	7
Une marge opérationnelle stabilisée à 22% du CA.....	7
Les acquisitions n'ont pas fragilisé le bilan.....	9
2010/11 : SYNERGIES ENTRE ENJOY ET DREAMNEX	10
Forte croissance du CA à l'international.....	10
Une croissance de 6% hors scénario de reprise économique.....	10
VALORISATION PAR LA METHODE DES DCF	11
DONNEES FINANCIERES	12

Résumé/Conclusion

- Après 10 ans d'expérience, Dreamnex occupe une position de leader sur le charme en ligne en Europe. L'offre de Dreamnex a évolué de la vente de produits physiques vers la vente de contenus vidéo par abonnement. Cette activité s'est fortement développée entre 2004 et 2007 avant de ralentir sous l'effet de la crise. En 2008, avec l'acquisition d'Enjoy pour 45 M€, Dreamnex se lance dans la vidéo live et devient leader européen du live show, à la tête du plus grand réseau de webcams. **La dématérialisation progressive du marché du charme va dans le sens de l'histoire.** Les sex-shops ferment les uns après les autres en Europe et le marché du DVD pour adulte s'affaïsse progressivement.
- Si les barrières à l'entrée sont faibles comparées à d'autres industries, **le marché du charme sur Internet s'est fortement professionnalisé.** Eldorado hier, pour les petits acteurs, le charme devient plus difficile d'accès. Dreamnex est en mesure de participer à la consolidation du marché européen. Sa situation financière est excellente, la génération de cash flow permettant d'assurer les paiements étalés des acquisitions, le paiement d'un dividende confortable tout en renforçant la capacité d'investissement du groupe.
- Malgré le développement du contenu gratuit, Dreamnex continue à afficher une marge opérationnelle de 20%. **Dreamnex a acquis une expérience forte dans la gestion des coûts liés au recrutement de ses clients.** Même en période de crise, la politique du groupe est de privilégier une rentabilité élevée et stable plutôt que d'aller chercher quelques points supplémentaires de croissance à coup de frais marketing. Notons que les leviers d'améliorations de la rentabilité au delà de 20% du CA sont relativement limités dans la mesure où les marges sont variables à près de 60% et que le groupe est plutôt en situation de sous effectif.
- **Le retour de la croissance en 2010 viendra de l'effet des synergies entre Enjoy et Dreamnex.** Principalement commercialisée en Belgique et aux Pays-Bas, l'offre Webcam sur la France commence à générer un CA conséquent auprès de la clientèle française de Dreamnex. Le groupe va également progressivement mettre en place l'offre « VOD » et « Rencontre » sur les Pays-Bas et la Belgique.
- **Dreamnex est aujourd'hui le rare acteur capable de consolider le marché européen du charme en ligne,** encore très atomisé. Le manque de concurrence sur les opportunités de croissance externe offre à Dreamnex un pouvoir de négociation important lui permettant d'acheter ses cibles à très bon prix (historiquement, Dreamnex a payé ses acquisitions entre 4 et 7x leurs résultats nets). Cela constitue une formidable source de création de valeur pour le groupe qui conserve une capacité d'investissement intacte depuis son introduction en bourse avec 16 M€ de trésorerie au 30 juin 2009.
- Au cours actuel, Dreamnex nous semble sous valorisé compte tenu de la solidité de son modèle économique, des opportunités de développement hors de France et de sa capacité à consolider le marché. **Le dossier offre par ailleurs un rendement conséquent** (supérieur à 6%) grâce ses confortables cash-flows. Notons enfin que Dreamnex a précisé qu'il sera en mesure d'améliorer significativement sa rentabilité au S2 09. La publication du CA du T3 2009 était déjà rassurante et **les prochaines publications devraient soutenir le comportement du titre.**

