



ARKEON
FINANCE

Introduceur et Membre du Marché
en charge du placement



DREAMNEX

www.SexyAvenue.com

Introduction en Bourse sur
Eurolist by Euronext™ Paris

Analyse financière

Mars 2007



Le 9 mars 2007

ARKEON
FINANCE



DREAMNEX

Introduction sur Eurolist by Euronext

« Tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur le sexe sans jamais oser le demander »

Fourchette de prix proposée : 30.13€/ 35.02 €

Objectif : 39.6 €

Secteur d'activité : site internet adulte

Recommandation : Souscrire

En K€	2003	2004 **	2005 **	2006e **	2007e	2008e
Chiffre d'affaires	4 526	14 110	28 250	34 495	41 175	51 088
EBE	502	1 757	5 748	5 318	6 185	8 426
Résultat d'exploitation	430	1 252	5 235	5 050	6 085	8 298
Résultat net	385	846	3 763	3 056	4 393	6 033
BNPA (en €)	0.16	0.36	1.59	1.29	1.85	2.55
Marge d'exploitation (en %)	9.5	9	19	15	15	16
Marge nette (en %)	8.5	6	13	9	11	12
ROCE (en %)	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd
ROE (en %)	101	33	85	66	22	25
PE (x) *					17.6	12.8
EV / CA (x) *					1.47	1.1
EV / EBIT (x) *					9.98	6.80

* Sur la base du milieu de fourchette de 32.58€ - ** Compte proforma intégrant Self Télécom acquise en novembre 2006 Source : ARKEON Finance

• **DreamNex est le leader français de l'internet adulte.** Il propose aux internautes différents produits sexy ainsi que la consultation de contenus de charme. Dès l'origine, le groupe a parié sur une présentation soft s'offrant ainsi une clientèle grand public. La distribution par internet offre, en outre, un avantage concurrentiel certain en attirant un public jusqu'ici peu enclin à fréquenter les circuits traditionnels.

• **Le groupe a adopté très tôt une stratégie de partenariat** mais également d'affiliation avec un réseau de 5000 sites permettant un flux régulier et conséquent d'acheteurs potentiels. Fort d'une **expertise en acquisition de trafic**, le site, entièrement développé et contrôlé en interne, reçoit plus de 18 millions de visites par mois (source Médiamétrie déc 2006) avec 90 millions de pages vues (source Xiti déc 2006).

• **Le business model aura été largement validé par la forte croissance de l'activité et par une rentabilité élevée.** Au cours de 2005, le CA aura ainsi doublé à 28.2M€ et le résultat d'exploitation et le résultat net auront progressé respectivement de 318% et 345% faisant ainsi apparaître une marge opérationnelle de 19% et nette de 13%. L'exercice 2006 doit s'analyser comme un exercice de transition. En effet, le groupe aura, au cours de cette année, cumulé plusieurs difficultés aujourd'hui surmontées. La hausse du taux d'impayés a contraint le groupe à confier l'encaissement de ses transactions à des prestataires spécialisés dont les services se sont avérés onéreux (9% du CA 2006 estimé contre 6% en 2005). Aujourd'hui, le groupe a clairement réduit ce taux grâce à l'ouverture de nouveaux contrats d'encaissement. Quoiqu'il en soit, le CA 2006 devrait s'inscrire en progression de 22% à 34.5M€ et le résultat d'exploitation devrait s'élever à 5M€ marquant ainsi une quasi stabilité.

• La poursuite de l'augmentation du nombre de personnes ayant accès à internet ainsi que la démocratisation du haut débit permettront d'élargir la population d'acheteurs en ligne. Il faut savoir, par ailleurs, que près d'un internaute adulte sur trois fréquente des sites adultes et que le charme arrive en première position dans les tops mots clés des moteurs de recherche. Cette dynamique naturelle du marché conjuguée au développement de nouveaux services (rencontres, contenus pour mobiles, internationalisation...) sont autant d'éléments qui devraient permettre de soutenir la croissance. **L'objectif clairement affiché est de s'imposer comme le site européen de référence sur le net, à l'instar de Playboy pour le magazine.**

• Dans ce contexte et fort de ces fondamentaux, **DreamNex nous semble un excellent véhicule d'investissement.** Outre son aspect de valeur de croissance, il convient de noter que la direction envisage de distribuer 50% de ses bénéfices dès 2007 au titre de l'exercice 2006. Les perspectives significatives de croissance et de rentabilité nous conduisent à valoriser le groupe, post money et après décote, à 77M€ en milieu de fourchette.

Modalités d'inscription

Nombre d'actions composant le capital social :

Avant introduction : 1 955 367

Après introduction : 2 370 137

Nombre d'actions proposées au marché : 592 550 actions

- Augmentation de capital : 414 770 actions
- Cession : 177 780 actions

Fourchette de prix proposée : 30.13 € / 35.02 €

Répartition du capital avant l'opération

Actionnaires	Titres de capital		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
Patrice Macar, PDG	781 769	39,98	1 563 538	47,14
Pierre Macar	68 731	3,51	137 462	4,14
Philippe Nicolas	31 968	1,63	63 936	1,93
Total administrateurs	882 468	45,13	1 764 936	53,21
Claudine Macar	31 968	1,63	63 936	1,93
Vincent Macar	31 968	1,63	63 936	1,93
Total actionnaires liés aux administrateurs	63 936	3,27	127 872	3,86
E. Modolo	18 400	0,94	18 400	0,55
Stephen Schotte	115 367	5,90	115 367	3,48
Total actionnaires salariés	133 767	6,84	133 767	4,03
David Aumonier	128 534	6,57	257 068	7,75
Enno Ebels	64 096	3,28	128 192	3,86
NET INVEST	460 000	23,52	460 000	13,87
Arnold Raicher	4	0,00	8	0,00
INCOGEST	222 562	11,38	445 124	13,42
Total investisseurs	875 196	44,76	1 290 392	38,90
TOTAL	1 955 367	100,00	3 316 967	100,00

Répartition du capital après l'opération

Actionnaires	Titres de capital		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
Patrice Macar, PDG	706 235	29,80	1 412 470	35,17
Pierre Macar	62 091	2,62	124 182	3,09
Philippe Nicolas	28 879	1,22	57 758	1,44
Total administrateurs	797 205	33,64	1 594 410	39,70
Claudine Macar	28 879	1,22	57 758	1,44
Vincent Macar	28 879	1,22	57 758	1,44
Total actionnaires liés aux administrateurs	57 758	2,44	115 516	2,88
E. Modolo	16 622	0,70	16 622	0,41
Stephen Schotte	115 367	4,87	115 367	2,87
Total actionnaires salariés	131 989	5,57	131 989	3,29
David Aumonier	116 115	4,90	232 230	5,78
Enno Ebels	57 903	2,44	115 806	2,88
NET INVEST	415 555	17,53	831 110	20,70
Arnold Raicher	4	0,00	8	0,00
INCOGEST	201 058	8,48	402 116	10,01
Total investisseurs	790 635	33,36	1 581 270	39,38
<i>Public</i>	592 550	25,00	592 550	14,76
TOTAL	2 370 137	100,00	4 015 735	100,00

Calendrier

9 mars	Visa de l'AMF
12 mars	Avis d'Euronext d'ouverture de l'Offre à Prix Ouvert Ouverture de l'Offre à Prix Ouvert et du Placement Global Clôture de l'Offre à Prix Ouvert à 18h00
26 mars	Clôture du Placement Global à 18h00 (sauf clôture anticipée) Fixation du Prix de l'Offre à Prix Ouvert et du Prix du Placement Global Communiqué de presse indiquant le prix de l'offre et le résultat de l'Offre à Prix Ouvert (dont le taux de service des particuliers) et avis d'Euronext de
27 mars	résultat de l'Offre à Prix Ouvert Première cotation
30 mars	Règlement-livraison des actions offertes dans le cadre de l'Offre à Prix Ouvert et du Placement Global
2 avril	Début des négociations des actions Dreamnex sur le marché <i>Eurolist by Euronext</i>

Sommaire

Argumentaire d'investissement	5
DreamNex : les chiffres parlent d'eux-mêmes	6
Internet : un média incontournable et un outil de production peu capitalistique	7
La Vidéo On Demand (VOD) : un marché en pleine expansion	9
La dynamique des sites adultes	11
Quelques données de marché	11
DreamNex : le leader de l'internet adulte	13
Les partenaires et sites affiliés	13
Le cas Self Telecom	13
Les produits	14
L'abonnement aux contenus photos / videos	16
2006 : un exercice atypique	17
Zoom sur les charges externes	18
Spécificité du bilan	19
Les leviers de la croissance	20
Une augmentation de capital afin de financer les acquisitions	26
Valorisation	27
La méthode des comparables boursiers	27
La méthode des Discounted Cash-Flows (DCF)	28
Synthèse	28
Données financières **	29

Argumentaire d'investissement

- DreamNex est le leader français de l'internet adulte. A travers son site SexyAvenue, la société propose à une clientèle grand public adulte, la vente de produits sexy, ainsi qu'un service d'abonnement à des contenus de charme.
- Le modèle économique procure au groupe croissance et forte rentabilité :
 - ✓ Le groupe bénéficie de l'explosion du e-Commerce en général et de l'attractivité de ses produits en particulier. Les études récentes estiment qu'un français sur 3 se connecte à des sites adultes. Ces sites affichent, par ailleurs, des taux de transformation records dans l'internet marchand et pèsent deux fois plus que la musique en ligne. Enfin, leur chiffre d'affaires est basé sur l'abonnement, revenu récurrent par nature, à la différence de sites traditionnels dont le modèle est fondé sur des revenus publicitaires.
 - ✓ DreamNex dispose en interne des compétences techniques nécessaires ainsi qu'une expertise internet reconnue. Si le groupe a intégré la fonction logistique ainsi que le service client afin d'avoir le contrôle sur la qualité du traitement des commandes, en revanche il ne produit aucun contenu mais les achète parmi les 10 grandes sociétés de production américaines ou européennes. Ces contenus sont mis en ligne et diffusés directement par ces dernières.
 - ✓ Dès son origine, le groupe a développé une politique partenariale et d'affiliation très forte. Cette stratégie lui a permis de réduire fortement les charges de marketing et de publicité qui peuvent atteindre pour un site e-marchand plus de 50 % du chiffre d'affaires (ex : Meetic).
 - ✓ Le chiffre d'affaires basé sur l'abonnement (62 165 abonnés au 31/12/06) procure au groupe un BFR négatif face à une structure peu capitalistique inhérente au circuit de distribution.
- Afin de bénéficier au mieux de cette dynamique, la direction entend porter ses efforts sur :
 - ✓ L'augmentation de son portefeuille clients, à travers un meilleur taux de transformation, l'offre de nouveaux services (rencontres, contenus pour mobiles...) et l'extension géographique avec notamment un site multilingue.
 - ✓ L'amélioration de la rentabilité avec une baisse du coût d'acquisition clients, une augmentation de la fidélisation et donc une baisse du churn et un effet volume positif sur les achats.

