

## L'Explorateur

### Le quotidien des valeurs moyennes

#### Note de veille\*

##### **Dreamnex (+)** Compte rendu / déjeuner Aurel avec le management

Après l'acquisition de 5 structures en dix-huit mois, Dreamnex est devenu le leader européen de l'internet de charme avec plus de 70 M€ de chiffre d'affaires sur l'exercice 2008. Le Groupe est présent sur trois pôles :

- ✓ Divertissement (79% du CA), qui regroupe les activités photos/vidéos et webcams ;
- ✓ Produits (11% du CA), qui commercialise les produits de la marque sexyavenue.com ;
- ✓ Rencontres (10% du CA), qui permet aux utilisateurs de faire des rencontres "coquines" sur le site Edenflirt ;

A la suite de ces acquisitions, le Groupe s'est focalisé sur l'optimisation de sa structure de coûts et la mise en place de synergies, ce qui lui a permis de dégager sur l'exercice 2008 une Mop de près de 23% en hausse de près de 300 pb sur un an et un niveau d'endettement net quasi-nul. L'amélioration de la profitabilité et le maintien du taux d'endettement sur ces niveaux malgré les acquisitions réalisées, sont assez remarquables et témoignent selon nous de la rigueur du management de Dreamnex. Rappelons à ce titre, que la société a par ailleurs été profitable dès l'exercice 2002, soit moins de trois ans après sa création.

Dreamnex a par ailleurs opté pour une politique généreuse en matière de dividende (*pay-out* de 66%) qui devrait être conservée à l'avenir. A titre indicatif, le dividende 2008 était de 2.36 €, soit un rendement de près de 7% sur la base des derniers cours de bourse. Cette politique de distribution généreuse provient selon nous de la visibilité dont le Groupe bénéficie du fait de la récurrence de ses revenus (abonnement principalement) sur internet et d'une structure à faible intensité capitalistique. Le Groupe dispose d'une trésorerie nette excédentaire de 3 M€ au 30 juin 09.

Notons d'ailleurs que Patrice Macar et sa famille détiennent près de 30% du capital de la société ; les managers sont aussi intéressés avec une participation au capital de plus de 20%. L'implication capitalistique des dirigeants et du PDG sont des éléments favorables selon nous au bon développement du Groupe.

A l'avenir, le Groupe a pour ambition de consolider ce marché de l'internet de charme en Europe et devrait profiter du développement de l'internet 3G et de la démocratisation des *smartphones*. Aussi, Dreamnex a pour ambition de se développer vers d'autres pays européens, voire potentiellement les Etats-Unis.

Le Groupe doit cependant faire face à une éventuelle guerre des prix du fait du dynamisme de majors américains, potentiellement désireuses de s'implanter en Europe. Aussi, la banalisation des produits érotiques pourrait amputer la profitabilité de certaines marques phares du Groupe, comme Sexyavenue.com.

Dans un avenir proche, les prochaines publications pourraient apporter leur lot de bonnes surprises. En effet, l'activité au T3 09 (-2.2%) était moins mauvaise qu'au S1 (-6.1%) et le Groupe semble tabler sur une amélioration de l'activité et de la profitabilité en fin d'année. Ainsi, si l'on table sur un CA T4 09 stable, l'activité du Groupe en 2009 ressortirait à 67.7 M€ en baisse de seulement 3.7%.

Pour les exercices 2010 & 2011, Patrice Macar le PDG du Groupe, semble tabler sur une croissance de près de 5% de son activité du fait de la décision récente d'augmenter ses tarifs de 11% sur ses abonnements mais aussi de la plus grande disponibilité des équipes commerciales à développer l'activité après avoir géré les récentes acquisitions. Aussi, suite à la délocalisation de sa filiale au Luxembourg, qui bénéficie d'un taux de TVA réduit (15% au lieu de 19.6%), le montant H.T perçu augmentera de manière systématique.

En termes de rentabilité, le management semble confiant sur une amélioration au S2 09 Vs le S1 09 suite à la mise en œuvre de l'important programme de réduction de coûts. Aussi, en 2010 et 2011, la marge devrait continuer à s'améliorer sous le double-effet de la progression de l'activité et des mesures de réduction de coûts.

Lors de la présentation, le PDG a également ambitionné faire de la croissance externe dans un horizon moyen terme, l'objectif du Groupe étant de consolider le marché de l'internet de charme en Europe. De par le passé, les acquisitions ont été réalisées sur des niveaux de valorisation particulièrement attractifs grâce au manque d'acheteurs structurels sur ce marché et à la capacité de Dreamnax d'intégrer et de savoir développer ces sociétés. Ainsi, de manière générale, ces acquisitions sont le plus souvent relatives dès la première année.

### Des indicateurs positifs

La présentation nous a donné l'impression d'une société bien gérée avec une gamme de produits qui continue à se développer malgré le contexte économique. En effet, la décroissance de moins de 5% cumulée sur neuf mois est un bon indicateur du faible niveau de cyclicité de cette activité.

Les niveaux de valorisation nous paraissent également attractifs (EV / EBIT 10<sup>e</sup> en dessous de 8x environ d'après les hypothèses de rentabilité et de croissance mises en avant par le management) A noter également le niveau élevé de rentabilité opérationnelle du Groupe (Mop proche de 20% au S1 09).

Enfin, notons aussi la volonté du Groupe de distribuer 66% du RN sous-forme de dividende, ce qui procure un rendement au-delà de 6% sur les derniers cours actuels.

Notons enfin que le titre est peu liquide ce qui freine l'appréciation du titre ; le management en est conscient et travaille activement à ce sujet. Le titre est à ce jour peu suivi et pourrait l'être plus à l'avenir au vu de l'intérêt de certains investisseurs.