Une stratégie efficace face au contenu gratuit

Un leadership construit sur un puissant réseau d'affiliation

1999/03 : Dreamnex mise très tôt sur l'esthétique

Dreamnex a été créé en juillet 1999 par Patrice Macar, ancien commercial chez Sony. A la recherche d'un marché en croissance sur Internet, P. Macar choisit le charme, estimant qu'il s'agissait d'un marché rentable sur lequel les vrais professionnels étaient peu nombreux. Pour P. Macar, « Le secteur du charme fait peur encore aujourd'hui, mais c'est en même temps un avantage. C'est ce qui fait qu'on n'a pas de concurrent sérieux ». Le PDG part d'un constat : une majorité des hommes et des femmes sont susceptibles d'être intéressés par des produits érotiques. Seulement une petite partie d'entre eux pouvait se sentir à l'aise sur les sites peu qualitatifs et graphiquement pauvres que l'on pouvait trouver. L'idée est donc de proposer un site qualitatif, au graphisme soigné. En février 2000 le site www.sexyavenue.com est lancé. Il propose une base de données gratuite de conseils sur la sexualité, une boutique pour adultes, avec un positionnement grand public de qualité professionnelle.

2004/07 : Dreamnex renforce son réseau d'affiliation

Afin de générer plus de trafic sur son site, www.sexyavenue.com, Dreamnex fait l'acquisition de la plateforme d'affiliation, Self Telecom pour 4,5 M€. Cette plate-forme est constituée par un ensemble de sites Internet adultes gratuits incluant des liens renvoyant vers www.sexyavenue.com. En 2007, Dreamnex poursuit le renforcement de sa plateforme d'affiliation en acquérant les sociétés Open Axe et Think Multimedia pour près de 9 M€. Think Multimedia est un agrégateur français de trafic de charme. Open Axe compte une double expertise avec un savoir-faire de web-agency et la gestion d'un réseau d'affiliation.

2007/08 : Lancement réussi de l'activité Rencontre

Pour diversifier son offre et profiter d'un marché en forte croissance, l'activité Rencontre est lancée officiellement en mars 2007. Malgré un litige l'opposant à son principal concurrent, Carpe Diem, filiale du groupe Rentabiliweb, la rencontre est une belle réussite pour Dreamnex. Le CA généré par cette activité passe de 5 M€ en 2007 à 6 M€ en 2008 (+21%) et nous prévoyons une croissance de 20% en 2009.

2008/09 : Intègre l'activité Webcam

En janvier 2008, Dreamnex annonce l'acquisition pour 45 M€ du groupe Belge Enjoy, 1er réseau de webcams sexy en Europe (10 000 modèles indépendants) couplé à une plateforme de paiement multi-solutions. Le groupe Enjoy a réalisé un CA de 38 M€ en 2007 pour une marge d'exploitation proche de 15%. Cette acquisition majeure permet à Dreamnex d'améliorer son offre et de l'étendre à de nouveaux pays. Enjoy est bien présent sur les marchés néerlandais et Belge et son développement est plutôt axé vers les pays nordiques. Cette opération revêt donc tout son sens tant sur le plan de la complémentarité géographique que de la complémentarité produit.

Face à la déferlante d'offres gratuites, Dreamnex a choisi l'interactivité

Les services gratuits se sont développés notamment dans le contenu adulte et les internautes sont de plus en plus habitués à ne rien payer. **C'est surtout la vidéo payante qui est de plus en plus difficile à imposer sur Internet.** La menace vient notamment du développement du gratuit en streaming ou en peer to peer où l'on retrouve une multitude de vidéos d'assez longue durée. Si le modèle économique des sites comme YouPorn est fragile, il n'en demeure pas moins que l'audience est significative et détourne une partie des abonnés potentiels aux sites payants.

Face à la progression des services gratuits, Dreamnex a choisi l'interactivité en acquérant Enjoy, leader européen de la webcam payante. La webcam ou live-show est la version moderne du téléphone rose, auquel il ajoute l'image. Il s'agit d'un produit cher mais très addictif car vrai et très interactif, de 10 à 20€ pour 10 minutes. L'animatrice indépendante perçoit 18% du CA généré.