L'ensemble de ces éléments nous laisse donc penser que la période 2007/2008 ne devrait pas déroger au couple croissance / rentabilité. Afin d'accélérer ce mouvement, la direction souhaite recourir de façon offensive à des opérations de croissance externe et plusieurs dossiers sont ainsi à l'étude. Ces opérations ne sont pas intégrées dans nos prévisions, mais pourraient s'avérer très relatives dans la mesure où ce sont la plupart du temps des petites structures très rentables mais sans véritable porte de sortie. Dans ce contexte, DreamNex entend jouer un rôle de fédérateur. Nos prévisions, hors acquisition, font donc apparaître une croissance du chiffre d'affaires de 19% en 2007 et de 24% en 2008, tandis que le résultat d'exploitation et le résultat net devraient connaître une progression respectivement de 20 et 44% en 2007 et de 36 et 37% en 2008.

- Les perspectives significatives de croissance et de rentabilité nous amènent à retenir une valorisation post money (augmentation de capital de 13.5M€) et après décote de 77M€ en milieu de fourchette.

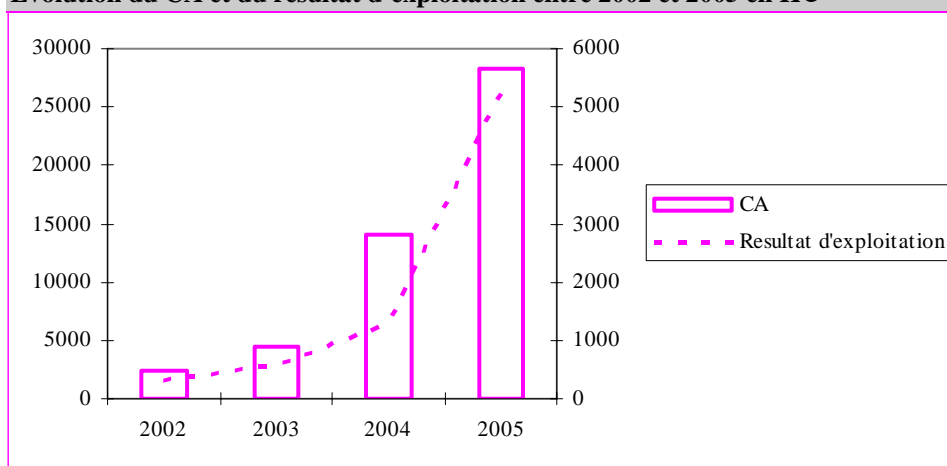
DreamNex : les chiffres parlent d'eux-mêmes

Le groupe DreamNex est le leader français de la distribution de produits et de contenus pour adultes sur internet au travers de son site SexyAvenue. Le contenu de son site est réparti en 4 rubriques principales qui sont :

- ⇒ la boutique internet de produits érotiques : SexyStore,
- ⇒ la base de données de conseils et d'informations gratuits : SexyDoctor,
- ⇒ l'espace de discussion : SexyClub,
- ⇒ le service de diffusion de contenus photos et vidéos : SexyShow

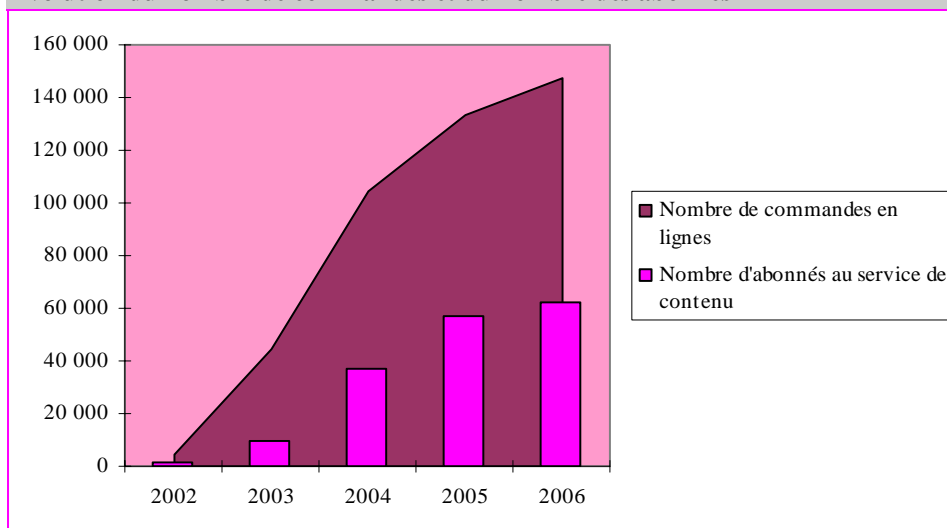
Le groupe a connu une très forte croissance, multipliant par près de 12x son chiffre d'affaires en 4 ans et par plus de 17 fois son résultat d'exploitation.

Evolution du CA et du résultat d'exploitation entre 2002 et 2005 en K€



Au cours de la même période, DreamNex aura multiplié par près de 28x le nombre de ses commandes en ligne, tandis que le nombre d'inscriptions au contenu était multiplié par 30x.

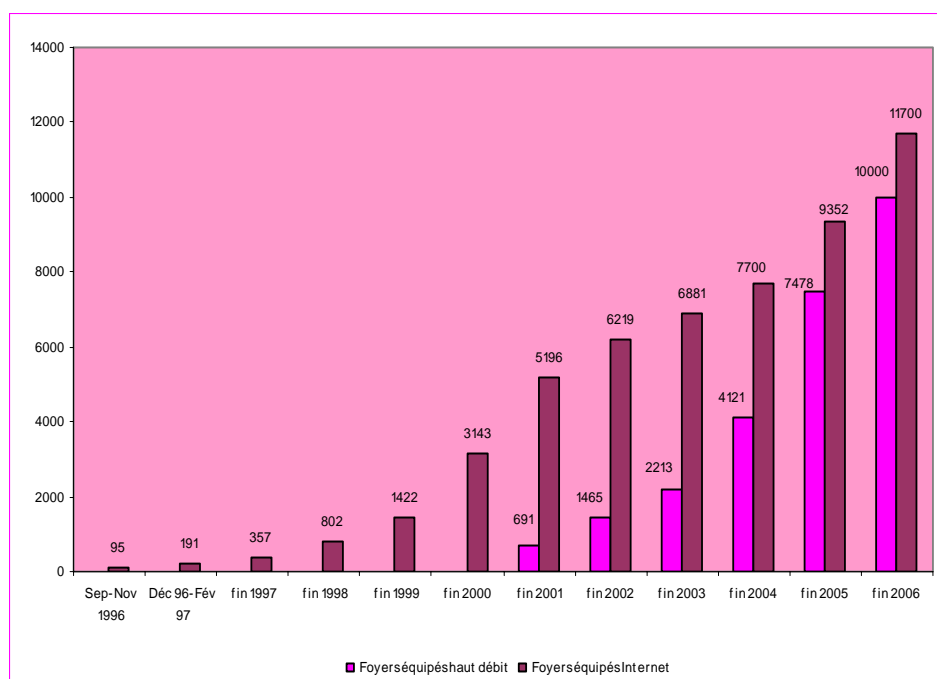
Evolution du nombre de commandes et du nombre des abonnés



Internet : un média incontournable et un outil de production peu capitalistique

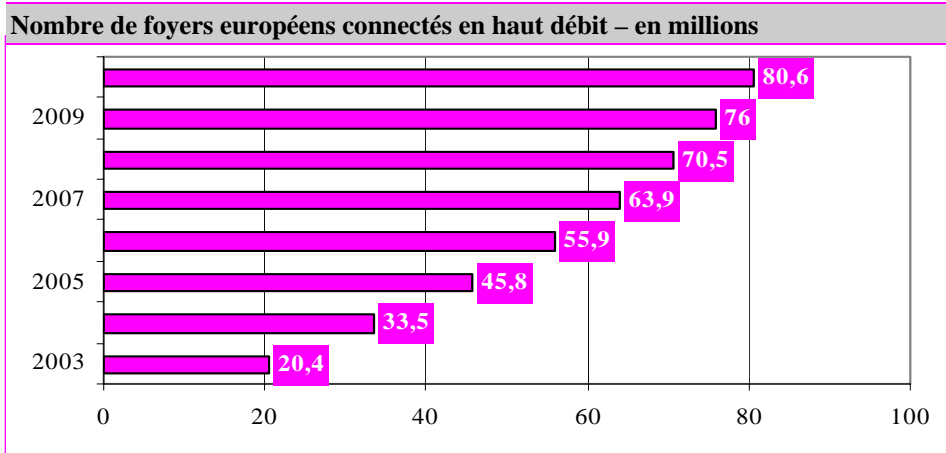
Internet est devenu un média grand public à part entière avec à la clé l'explosion du e-Commerce :