En conclusion, mise à part son manque de liquidité, les perspectives du Groupe, son faible niveau de valorisation, sa trésorerie positive et son rendement attractif sont des éléments positifs à prendre en compte.

## Contacts Aurel

### Vente Actions

Laurent SAINT AUBIN (Responsable du département Equities / Immobilier) .....	01 53 89 53 44
Meir BENAMRAM (Responsable Mid Cap) .....	01 53 89 53 22
Didier BODART (Responsable Adjoint du département Equities).....	01 53 89 54 80
Patrice DEVIENNE (Sales Trading) .....	01 53 89 47 63
Eric HASSID (Vente Institutionnelle) .....	01 53 89 47 74
Philippe LEGENDRE (Vente Institutionnelle) .....	01 53 89 47 65
Jean Michel LETRESOR (Vente Institutionnelle) .....	01 53 89 53 48
Alain LEVY (Vente Institutionnelle) .....	01 53 89 47 72
Lionel MOREAU (Responsable Vente Corporate).....	01 53 89 47 66
Emily MOURET-LAFAGE (Vente institutionnelle).....	01 53 89 53 46
Phuong PELLEGRIN (Vente institutionnelle).....	01 53 89 53 30
Constantin SALAGARAS (Vente Institutionnelle) .....	01 53 89 47 93
Guillaume THIBAUT (Vente Institutionnelle) .....	01 53 89 47 76
Frédéric VINCENT (Vente Institutionnelle).....	01 53 89 53 13

### Ventes Event Driven

Renaud BERENGUIER (Responsable Ventes Event Driven).....	01 53 89 47 64
Tim GITTO (Ventes Event Driven).....	01 53 89 47 89
Fransien STOUTEN (Ventes Event Driven) .....	01 53 89 47 83

### Recherche Actions

Sébastien VILLEROY (Responsable de la Recherche Actions) .....	01 53 89 57 74
Louis BOUJARD (Matières Premières & Energies).....	01 53 89 57 77
Pierre CORBY (Santé / Biotech) .....	01 53 89 73 18
Serge DEMIRDJIAN (Immobilier).....	01 53 89 53 75
Julien GUEZ (Small Mid Caps) .....	01 53 89 57 76
Jean-Marie L'HOME (Agroalimentaire / Hôtellerie Loisirs) .....	01 53 89 73 78
Loïc MORVAN (Luxe / Cosmétiques).....	01 53 89 57 78
Cédric ROSSI (Luxe / Biens de conso.) .....	01 53 89 57 73
Brice-François THEBAUD (SSII / Editeurs / Jeux Vidéo).....	01 53 89 73 14

### Recherche Crédit

Dominique DARIDAN (Responsable de la Recherche Crédit).....	01 53 89 54 55
Mallé BA (Analyste).....	01 53 89 54 09
Anne-Charlotte COM (Analyste) .....	01 53 89 73 13

### Recherche Economique / Stratégie

Christian PARISOT (Chef Economiste et Directeur des Recherches) .....	01 53 89 53 74
Jean-Louis MOURIER (Economiste).....	01 53 89 73 20
Giovanni DORELIEN (Economiste).....	01 53 89 57 80

### Recherche Event Driven

Arnaud-Cyprien NANA MVOGO (Analyste) .....	01 53 89 47 84
Libera FLAHAUT (Analyste).....	01 53 89 53 07

### Recherche Technique / Recherche ETF

Alexandre LE DROGOFF (Analyste Technique) .....	01 53 89 57 91
Romain ROCLORE (Analyste ETF) .....	01 53 89 53 95

## Détection potentielle de conflits d'intérêt

### Dreamnex

Banque d'affaires	Contrat de liquidité	Liens Corporate	Trading / Participation pour compte propre	Intérêts personnels de l'analyste	Communication à l'émetteur	Autres sources de conflits d'intérêt
Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non

Banque d'affaires	Contrat de liquidité	Liens Corporate	Trading / Participation pour compte propre	Intérêts personnels de l'analyste	Communication à l'émetteur	Autres sources de conflits d'intérêt
Non	Oui	Non	Non	Non	Non	Non

Bien que les informations exposées dans ce document proviennent de sources considérées comme dignes de foi, Aurel et ses filiales n'en garantissent ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Les opinions et appréciations peuvent être modifiées ou abandonnées sans avis préalable. Les calculs et évaluations présentés ont pour but de servir de base à nos discussions. Vous vous engagez à effectuer de façon indépendante votre propre évaluation de l'opportunité et de l'adaptation à vos besoins des opérations proposées, notamment en ce qui concerne les aspects juridiques, fiscaux et comptables. En outre, notre analyse ne peut être considérée comme une offre ou une sollicitation de souscription, d'achat, de vente ou de prêt de valeurs mobilières ou autres instruments financiers et n'a pas vocation à servir de base à un quelconque contrat. Aurel et ses filiales ou les personnes qui y sont associées peuvent avoir une position acheteuse ou vendeuse sur des valeurs mobilières ou autres instruments financiers auxquels il est fait référence ici. La responsabilité d'Aurel et de ses filiales ne saurait être engagée, directement ou indirectement, en cas d'erreur ou omission de leur part ou en cas d'investissement inopportun de la vôtre. Ce document étant la propriété d'Aurel et/ou d'une de ses filiales, toute reproduction même partielle est interdite sans l'autorisation préalable d'Aurel. Copyright © Aurel, 2007, Tous droits réservés. Autorité de régulation dont relève Aurel : Autorité des Marchés Financiers (AMF).

**Aurel BGC**  
15-17 rue Vivienne  
75002 Paris

[www.aurel-bgc.com](http://www.aurel-bgc.com)  
T +33(0)1 53 89 53 89  
F +33(0)1 53 89 53 80