Avec le développement de l'accès haut débit, la télévision, Internet sur PC et Internet sur mobile tendent à ne former plus qu'un seul média. Les contenus en live prennent alors une toute autre importance par rapport aux images fixes. **La Webcam est une arme supplémentaire pour s'imposer sur 2 autres canaux : la télévision et le mobile.** Contrairement au marché de la VOD sur PC plutôt stagnant, celui sur TV sur IP double chaque année de taille même s'il reste modeste comparé à la taille du marché du DVD. Au sein de ce marché, la VOD adulte représenterait 37% de la VOD en 2008. Afin de se positionner, Dreamnex a amorcé un partenariat avec DORCEL, qui a tissé au niveau européen des partenariats avec une grande majorité des fournisseurs de TV sur IP européens, pour intégrer son offre Webcam à celle de l'offre VOD en IP de Dorcel.

Le mobile génère actuellement environ 10 nouveaux abonnements par jour pour Dreamnex soit environ 700 K€ /an (1% du CA 2010^e). **Dreamnex souhaite porter sur le mobile progressivement l'ensemble de son offre mais ne fixe pas d'objectif trop ambitieux** car même si le marché se développe rapidement, il reste une niche qui ne représente que 0,8% des visites de sites Internet en mai 2009 (vs. 0,2% en mai 2008). L'I-phone s'est ouvert récemment au marché du Charme. Jusqu'ici, Apple avait une politique de censure très stricte concernant la présence de contenus adultes.

La vente de produits physiques reste à l'abri du gratuit. Si le marché des produits physiques pour adultes est un petit marché en France, il connaît l'évolution qu'a rencontrée la lingerie il y a 15 ans. Les concurrents de Dreamnex (Yoba, Chambre 69, Piment Rose...) réalisent des CA entre 1 et 3 M€. Si une multitude de petits acteurs veulent aujourd'hui se tailler une part du gâteau, seuls quelques uns émergent, comme sexy-avenue.

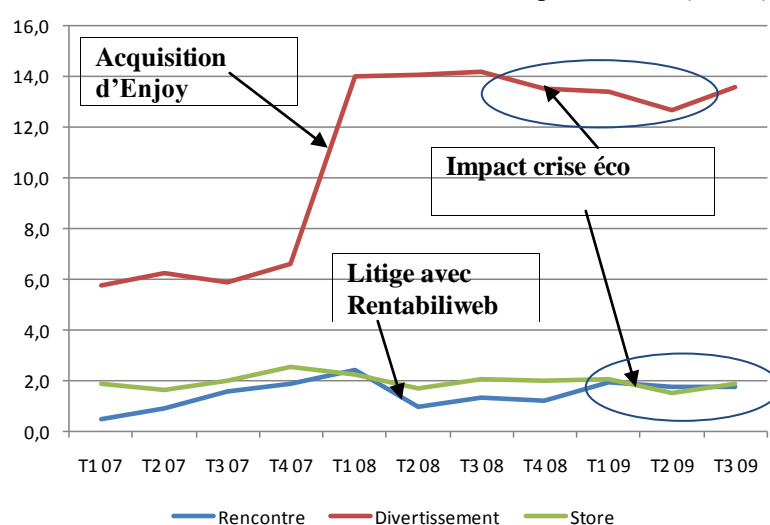
Les sites de rencontres coquins sont encore payants. Chaque gros acteur du charme propose son site de rencontres : Yes Messenger chez Carpediem, Edenflirt chez Dreamnex. Le marché de la solitude se porte bien. Ils sont 33 % de célibataires de plus qu'il y a 7 ans et cette population a un pouvoir d'achat considérable. Par rapport au site de rencontre traditionnel type Meetic, Edenflirt (Dreamnex) propose à ses membres une segmentation plus érotique des profils, pour permettre des recherches selon les affinités sexuelles.