- Plus de la moitié des foyers français sont désormais équipés d'un micro-ordinateur : 55.1% fin 2006 contre 49.6% fin 2005. Cette évolution représente une progression de 1.5 millions de foyers portant ainsi à plus de 14 millions le nombre de foyers équipés. Selon une étude GfK, le taux d'équipement des foyers en micro-ordinateur devrait franchir la barre des 60% à la fin de l'exercice 2007. Les principaux moteurs de cette croissance sont : 1/ les programmes parrainés par le gouvernement, la poursuite du développement du haut-débit et le lancement du nouveau système d'exploitation Windows Vista.
- Le nombre de foyers connectés à Internet passe entre 2005 et 2006 de 9.8 millions à 11.7 millions, soit 46% de la population contre 39% un an plus tôt.
- Dans le même temps, le haut débit opère un bond de 11 points puisqu'aujourd'hui 86% des foyers connectés à Internet le sont via l'ADSL ou le câble.
- En un an, le nombre d'internautes est passé de 25.844.000 à 28.370.000, ce qui correspond à une hausse de 9,77 %



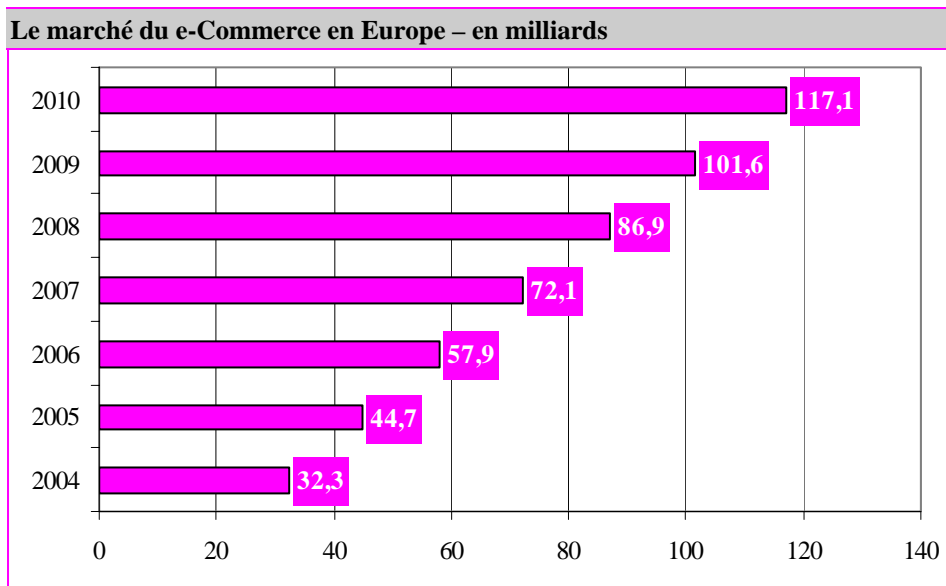
Source : Médiamétrie

Selon JupiterResearch la croissance du nombre de foyers européens connectés en haut débit devrait se poursuivre avec une progression attendue de 14% en 2007 et de 10% en 2008.



Source : JupiterResearch

Toujours, selon JupiterResearch, le dynamisme du e-Commerce devrait se maintenir en Europe avec un TMVA 2005/2010 supérieure à 20%. A la fin de cette période la part du e-Commerce dans le chiffre d'affaires de la vente à distance devrait s'établir à 7% contre seulement 3% fin 2005.



Source : JupiterResearch

La Vidéo On Demand (VOD) : un marché en pleine expansion

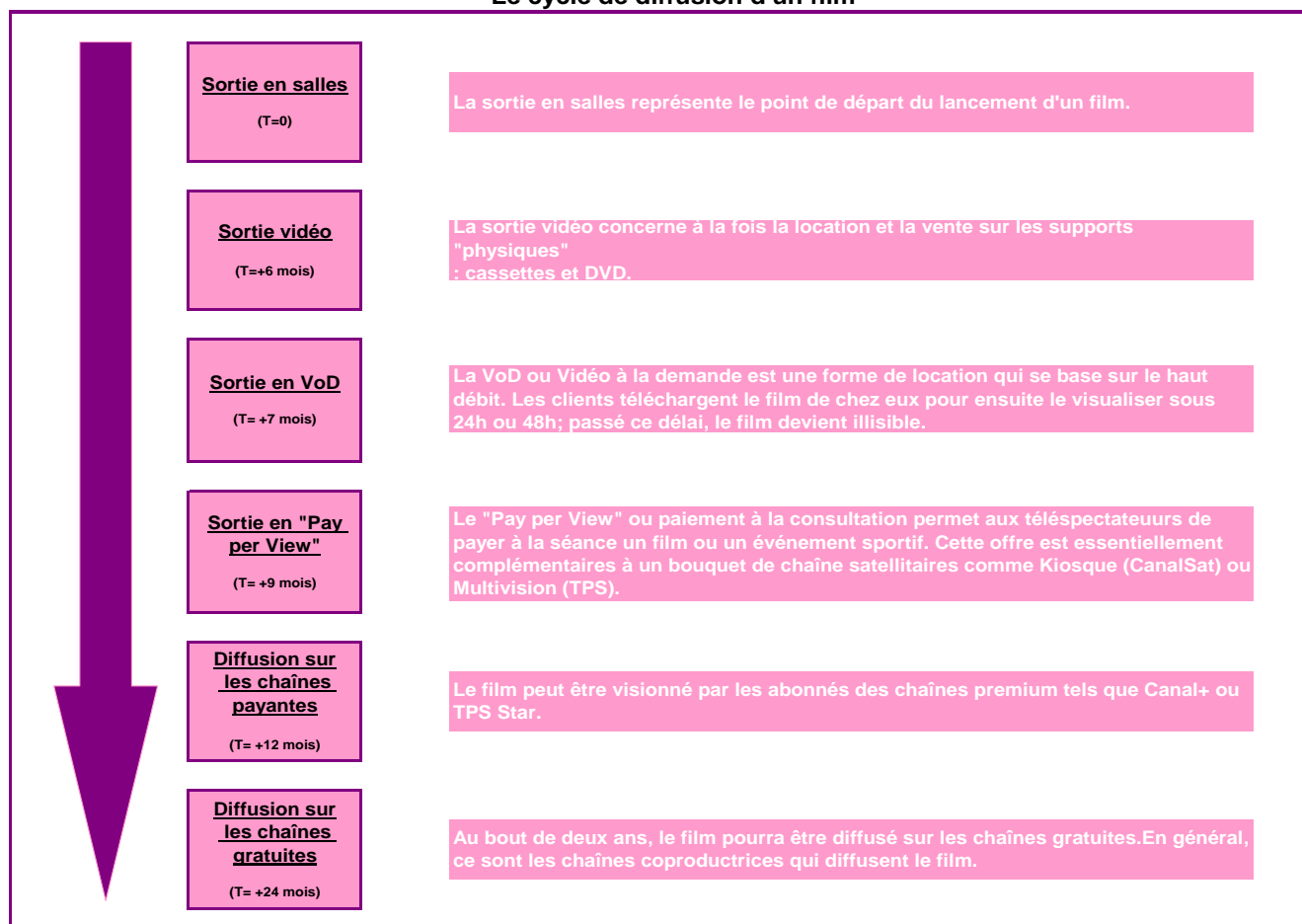
Les nouveaux modes de consommation de la vidéo vont progressivement se généraliser et il faudra compter de plus en plus sur le développement de la vidéo on demand.

Au cours du premier semestre 2006 entre 1.8 et 2 millions de VOD ont été achetées en France. Un foyer sur 5 connecté en haut débit s'est donc lancé dans la VOD. Cette forte demande s'explique à la fois par l'amélioration de la compression numérique et l'augmentation des systèmes haut débit mais également par une offre de plus en plus variée. Le cabinet NPA (Nouveaux paysages audiovisuels) recense ainsi une offre disponible de 700 films (hors cinéma X) en mars 2006 et de 900 films 2 mois plus tard.

La majorité des services n'offre pas la possibilité de télécharger et de stocker pour un temps illimité les vidéos achetées. La VOD s'apparente en effet le plus souvent à une location, en proposant uniquement le visionnage en ligne en direct (en streaming) ou le téléchargement d'une version qui en interdit la lecture 24 ou 48 heures plus tard.

Outre le fait de choisir l'heure et l'endroit du visionnage, ce que ne permet pas le pay per view¹, la VOD espère bientôt bénéficier d'un raccourcissement de la chronologie des médias en France :

Le cycle de diffusion d'un film



¹ Il existe deux opérateurs en France de PPV, Kiosque et Multivision, qui exploitent chacun entre 8 et 15 canaux. Le chiffre d'affaires total du PPV en France demeure stable d'une année à l'autre, se situant autour de 60M€ selon le CSA. On estime que le contenu adulte compte pour plus de 50 % de ce total.

En France, trois chaînes de télévision proposent des contenus adultes sur leur site (source : NPA Conseil) :

- Le groupe Canal+, à travers CanalPlay offre plus de 820 films dont plus de 300 films adultes,
- TF1, via TF1vision propose 160 programmes dont 30 films adultes,
- TPS compte 95 films dont 25 pour adultes

Contenus des 3 plateformes en décembre 2005

	CanalPlay	TF1	TPS	CanalPlay	TPS	TF1
Action/Aventure	55	2	16	20%	9%	28%
Comedie	58	12	16	21%	52%	28%
Animation/Jeunesse	26		1	9%		2%
Drame/Passion	32	8	8	12%	35%	14%
Policier/Thriller	25	1	11	9%	4%	19%
Horreur	22			8%		
Fantastique	16		6	6%		10%
Classiques*	11			4%		
Indépendant	32			12%		
Total cinéma/animation	277	23	58	100%	82%	98%
Documentaires/autre		1	1		4%	2%
Series TV		2			7%	
One Man Show/Humour		2			7%	
Total (Hors adulte)	277	28	59	100%	100%	100%
Adulte	350	21	16	56%	43%	21%
Total	627	49	75	100%	100%	100%

* Catégories définies par les opérateurs, « Indépendant » et « Classiques » seulement sur CanalPlay, les autres genres ont parfois été fusionnés

Source : NPA Conseil

Toujours selon NPA, le prix moyen oscille entre 4 et 5€ pour les films nouveaux, entre 2 et 3€ pour les films en catalogue et entre 0.5 et 1.99€ pour un épisode de série TV, le film pour adultes lui est généralement proposé autour de 7€ avec, comme on peut l'imaginer, un impact très significatif sur les marges.