Un modèle économique résistant à la crise

L'impact de la crise reste modeste

Sur les 3 segments de l'offre de Dreamnex, l'impact de la crise reste modeste : entre -5% et -10% sur les 9 premiers mois 2009. La rencontre reste stable alors que les ventes d'abonnements (VOD) et la vente de produits physiques (Store) fléchissent légèrement. L'impact est un peu plus fort sur le service Webcam, principalement commercialisé à la minute et non par abonnement. La baisse du pouvoir d'achat des consommateurs s'en ressent donc plus fortement. Sur le graphique ci-dessous on remarque la reprise des ventes de la division divertissement au T3 2009. C'est en partie la conséquence de la mise en place progressive des synergies commerciales entre l'offre VOD de Dreamnex et la Webcam d'Enjoy.

Evolution trimestrielle du CA de Dreamnex par division (en M€)



Source : société

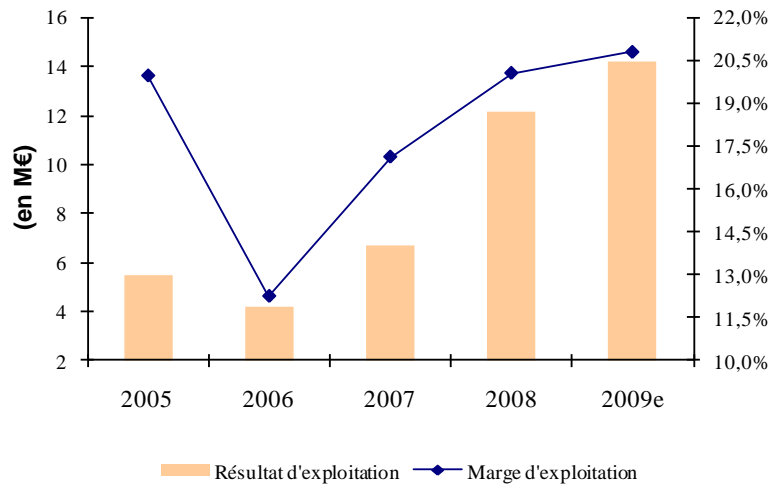
Une marge opérationnelle stabilisée à 22% du CA

Les marges brutes du groupe sont élevées. Dans la division Store, la marge brute est comprise entre 60% et 70% et l'obsolescence des stocks est faible. Dreamnex a accentué le développement des ventes de produits sous marque propre qui margent mieux. Sur la partie divertissements, la marge brute sur les vidéos s'élève à 95% et le développement de l'export ne génère pas de frais supplémentaire. Sur la Webcam, la marge brute s'élève à 77%.

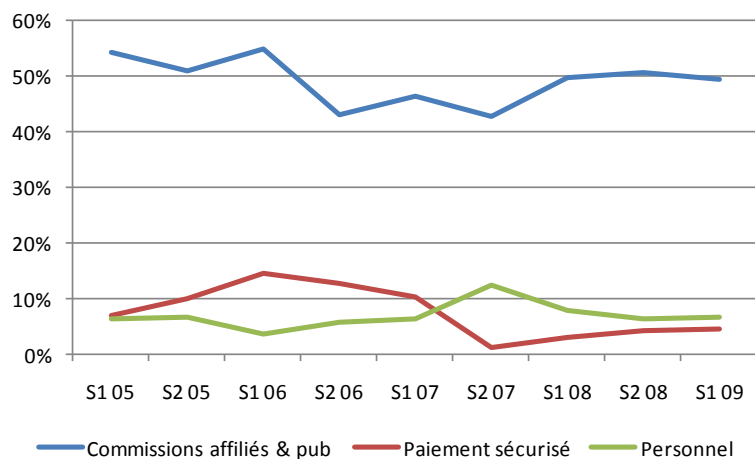
Après une baisse progressive entre 2005 et 2006, les frais de commercialisation de Dreamnex sont repassés de 45% du CA en 2007 à 50% du CA en 2008, et se sont stabilisés à ce niveau malgré la crise. Le groupe a compensé la hausse des charges de commercialisation par une baisse des frais de gestion des encaissements clients, aujourd'hui à des niveaux très bas. A noter que le le taux d'impayés (1,7% en 2008) se situe à un niveau bien maîtrisé et quasi incompressible.

En 2009, grâce à la restructuration faite au S1 2009, aux synergies ainsi qu'à l'amélioration fiscale sur les facturations Enjoy, Dreamnex devrait poursuivre l'amélioration de sa marge opérationnelle. Selon nos estimations, la marge opérationnelle du groupe est plafonnée à 25% du CA. Notre scénario intègre une marge opérationnelle prudente plafonnée à 22%. Au-delà, les leviers nous semblent limités. Les charges de personnel sont faibles et le groupe va continuer à étoffer ses équipes.

La marge d'exploitation progresse depuis 2007

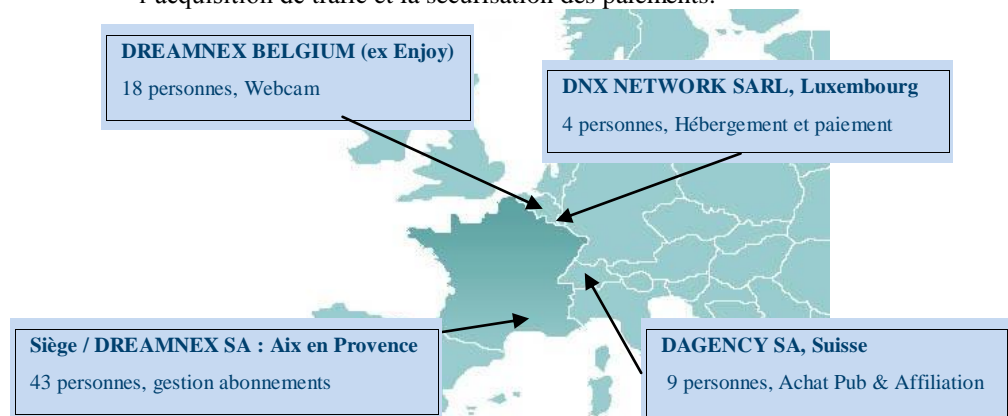


Evolution des principales charges de Dreamnex (en % du CA)



ORGANISATION DE DREAMNEX au 30 juin 2009

Dreamnex s'est récemment réorganisé en créant notamment 2 nouvelles filiales en Suisse et au Luxembourg spécialisées sur 2 fonctions clés : l'acquisition de trafic et la sécurisation des paiements.



Source : Dreamnex

Les acquisitions n'ont pas fragilisé le bilan

Dreamnex a réalisé 4 opérations de croissance externe majeures entre 2006 et aujourd'hui. Ces opérations ont permis d'augmenter la puissance commerciale du groupe par de nouveaux réseaux d'affiliation, d'intégrer un nouveau produit et d'attaquer de nouvelles positions à l'international grâce à la webcam et l'acquisition d'Enjoy.

Le financement de ces acquisitions a été mixte, (1/3) actions et (2/3) cash. Afin de conserver suffisamment de cash, Dreamnex a obtenu de la part des vendeurs un paiement échelonné sur 3 ans pour la partie cash. Le groupe utilise le cash flow des acquisitions pour rembourser les échéances, préservant ainsi la capacité d'investissement du groupe. Au 30 juin 2009, Dreamnex disposait d'une trésorerie brute de 16 M€, quasi-identique à celle présente au lendemain de l'introduction en Bourse en 2007.

Les acquisitions ont été réalisées sur la base de critère de valorisation favorables : entre 4 et 7x le résultat net. Les acheteurs potentiels sont peu nombreux. Dreamnex est un des rares acteurs capables de consolider le marché à l'échelle européenne. Dreamnex étudie actuellement plusieurs dossiers de croissance externe. L'objectif annoncé est de poursuivre le développement international du groupe. L'Allemagne constitue notamment un territoire stratégique avec une consommation par habitant de contenus et produits adultes particulièrement élevée.