La dynamique des sites adultes

Quelques données de marché

L'ensemble du marché du charme est estimé mondialement à 56 Mds \$ par l'un des principaux acteurs du marché : Private Media (source : rapport annuel Private Media).

Pour les Etats-Unis, le chiffre serait de 10 Mds \$², soit plus que le box-office américain en 2004 (9,5 Mds \$). Selon Paul Fishbein (fondateur de la revue «Adult Video News»), le marché du home Entertainment représenterait 800 millions de titres par an (locations et ventes). Le chiffre d'affaires des services de charme sur mobile aux Etats-Unis est estimé à 5 Mds\$ en 2010³ alors qu'il représente déjà 400 M\$ en 2005. Enfin, les revenus de la VOD pour les films adultes représentent 220 M\$ en 2005⁴ auprès des opérateurs. Les prévisions sont de 600 M\$ d'ici 2010. Participant grandement au lancement de la VOD aux Etats-Unis, aucune donnée n'est pourtant communiquée par les opérateurs. Il semblerait néanmoins qu'au minimum 50% des titres demandés soient des titres pour adultes.

Evolution du marché américain du contenu payant en ligne par secteur (en millions de dollars)				
Secteurs	2005	2004	2004/2003	Part de marché
Tous secteurs	2.000,0	1.800,0	+ 15,0 %	100,0 %
Divertissement	573,8	413,5	+ 38,8 %	28,7 %
Sites de rencontres	503,4	469,5	+ 7,2 %	25,2 %
Info. professionnelle et financière	320,3	312,9	+ 2,4 %	16,0 %
Etudes et recherches	152,3	115,1	+ 32,3 %	7,6 %
Développement personnel	117,3	96,5	+ 21,5 %	5,8 %
Jeux en ligne	108,4	88,8	+ 22,0 %	5,4 %
Actualité générale	78,7	87,9	- 10,5 %	3,9 %
Bases de données communautaires	65,4	70,5	- 7,3 %	3,2 %
Sports	51,3	52,8	- 2,7 %	2,5 %
Cartes de vœux	45,7	43,4	+ 5,4 %	2,3 %
Suivi de crédits bancaires	28,4	27,1	+ 4,9 %	1,4 %

Sources : OPA et comScore Networks, 2005

En Europe, selon une étude JupiterResearch de 2003, les contenus adultes représentaient à cette date près de 55% du marché premium contre 74% en 2002.

Evolution du marché premium en Europe – Source JupiterResearch		
En M€	2002	2003
Contenu adulte	266	297
jeux en ligne	43	96
Information professionnelle et financière	22	41
Audio et vidéo	5	38
Musique	9	26
Autres (horoscopes, sport, santé...)	10	27
Information générale et archives	6	19

² source Forrester Research

³ Source Strategy Analytics

⁴ Source cabinet Kagan Research

Selon une enquête de NetValue, en France, 27,8% des internautes fréquenteraient ainsi les sites adultes pour une durée moyenne de connexion de 45,9 minutes par mois. L'objectif de ces sites étant de faire converger le trafic sur des services payants, il n'est donc pas étonnant qu'ils affichent un taux de transformation record dans l'Internet marchand.

La différence principale entre un site pour adultes et un site traditionnel porte sur le business-model dans la mesure où pour les premiers il est basé sur un abonnement récurrent. Pour les sites médias traditionnels et les portails, malgré les différentes tentatives de passer en modèle payant, peu ont réussi à s'appuyer financièrement sur des abonnements. A ce jour, leurs revenus sont majoritairement constitués de la publicité ou, pour les sites marchands, des produits et services qu'ils vendent. Les sites pour adultes sont donc les rares à réellement bénéficier du modèle payant.

Répartition des revenus par modèle économique (au premier semestre 2005)				
Secteurs	Paiement à l'unité	Abonnement	dont abonnement Mensuel	dont abonnement annuel
Sites de rencontres	2,0 %	98,0 %	71,0 %	18,3 %
Information professionnelle et financière	3,2 %	96,8 %	49,8 %	43,3 %
Développement personnel	4,0 %	96,0 %	72,9 %	19,8 %
Carte de vœux	7,2 %	92,8 %	56,8 %	39,4 %
Bases de données communautaires	10,4 %	89,6 %	19,5 %	56,1 %
Sports	11,4 %	88,6 %	40,9 %	51,7 %
Actualité générale	16,3 %	83,7 %	75,8 %	18,5 %
Jeux	24,7 %	75,3 %	78,2 %	18,7 %
Divertissement	47,1 %	52,9 %	61,6 %	33,3 %
Etudes et recherches	49,0 %	51,0 %	51,3 %	44,7 %
Suivi de crédits bancaire	58,6 %	41,4 %	11,2 %	85,1 %
Total	21,6 %	78,4 %	61,3 %	30,8 %

Sources : OPA et comScore Networks, 2005

DreamNex : le leader de l'internet adulte

Positionné dès l'origine sur une image soft et fonctionnelle afin de s'offrir une clientèle grand public que sont les couples adultes⁵, DreamNex bénéficie aujourd'hui à la fois de l'augmentation des cyberacheteurs, de la démocratisation⁶ des produits de charmes avec de nouveaux acheteurs peu enclin à se tourner vers les circuits traditionnels qui s'adressent eux à une clientèle plus spécialisée (selon un sondage récent, 52% de français se déclarent prêts à acheter un vibromasseur sur Internet, contre 37% dans un sex-shop (source Durex Global Sex Survey)).

Selon Médiamétrie, le nombre d'individus connectés en France sur des sites adultes totalisait 6.77M d'individus en mai 2006, soit 30.9% de la population connectée. DreamNex avec 1.608M d'individus se situait à la première place. Par ailleurs, en décembre 2006, le nombre de pages vues sur le site SexyAvenue par les 18 millions de visites s'élevait à près de 91 millions.

Les partenaires et sites affiliés

Dès l'origine, le groupe a adopté une politique de partenariat et d'affiliation afin de drainer une clientèle à moindre coût. Aujourd'hui, le groupe dispose d'un réseau important. Club-Internet a, par exemple, confié à DreamNex la gestion complète de la chaîne Charme de son portail. Le site SexyAvenue est, par ailleurs, le principal partenaire de Lycos pour sa chaîne Erotique. Les produits SexyAvenue sont présents sur les principaux comparateurs de prix : Kelkoo, LeGuide, BuyCentral, ShopZilla, Shopping.com, et à travers eux les grands portails qui diffusent leurs offres (AOL, YAHOO...). Les partenaires sont rémunérés en fonction des visiteurs qu'ils envoient et du chiffre d'affaires que ces visiteurs génèrent. En contrepartie d'un apport en contenus, le groupe bénéficie d'une mise en avant importante sur ses supports complémentaires.

Le cas Self Telecom

Il convient de noter que le groupe a racheté en novembre 2006 l'un de ses principaux affiliés, Self Telecom pour 4,5 M€. Self Telecom a réalisé en 2005 un chiffre d'affaires de 3.8 M€(dont 79,57 % avec DreamNex), pour un résultat d'exploitation de 1.1M€

⁵ La clientèle du groupe se décompose de la manière suivante : 73% se déclarent en couple, les deux tiers des clients ont entre 26 et 45 ans, et 31% des achats de la boutique sont réalisés par des femmes.

⁶ Le grand magasin Printemps de Paris propose un corner sextoys dans son rayon lingerie de luxe. Le cybermarché Houra.fr, du groupe de distribution d'hypermarchés Casino, a référencé 10 vibromasseurs dans son rayon Forme et Beauté (en partenariat avec SexyAvenue). Ce phénomène est encore plus marqué en Angleterre et en Allemagne où se sont développées des chaînes de magasins spécialisés haut de gamme. La chaîne Ann Summers compte 123 magasins en Angleterre, notamment dans les quartiers les plus chics de Londres, et a généré un chiffre d'affaires de 163 millions de Livres en 2005. Le groupe Beate Uhse en Allemagne dispose quant à lui de 319 magasins qui ont totalisé 285 millions d'Euros de chiffre d'affaires en 2005. L'héroïne de la série culte « Sex And The City » apparaît par exemple dans plusieurs épisodes comme une utilisatrice du vibromasseur « Jack The Rabbit », qui est depuis un des produits les plus vendus sur le site SexyAvenue. Le magazine Jalouse qui a inséré dans son numéro de janvier 2006 un mini vibromasseur en titrant « Good Vibrations ». Le phénomène est aussi présent dans les émissions de télévision : l'émission « Ça se discute » sur France2 sur le thème « rencontres, amour et sexualité » en Mars 2006.

⁷ L'acquisition de la totalité des titres de la société Self Telecom a été réalisée le 14 novembre 2006 pour un montant de 4 500 000 € selon les modalités suivantes : (1) à concurrence de 1 710 000 € en numéraire dont 527 000 € comptant le jour de la cession et le solde payable selon un échancier sur une durée de trois ans et de 2 790 000 € par voie d'échange de 115 637 titres de la société Dreamnex émis dans le cadre d'une augmentation de capital. Les règlements concernant l'acquisition de Self Telecom s'étalent sur trois ans, selon le calendrier suivant : 527.000 € versés le jour de la signature, 500.000 € le 10 septembre 2007, 200.000 € le 10 mars 2008, 200.000 € le 10 septembre 2008, 150.000 € le 10 mars 2009, 133 000 € le 10 septembre 2009.