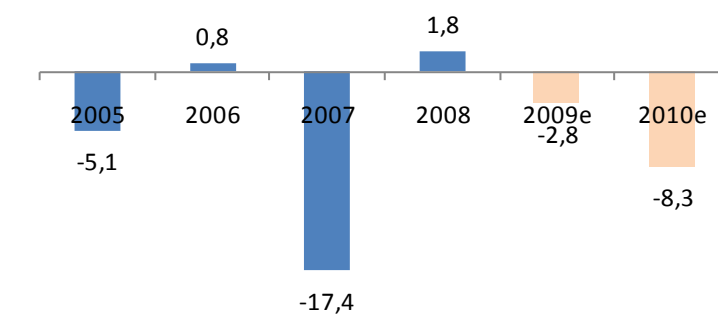
Croissance externe depuis 2006

Société	Activité	Date	Prix (M€)	CA	EBIT	% EBIT
SELF TELECOM	affiliation	nov-06	4,5	3,8	1,1	29%
OPEN AXE et THINK	affiliation	août-07	8,8	11,7	3,0	26%
GROUPE ENJOY	Webcam	janv-08	45,7	36,8	6,3	17%
TOTAL			59,0	52,3	10,4	0,7

Paieiment des acquisitions

Société	Prix (M€)	Actions	Cash	Echéancier			
				2008	2009	2010	2011
SELF TELECOM	4,5	1,7	2,8	0,4	0,3		
OPEN AXE et THINK	8,8	2,9	5,9	1,3	1,3	0,1	
GROUPE ENJOY	45,7	15,1	30,6	12,3	6,1	6,1	6,1
TOTAL	59,0	19,7	39,3	14,0	7,7	6,2	6,1

Dette financière nette (en M€) 2005 / 2010^e

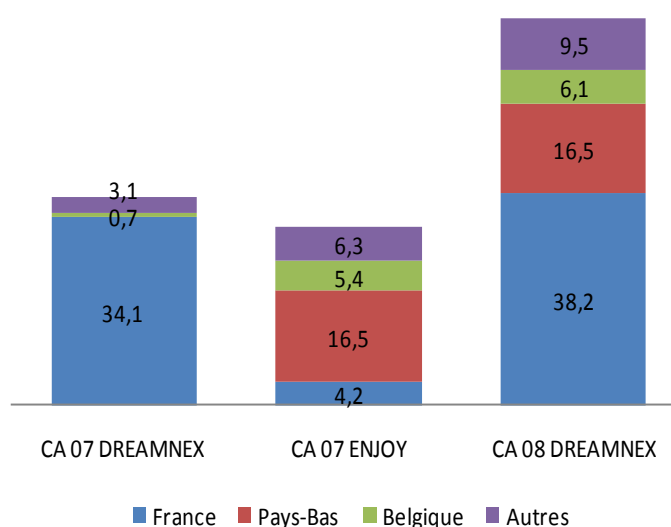


2010/11 : Synergies entre Enjoy et Dreamnex

Forte croissance du CA à l'international

A travers l'intégration d'ENJOY, Dreamnex a récupéré des positions fortes aux Pays-Bas et en Belgique. En 2009, Dreamnex a réalisé un gros travail marketing pour générer de la consommation de minutes Webcam auprès des abonnés historiques de Dreamnex. Au Pays-Bas et en Belgique, la consommation de minutes de Webcam continue à être impactée par la crise, avec des niveaux de décroissance de l'ordre de -6/-7% au T3 09 vs. T3 08, mais Dreamnex va progressivement développer toute son offre sur ces 2 pays.

Forte croissance du CA à l'international suite à l'acquisition d'ENJOY



Source : Dreamnex + estimations ARKEON Finance

Une croissance de 6% hors scénario de reprise économique

A périmètre constant, le retour d'une croissance à 2 chiffres passera par une reprise de la consommation. Les relais de croissance comme le mobile n'amèneront que 1 ou 2 M€ supplémentaires de CA sur 2010. Hors scénario de reprise, grâce aux synergies commerciales avec Enjoy, Dreamnex est en mesure de générer une croissance organique de +6% dès 2010.