L'activité de la société SELF TELECOM consiste en effet principalement en une plateforme d'affiliation, via le site www.self-sponsor.com, chargée de mettre en relation des sociétés éditrices de sites, appelées des affiliés, avec des fournisseurs de services de contenus ou de boutiques en ligne, appelés des sponsors. Self Telecom a constitué un réseau de plus de 1000 sites adultes, installés majoritairement en France, qui distribuent le service de contenus « SexyShow » de DreamNex, ainsi que dans une moindre mesure (1/3 du trafic) des services d'autres sociétés sponsors européennes. Self Telecom propose également à ses affiliés un service d'hébergement de leurs sites Internet, sur une plateforme de 30 serveurs installés sur Marseille (moins de 5 % du chiffre d'affaires). L'activité historique de Self Telecom, la fourniture de numéros de téléphone surtaxés en re-routage, est en déclin (moins de 2% du chiffre d'affaires).

La fidélisation et le parrainage client permettent d'intensifier le trafic en capitalisant la base utilisateurs avec notamment :

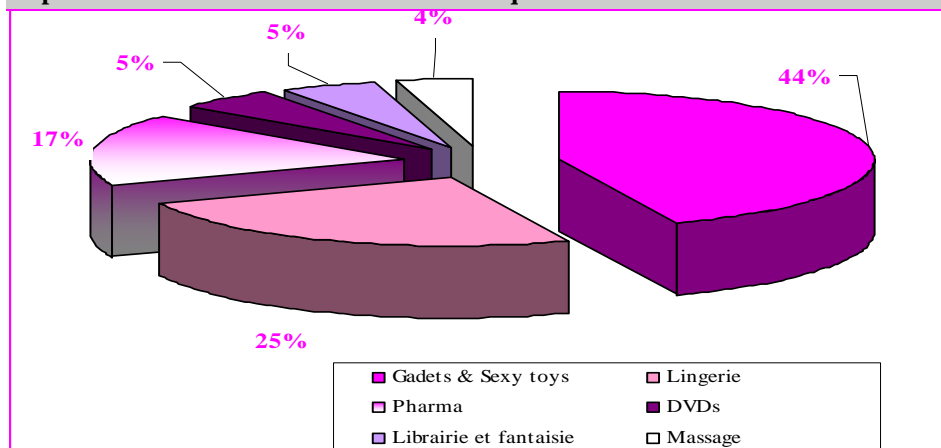
- une génération du trafic récurrent grâce aux rubriques gratuites régulièrement remises à jour avec du nouveau contenu,
- une réorientation du trafic depuis les rubriques gratuites vers les rubriques payantes via des liens et des bandeaux transversaux,
- exploitation de la base de données e-mails via des newsletters personnalisées envoyés aux abonnés.

Les produits

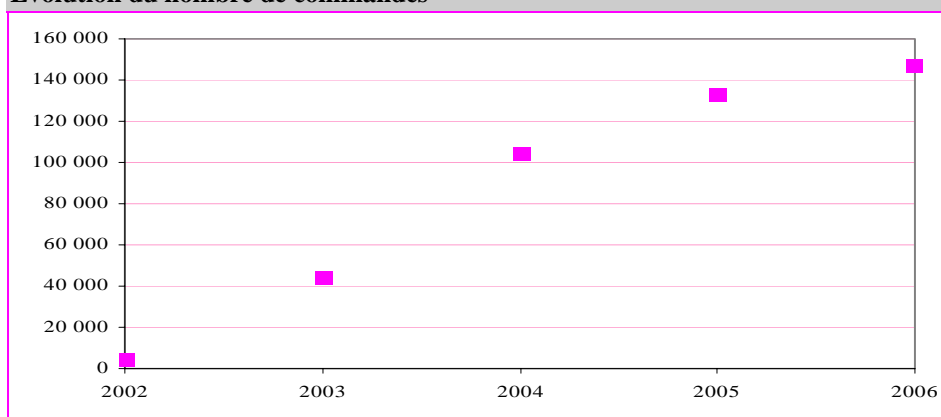
La boutique en ligne offre au consommateur un vaste choix de produits associés à des conseils sur le thème de la sexualité avec notamment la rubrique SexyDoctor qui recense une base de données de conseils et d'informations incluant des conseils de sexologues, un Kama-Sutra en ligne ou encore des techniques de massages. Par ailleurs, chaque produit dispose d'un commentaire détaillé ainsi que d'une note de qualité qui permettent au client de s'informer sur l'utilisation et la qualité de fabrication. Enfin, chaque jour, une sélection de produits dans chaque rayon est proposée avec une remise de 20%, incitant ainsi les clients à revenir régulièrement afin de profiter des promotions du jour.

Le sexy store, composé de près de 3000 références, propose globalement 6 grands rayons, avec comme le montre le graphique ci-après une prépondérance pour les gadgets :

- ⇒ Les gadgets & Sexytoys représentent 44% du chiffre d'affaires de la boutique. Ces produits vont des vibromasseurs aux anneaux vibrants ...
- ⇒ La lingerie totalise 25% des ventes. Ce rayon se compose bien sur de lingerie sexy mais également de bijoux...
- ⇒ La pharmacie, 17% des ventes, regroupe divers préservatifs ou encore des produits aphrodisiaques.
- ⇒ Les DVDs, 5% du chiffre d'affaires, sont issus des grandes maisons de production à l'instar de Private ou Vidéo Marc Dorcel.
- ⇒ La librairie et fantaisie, 5% des ventes, se compose de guides et de conseils, de vidéos éducatives, de BD érotiques, de jeux coquins.
- ⇒ Les massages, 4% des ventes, sont composés d'huiles et crèmes de massage, de guides de massage et de CD de relaxation.

Répartition du chiffre d'affaires de la boutique en %


Le groupe enregistre en moyenne 500 commandes produits / jours, pour un panier moyen actuel de 55€. Bien qu'étant très compétitif par rapport aux circuits traditionnels, DreamNex dégage une marge brute élevée sur ces produits vendus, à savoir près de 70%. Le nombre de commandes ne cesse de croître pour atteindre à la fin de l'exercice 2006 un chiffre de 147 109.

Evolution du nombre de commandes


Afin d'avoir une maîtrise totale sur la qualité du traitement des commandes la société a choisi d'internaliser toute sa logistique. Les produits sont affichés en temps réel selon leur disponibilité. Il faut savoir qu'à cet effet, la société dispose d'un stock tampon de deux mois de ventes sur chaque référence au regard des commandes semi-automatiques hebdomadaires ; elle peut ainsi livrer la quasi-totalité de ses commandes sans attente.

De nombreux modes de paiement sont proposés afin de couvrir l'ensemble des souhaits : paiement sécurisé par carte bancaire (utilisé à près de 85%), par téléphone, par chèque ou mandat postal, par virement...

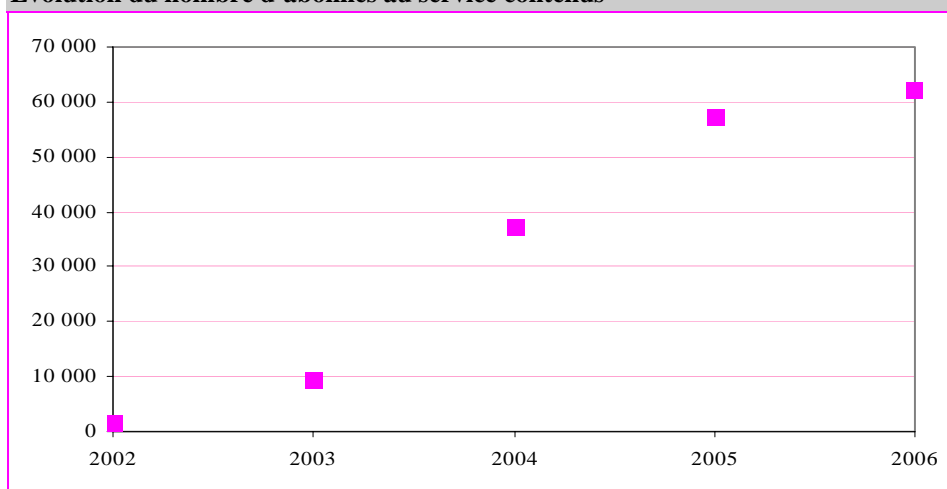
L'abonnement aux contenus photos / videos

Ce service de divertissement sexy en direct propose aux abonnés uniquement une galerie de photos de charme, de la VOD de clips sexy ainsi que du broadcast vidéo en direct. Ces contenus sont regroupés dans une centaine de « chaînes » différentes, classées par thème. La stratégie de DreamNex est d'offrir un service complet et qualitatif, qui permet aux internautes cherchant ce type de contenus de retrouver sous un seul abonnement un contenu suffisamment riche et renouvelé.

DreamNex ne réalise aucune production de contenus. L'ensemble des contenus proposés sur SexyAvenue est acheté et rigoureusement sélectionné chez 10 grandes sociétés de production, américaines ou européennes. Ces contenus sont mis en ligne et diffusés directement par ces dernières.

DreamNex a choisi de proposer l'accès à son service de contenus uniquement par abonnement carte bancaire, pour bénéficier de l'avantage économique fort de la récurrence du modèle. L'abonnement fonctionne comme un abonnement classique à Internet ou à la télévision par satellite. Les clients sont prélevés sur leur carte bancaire à chaque échéance. L'abonnement trimestriel par tacite reconduction, se chiffre actuellement à 79€

Evolution du nombre d'abonnés au service contenus

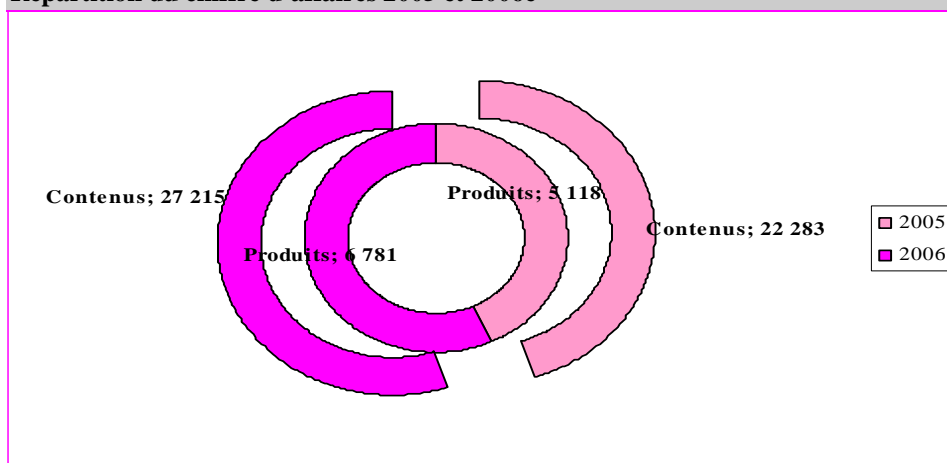


2006 : un exercice atypique

L'exercice 2006 doit s'analyser comme un exercice atypique, la société ayant en effet rencontré certaines difficultés aujourd'hui toutes résolues :

- ⇒ **Forte augmentation des coûts d'encaissements** : C'est certainement le fait majeur de l'exercice. Entre 2005 et 2006, le chiffre d'affaire lié à la vente de contenu a très fortement augmenté. Cette activité étant immatérielle, il n'y a pas de livraison de marchandise, donc pas de bordereau de réception et par conséquent DreamNex a dû faire face à un nouveau type de fraude. Afin de circonscrire le phénomène, la société a fait appel à des prestataires de paiement spécialisés dont les solutions anti-fraude se sont avérées efficaces mais très onéreuses. Ainsi, les coûts d'encaissements ont représentés (y compris provision financière) 10.6% du chiffre d'affaire en 2006 contre 5.8% en 2005, impactant directement le résultat net de l'entreprise.
 - ⇒ **Recrutement de profils qualifiés** : après un constat de sous effectif fin 2005 (28M€ de chiffre d'affaires pour 16 salariés) la société a pratiquement doublé ses effectifs en 2006. Si cette évolution ne se reflète pas dans les charges de personnel (i.e. le président ayant accepté de réduire son variable) en revanche elle a affecté la disponibilité des dirigeants.
 - ⇒ **Acquisition de la société Self Telecom** (Cf. page 12), induisant des frais non récurrent (avocat, CAC ..),
 - ⇒ **Hausse des investissements** : DreamNex a souhaité augmenter la part de ses clients recrutés en direct d'où une augmentation des charges liées s'établissant à près de 8% du chiffre d'affaires contre 6% en 2005; ce qui a eu pour effet immédiat de réduire la part des reversements affiliés à 40% environ du chiffre d'affaires contre 47% en 2005.
1. Le chiffre d'affaires comprend principalement la vente de produits de charme ainsi que la vente de contenus. Le chiffre d'affaires issu de la vente de contenus a représenté ces deux dernières années respectivement 79% de l'activité totale.

Répartition du chiffre d'affaires 2005 et 2006e



En 2006, le chiffre d'affaires devrait s'élever à 34.5M€ en progression de 22%. Rappelons qu'au premier semestre 2006, la société a dégagé un chiffre d'affaires de 16.7M€ contre 12.7M€ au premier semestre 2005, soit une hausse de 31%.

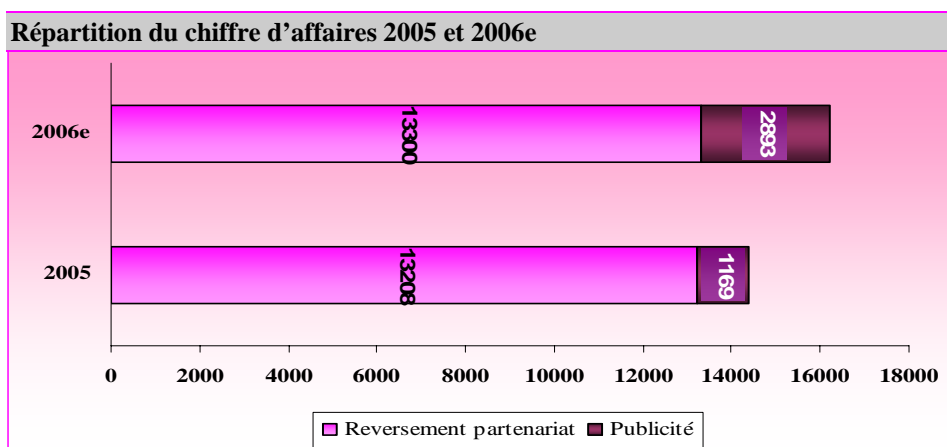
2. Le poste achat de marchandises est relativement stable en part relative et représente environ 10% du chiffre d'affaires permettant ainsi à la société de générer une marge brute d'environ 90%.

Zoom sur les charges externes

Il convient à ce stade de faire un point particulier sur les charges externes qui représentent l'essentiel des charges.

1. **Publicité et marketing.** Afin de recruter un nouveau client le groupe a le choix de passer :
- par des dépenses publicitaires classiques afin d'éliminer des intermédiaires. Cette stratégie a été accentuée en 2006 d'où des dépenses publicitaires online et offline en progression ;
 - par des partenaires, dits affiliés. Un « affilié » est un site auprès duquel DreamNex achète du « trafic ». En échange de cet apport de visiteurs sur le site SexyAvenue, cet affilié est rémunéré en fonction du chiffre d'affaires généré par ces visiteurs. Ce principe d'affiliation est largement répandu sur Internet. Les reversements aux affiliés correspondent en fait à des dépenses publicitaires, sous forme de contrat d'apporteur d'affaires au variable.

Ces charges dites de « marketing et publicité » ont représenté en 2005 près 52% du chiffre d'affaires et devraient totaliser 57% du chiffre d'affaires en 2006.



2. Le deuxième poste est représenté par le coût des paiements sécurisés. Ce dernier, comme nous l'avons déjà souligné page 16, devrait fortement augmenter en 2006.

Les charges de personnel, malgré les recrutements de 2006 ne devraient représenter que 5% du chiffre d'affaires contre 7% en 2005, en raison d'une diminution de la rémunération variable.

Par conséquent et malgré l'augmentation non récurrente de certaines charges, le résultat d'exploitation 2006 devrait s'inscrire à 5.1M€ quasiment stable par rapport à 5.2M€ en 2005. A ce stade rappelons qu'au cours du premier semestre 2006 le résultat opérationnel s'est inscrit à 2.5M€ contre 2.9M€ au premier semestre 2005. **Dans ce contexte le résultat net 2006 ressortirait à 3.1M€ contre 3.7M€ en 2005.** Il convient de souligner que la société a dû passer une provision financière liée à un dépôt de cautionnement qu'elle ne récupérera certainement pas.

Spécificité du bilan

De par son activité, essentiellement basée sur l'abonnement le groupe dégage **un BFR structurellement négatif**. Ce BFR devrait ponctuellement se tendre en 2006 (-11 jours estimés de chiffre d'affaires contre -66 jours en 2005 et -35 jours en 2004) en raison des paiements sécurisés. En effet si en 2005 DreamNex était payé des banques françaises à j+3, en 2006 les prestataires de paiement étrangers reversent à j+15 voire j+20.

Soulignons par ailleurs quelques particularités liées à la société :

- ⇒ Les valeurs mobilières de placement intègrent le compte courant d'encaissement nanti pour faire face à d'éventuels risques de répudiation de paiements par cartes bancaires. Il convient donc de considérer ce compte comme une créance d'exploitation.
- ⇒ Les autres immobilisations financières représentent pour une grande part les dépôts de garantie liés au risque d'impayés concernant les mandats de gestion des encaissements réalisés à distance pour le compte de DreamNex. Il convient de les déduire (dixit du fond de roulement) et de les intégrer dans les créances d'exploitation.
- ⇒ Les provisions ne peuvent être considérées comme du financement long terme dans la mesure où elles sont susceptibles de couvrir un risque d'impayés sur abonnements facturés. Elles sont calculées selon une méthode statistique en fonction du taux d'impayés réel moyen. Il convient donc de les déduire du fond de roulement et de les intégrer dans les dettes d'exploitation.

Fonds de roulement et du besoin en fonds de roulement corrigés en fonction des spécificités de l'activité. En K€

Correction du FR et du BFR	2005	2006
Capitaux permanents	5 982 636	6 114 000
- Actifs immobilisés	5 185 619	6 822 000
+ Autres immobilisations financières	554 023	1 410 428
- Provisions	262 119	179 700
= Fond de roulement	1 088 921	522 728
+ Stocks	520 921	741 000
+ Créances d'exploitation	2 823 450	5 183 000
- Dettes d'exploitation	8 557 394	7 049 000
+ Compte courant nanti	75 552	0
+Autres immobilisations financières	554 023	1 410 428
- provisions	262 119	179 700
= Besoin en fond de roulement	-4 845 567	105 728

Les leviers de la croissance

Outre l'augmentation attendue du nombre d'internautes et par conséquent du e-commerce (cf. page 6 et 7) les leviers de croissance tant de l'activité que de la rentabilité sont nombreux.

- **Le nombre d'abonnés ainsi que le nombre de commandes devraient, à structure identique, continuer de croître sous l'effet de plusieurs facteurs :**
 1. **Multiplication des contrats signés avec des partenaires / affiliés** internet au regard d'un effort commercial marqué.
 2. **Optimisation des techniques de fidélisation** avec notamment une refonte de la page d'inscription au contenu ainsi que des offres exclusives proposées aux meilleurs clients de la boutique.
 3. **Utilisation de la technologie DRM⁸** dès janvier 2007. La gestion numérique des droits ou GDN (en anglais Digital Rights Management - DRM) a pour objectif de contrôler par des mesures techniques de protection l'utilisation qui est faite des œuvres numériques. La technique se voulant suffisante et nécessaire au contrôle, elle prévoit par exemple de :
 - limiter ou rendre impossible le transfert des œuvres d'un appareil à l'autre et empêcher sa diffusion dans les réseaux peer to peer (limitation de la copie) ;
 - rendre impossible la consultation d'une œuvre hors de la zone géographique prévue (les zones des DVD) ;
 - rendre impossible l'utilisation de matériel concurrent pour consulter une œuvre (incompatibilité des verrous appliqués aux formats musicaux, comme ceux de l'iTunes Store) ;
 - rendre impossible l'extraction numérique de passage de l'œuvre.