	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
CA	37,7	70,3	68,4	71,9	76,1	79,7
Croissance	2%	86%	-3%	5%	6%	5%
Store	8,1	8,0	7,5	7,6	8,4	8,6
Croissance	19%	-1%	-7%	2%	10%	3%
Rencontre	5,0	6,0	7,2	7,9	8,5	8,9
Croissance	ns	20%	20%	10%	7%	5%
Divertissement (*)	24,6	56,2	53,7	56,4	59,2	62,2
Croissance	-18%	129%	-5%	5%	5%	5%

(*) Divertissement : Vidéos à la demande, Webcam

Source: ARKEON Finance, CA 2008 pro forma

Valorisation par la méthode des DCF

Notre scénario de croissance ne prend pas en compte les opérations de croissance externe que Dreamnex envisage de réaliser notamment pour prendre pieds sur de nouveaux pays.

Le taux d'actualisation s'élève à 11,3% (taux sans risque à 3,5%, prime de risque du marché à 6,5% et prime de risque société à 1,2). Dreamnex ne présente pas de risque au niveau du besoin en fonds de roulement, les clients payant immédiatement ou chaque mois par abonnement.

Notre hypothèse de croissance des cash-flows à l'infini est prudente à +1,5%. La méthode de valorisation par les DCF donne une capitalisation de Dreamnex de 133 M€ soit 47 € par action.

Tableau prévisionnel des flux de trésorerie										
(M€)	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
CA	68,4	72,0	76,1	79,8	82,8	85,9	89,2	92,5	96,0	99,7
<i>Var</i>	<i>12,9%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,8%</i>	<i>4,8%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,8%</i>
ROC	14,3	15,6	16,3	17,2	17,8	18,6	19,0	20,7	21,6	22,5
<i>ROC/CA</i>	<i>20,9%</i>	<i>21,7%</i>	<i>21,5%</i>	<i>21,6%</i>	<i>21,6%</i>	<i>21,6%</i>	<i>21,3%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,5%</i>	<i>22,5%</i>
Impôts	4,5	4,9	5,2	5,4	5,6	5,9	6,0	6,5	6,8	7,1
Amortissements & Provisions	1,4	1,7	1,6	1,4	1,5	1,5	2,0	1,3	1,4	1,4
Cash flow d'exploitation	11,3	12,4	12,8	13,2	13,7	14,3	15,0	15,5	16,2	16,8
Investissements industriels	0,7	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5
<i>Inv. Ind. / CA</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>
Var. BFR	- 0,6	- 0,9	- 1,0	- 0,6	- 0,5	- 0,5	- 0,5	- 0,5	- 0,5	- 0,6
Cash flow disponible	11,2	12,3	12,6	12,5	12,9	13,5	14,2	14,7	15,3	15,9
CFD Actualisés	10,4	10,2	9,4	8,4	7,8	7,3	6,9	6,4	6,0	5,6
Somme des cash-flows actualisés	78,2									
Valeur finale actualisée	58,0									
Dette nette au 31/12/2009e	-2,8									
Total en M€	133,5									
Nbre d'actions (M)	2,8									
Par action	47									

Hypothèses de calcul retenues par l'actualisation des flux de trésorerie

Taux longs à 10 ans	3,50%
prime de risque ARKEON FINANCE	6,5%
Croissance à l'infini	1,5%
Coût moyen pondéré du capital	11,3%

Données financières

COMPTE DE RESULTAT (K€)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Chiffre d'affaires	34,0	39,0	60,6	68,4	71,9	76,1
Croissance	24%	15%	55%	13%	5%	6%
Achats	1,5	2,6	2,8	3,0	3,1	3,4
Marge commerciale	32,2	36,3	57,8	65,4	68,9	72,7
Frais de personnels	1,6	3,8	4,2	6,4	6,6	7,3
Autres frais	26,2	25,6	40,8	43,3	44,9	47,5
DAP	0,3	0,3	0,6	1,4	1,7	1,6
Résultat d'exploitation	4,2	6,7	12,2	14,3	15,6	16,3
Résultat financier	-0,5	0,4	0,3	0,1	0,3	0,3
Résultat courant avant Impôts	3,7	7,1	12,4	14,4	15,9	16,6
Impôts sur les bénéfices	1,6	2,4	4,2	4,5	4,9	5,2
Résultat net part du groupe	2,1	4,7	8,2	9,9	11,0	11,5