⁸ Une architecture de gestion des droits numériques est basée sur le chiffrement des œuvres. Seul un matériel ayant la clé de déchiffrement est capable de consulter l'œuvre. Pour conserver dans l'ordinateur de chaque personne des secrets inviolables, les fabricants développent des systèmes de DRM profondément intégrés au matériel à chaque ordinateur. Le but est que chaque ordinateur puisse être identifié à distance (par connexion Internet) et de manière fiable. Ainsi, une architecture client-serveur permet de vérifier au jour le jour l'utilisation et la dissémination de chaque exemplaire d'une œuvre. Plusieurs fabricants mettent déjà en œuvre des systèmes de DRM purement logiciel, qui sont toutefois sujet au contournement. Voici le fonctionnement général :

- Le serveur dispose du contenu protégé par droits d'auteur (par exemple un film).
- Le client est le logiciel ou le périphérique qui permet de consulter ce contenu (par exemple un lecteur multimédia ou un baladeur numérique vidéo).
- Lorsqu'une personne souhaite télécharger un fichier, le client fournit un identifiant unique au serveur. Le serveur chiffre le fichier demandé spécifiquement pour ce client.
- Ce fichier chiffré est ensuite transféré du serveur vers le client, probablement via l'Internet.
- Lorsque la personne souhaite consulter le contenu qu'elle a ainsi téléchargé, le lecteur établit d'abord une connexion avec le serveur, qui s'assure que la personne dispose d'une licence valide à cet instant. Si c'est le cas, le serveur transmet au client le code de déchiffrement du fichier, ainsi que la liste des droits de l'utilisateur vis-à-vis de ce fichier.

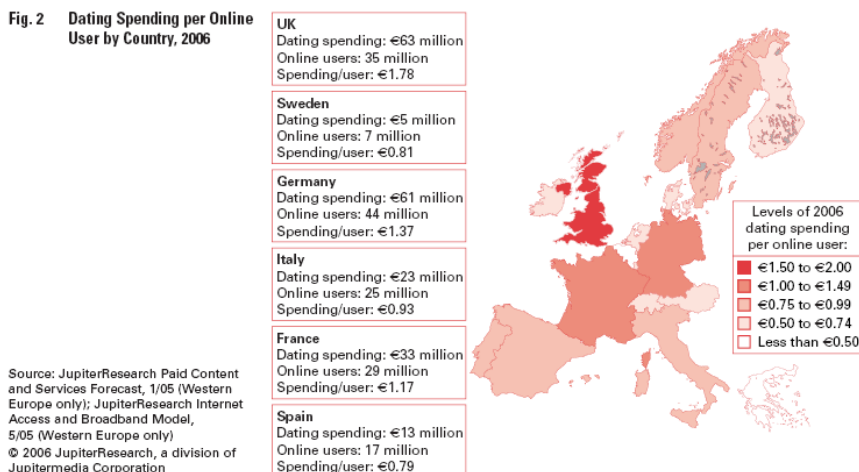
Cependant, si l'utilisateur change de client (nouveau logiciel, nouvel ordinateur, nouveau baladeur), il devra demander une nouvelle licence (mais cela peut être gratuit, Apple offre ainsi sept licences sans restriction de durée pour l'achat d'un titre sur sa plateforme iTunes).

4. **Mise en place de CRM** : structuration de la base de données des clients afin de générer l'envoi d'email promotionnels automatiques mettant en avant les promotions et les nouveautés ciblées selon les achats déjà effectués.
 5. **Augmentation du revenu moyen par abonné (ARPU)** compte tenu de la hausse récente des abonnements à 79€ TTC par trimestre contre 69€ auparavant.
 6. **Hausse de la durée moyenne de l'abonnement** par le biais d'une amélioration de la qualité des services de contenus avec des mises à jour plus souvent et une meilleure mise en avant des nouveautés sur le site.
 7. **Progression du panier moyen** avec une amélioration prévisible du mix produit consécutive aux nouvelles offres promotionnelles.
 8. **Amélioration du taux de transformation** au regard du renforcement de la notoriété inhérente à l'introduction en bourse. Par ailleurs, les actions de communication resteront très ciblées et majoritairement orientées Internet, pour préserver la maîtrise des coûts et de la rentabilité. Enfin SexyAvenue compte améliorer son taux de transformation en passant par une simplification du mode de paiement sur le site, avec le concept « one click ». Le client qui ouvrira un compte sur le site internet rentrera une fois pour toutes les informations concernant les moyens de paiement (numéro de carte bleue, adresse de facturation...), qui seront stockées pour une période déterminée et de manière sécurisée dans la base de données de SexyAvenue. Par la suite, à chaque nouvel achat, lorsque le consommateur se rendra sur son compte personnel, les informations seront automatiquement chargées et il pourra effectuer son achat « en un clic », sans avoir à refournir son numéro de carte ou son adresse. Ce système « one click » permettra d'attirer et de fidéliser une clientèle importante, attirée par cette facilité de paiement qu'elle ne retrouvera pas chez les concurrents de SexyAvenue.
 9. **Amélioration du churn**, actuellement de 60% pour la première période et 15% au-delà pour l'activité vente de contenu.
 10. **Baisse des chargebacks** qui viennent en déduction du chiffre d'affaires. Si ces charges se chiffraient en moyenne à 3.1% sur l'activité contenus en 2006, nous avons retenu un taux moyen de 2.2% du chiffre d'affaires contenu 2007 et 2.1% en 2008. Soulignons, par ailleurs, que ce taux est très faible sur l'activité boutique (0.2%).
- **Le développement de nouveaux services devrait permettre également de soutenir la croissance de l'activité.**

DreamNex ambitionne de compléter ses activités actuelles par de nouveaux services destinés aux adultes, ayant les mêmes caractéristiques de fortes marges et de fort potentiel de développement. Ces activités additionnelles devront aussi permettre de créer de la valeur en faisant interagir chacune des branches entre elles.

1. **Le développement du dating.** Le marché de la rencontre sur internet est estimé en Europe, selon JupiterResearch, à 228M€ en 2006, en progression de 43%, alors qu'aux Etats-Unis la croissance devrait se limiter à 6% pour un marché estimé à 433M€. La rentabilité et le potentiel de ce marché ont été démontrés, notamment à travers la réussite de sociétés comme Meetic ou Match. Ces dernières sont positionnées sur des rencontres amoureuses, et tiennent à rester sur ce créneau. DreamNex estime que la demande pour un service orienté rencontres coquines est forte, et qu'elle pourrait lancer un tel service dans des conditions favorables, en utilisant le trafic important généré par SexyAvenue sur ses premières activités. Le chiffre d'affaires lié au dating pourrait s'élever à 4M€ en 2007 et 6.3M€ en 2008 en progression de 12%.

Fig. 2 Dating Spending per Online User by Country, 2006

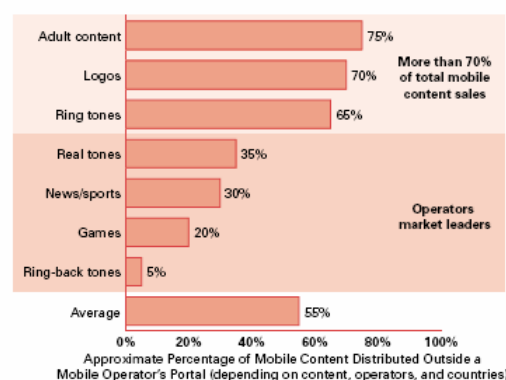


2. **Le Contenu pour mobiles.** Le charme représente aujourd'hui 75% des ventes de contenu sur téléphones mobiles hors portail opérateur. Le groupe Yankee prévoit que l'activité concernant le contenu de téléphone pour adultes devrait atteindre 1 milliard de dollars dans le monde en 2008, tandis que JupiterResearch l'estime à 2.1 milliards en 2009. Strategy Analytics a publié un rapport prévoyant que les dépenses globales sur le contenu mobile pour adultes pourraient atteindre 5 milliards de dollars d'ici 2010. Les produits sans fil pour adultes représentent déjà une part importante en Asie et en Europe, là où les consommateurs de contenus pour adultes dépensent en moyenne 34 dollars par an en téléchargement d'images érotiques ou de vidéos.

Fig. 3 Off-Portal Mobile Content Sales per Content Category

Question: For each of the following mobile content categories, what percentage of sales of the content type currently takes place off-portal (i.e., outside a mobile operator's portal) in your opinion?