BILAN (K€)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Actif immobilisé	6,9	15,1	51,9	51,8	51,7	51,9
Actif circulant	5,9	4,1	7,9	9,0	9,1	9,2
Disponibilités et FCP	2,0	20,5	18,1	16,3	15,5	18,9
TOTAL ACTIF	14,7	39,8	77,9	77,1	76,3	79,9
Capitaux propres	4,7	25,3	40,6	44,5	49,1	54,0
Dettes financières	2,7	3,2	19,9	13,5	7,2	4,8
Dettes d'exploitation	7,1	10,1	17,0	18,7	19,7	20,8
Provisions long terme	0,3	1,3	0,3	0,3	0,3	0,3
TOTAL PASSIF	14,7	39,8	77,9	77,1	76,3	79,9
Dettes nettes	0,8	-17,4	1,8	-2,8	-8,3	-14,1

TABLEAU DE FINANCEMENT (K€)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Capacité d'auto-financement	2,4	5,0	8,8	11,4	12,7	13,1
-Variation du BFR	2,5	-4,7	-3,2	-0,6	-0,9	-1,0
Flux de trésorerie liés à l'activité	-0,1	9,7	12,0	12,0	13,6	14,1
Acquisition d'immobilisations	-6,0	-5,6	-38,5	-0,7	-1,1	-1,1
Cession nette d'immobilisations	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés aux investissements	-6,0	-5,6	-38,2	-0,7	-1,1	-1,1
Augmentation de capital	2,8	14,1	14,8	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-2,9	-1,0	-6,5	-6,1	-6,4	-6,6
Variation nette d'emprunts	1,2	2,0	16,7	-7,0	-7,0	-3,0
Opérations de financement	1,1	15,1	25,1	-13,1	-13,4	-9,6
Variation de trésorerie	-5,1	19,2	-1,1	-1,8	-0,8	3,3

RATIOS	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Marge opérationnelle	12%	17%	20%	21%	22%	21%
Marge nette	6%	12%	14%	15%	15%	15%
ROE (RN/Fonds propres)				22%	22%	21%
ROCE (NOPAT/Capitaux employés)				22%	22%	21%
Dettes nettes / Fonds propres				-6%	-17%	-26%
EV / CA (x)				1,4	1,4	1,3
EV / ROC (x)				6,9	6,3	6,1
P / CF (x)				8,5	7,6	7,4
BNPA (en €)	0,7	1,7	2,9	3,5	3,9	4,0
PE (x)				9,8	8,8	8,5

Source : ARKEON Finance

- 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 de la Stratégie Action

Analyse financière sell-side

Stephan DUBOSQ 01 53 70 50 05
StephanDubosq@ArkeonFinance.fr
Santé – Plaisance – Stock Picking

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

Mathieu JASMIN 01 53 70 45 35
MathieuJasmin@ArkeonFinance.fr
Environnement

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

Jean-Philippe MARSAN 01 53 70 50 84
JeanPhilippeMarsan@ArkeonFinance.fr
ISR

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

Vente Actions

Maxime ABOUJDID 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

Nassim LEDAD 01 53 70 50 35
NassimLedad@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

Négociation

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

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

Farid DERRICHE 01 53 70 50 37
FaridDerriche@ArkeonFinance.fr

Corporate Broking

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

Fax Salle des marchés : 01 53 70 50 19
Fax Corporate : 01 53 70 50 01

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 de l'étude à l'émetteur	Contrat de liquidité et / ou Animation de marché	Contrat d'apporteur de liquidité
NON	NON	OUI	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.