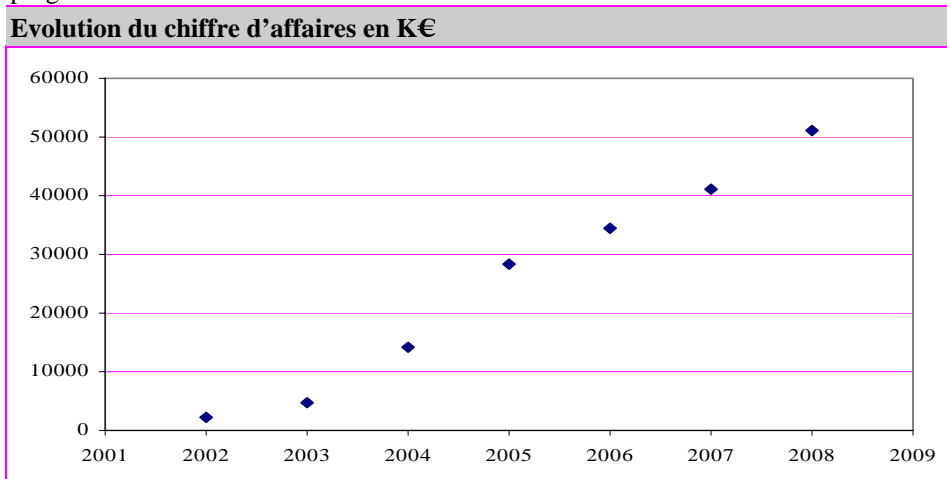
Source: JupiterResearch Executive Survey (10/05), n = 37 (Western Europe only)
© 2005 JupiterResearch, a division of Jupitermedia Corporation



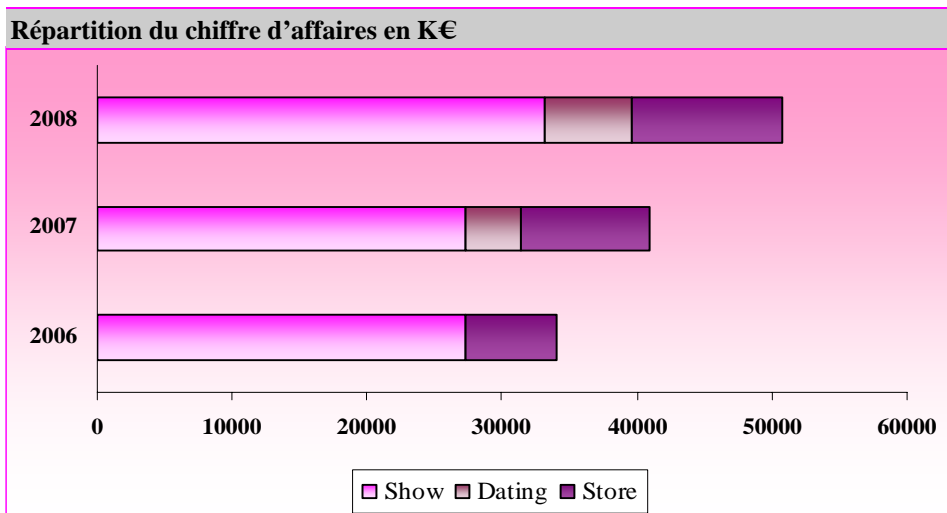
DreamNex, entend profiter de cette dynamique en se positionnant sur ce secteur. Nous n'avons pas intégré dans nos prévisions de chiffre d'affaires de contenus via mobile.

- Le développement à l'international.** Bien que le site SexyAvenue soit déjà disponible en 4 langues (français, anglais, espagnol et italien) l'essentiel des actions de marketing et d'acquisition clients s'est jusqu'à présent concentré sur la France qui représente aujourd'hui 90% de son chiffre d'affaires. Compte tenu de la nature universelle des produits et services vendus par la Société il semble logique de penser qu'une duplication du modèle à l'international puisse à la fois être rapide mais également couronnée de succès.
- Les acquisitions.** Un des axes stratégiques de ces prochaines années est la mise en place d'une politique vigoureuse d'acquisition. A ce titre plusieurs dossiers sont à l'étude. Le groupe entend soit 1/ intégrer des prestataires de services, notamment des acheteurs de trafic de qualité ou des deal opérateurs, 2/ soit se diversifier vers des activités de services destinées aux adultes ayant les mêmes caractéristiques de fortes marges et de forts potentiels de développement.
Dans ce dernier cas, la cible de prédilection est un site de rencontres eu égard au potentiel de croissance de ce secteur et aux formidables synergies que le groupe pourrait en tirer avec son activité d'origine.

En conclusion, à structure comparable, nous retenons en première approche une croissance du chiffre d'affaires de 19% en 2007 et de 24% en 2008, après une progression estimée à 22% en 2006.



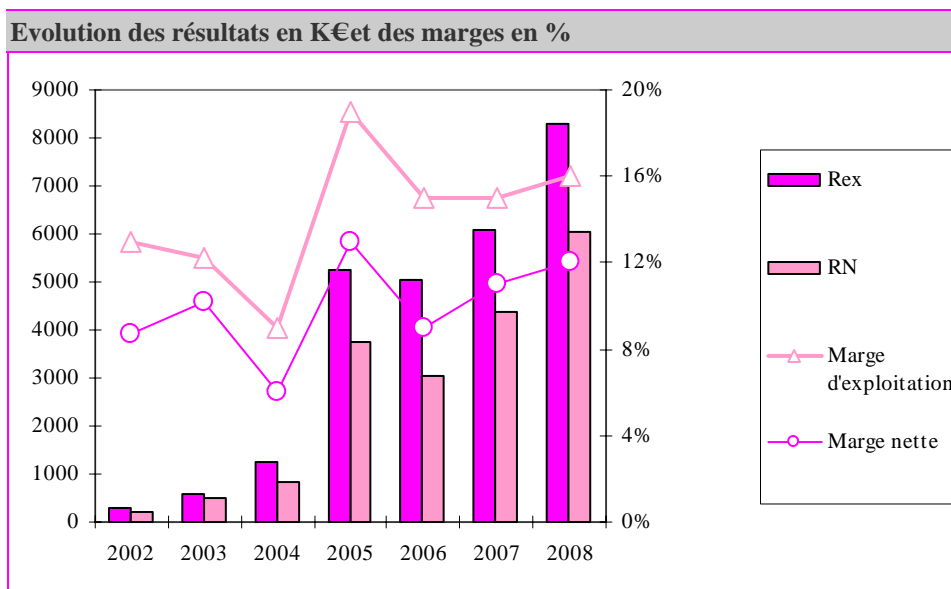
En 2008, le groupe devrait ainsi réaliser un chiffre d'affaires de 51M€ La relance de l'activité store et le lancement de l'activité rencontre devraient se traduire, toute chose égale par ailleurs, par une baisse du poids relatif du contenu à 65% du chiffre d'affaires total.



- **La hausse du chiffre d'affaires s'accompagnera d'une amélioration de la marge opérationnelle grâce à :**
 1. une baisse des coûts d'acquisition clients avec le renforcement des équipes dédiées et intégration des réseaux d'affiliés,
 2. un effet volume positif sur les achats avec des négociations de plus en plus en faveur du groupe,
 3. Réduction des couts d'encaissement. Ce point n'est pas à proprement parler un vecteur de croissance en termes de chiffre d'affaire, mais est un levier majeur permettant une amélioration immédiate du résultat net. Comme évoqué page 17, la société a du faire face en 2006 à une hausse très importante de ses couts d'encaissements de part l'utilisation de prestataires de paiement sécurisés spécialisés dans la lutte anti-fraude. Après plus d'un an de collaboration, grâce au transfert de compétences, DreamNex a aujourd'hui intégré une grande partie de ce savoir faire ce qui se traduit depuis le début 2007 par une baisse des frais d'encaissements qui devraient continuer à diminuer. L'intégration de nouveaux prestataires de paiements sécurisés plus abordables devrait permettre un gain que nous estimons à 1 point du chiffre d'affaires chaque année,
 4. Une bonne maîtrise des charges de personnel avec une nouvelle politique de rémunération des hauts salaires.

Le résultat d'exploitation devrait, selon nos hypothèses, s'élever à 6.1M€ en 2007 (marge de 15%) et de 8.3M€ en 2008 (16%) soit une hausse respective de 20% et de 36%.

Au total, selon nos hypothèses, le groupe a les moyens d'améliorer, à structure comparable, sa marge nette de 2 points environ en 2007 et de 1 point en 2008, date à laquelle le résultat net pourrait s'établir à près de 6.1M€ faisant ainsi ressortir une marge nette de 12%.

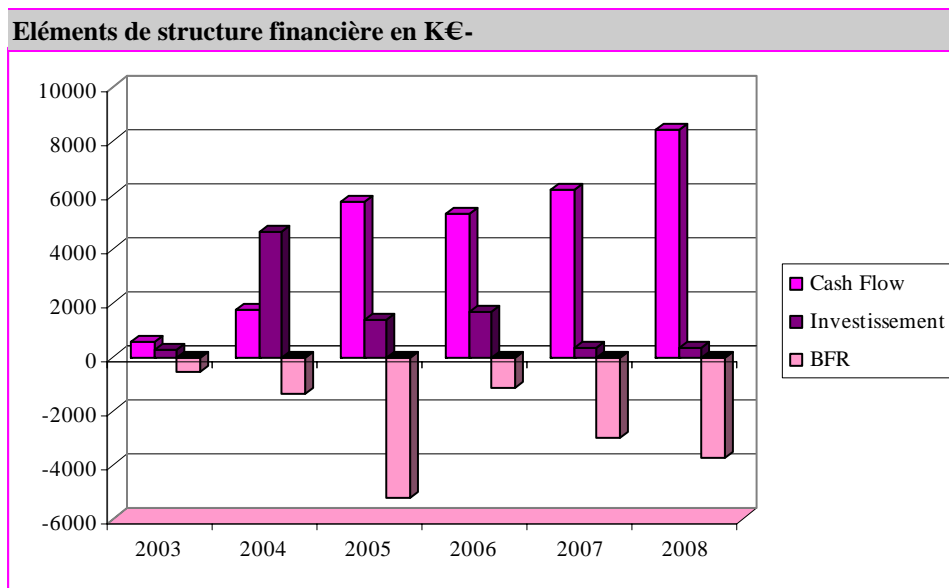


Synthèse des hypothèses retenues

En €	2005	% CA	V en %	2006	% CA	V en %	2007	% CA	V en %	2008	% CA	V en %
CA Total	28 249 922		100%	34 494 761		22%	41 175 067		19%	51 088 014		24%
CA Show	22 283 359	79%	120%	27 215 174	79%	22%	27 324 196	66%	0%	33 198 634	65%	21%
CA Dating	0	0%		0	0%		4 095 871	10%		6 351 026	12%	55%
CA Store	5 118 580	18%	31%	6 781 839	20%	32%	9 502 660	23%	40%	11 219 371	22%	18%
Autres	847 983	3%	826%	497 748	1%		252 340	1%		318 983	1%	26%
Marge brute	25 720 828	91%	102%	30 930 182	90%	20%	36 561 139	89%	18%	45 657 666	89%	25%
Achats	2 529 094	9%	81%	3 564 579	10%	41%	4 613 928	11%	29%	5 430 348	11%	18%
Valeur ajoutée	8 630 062			7 426 627			9 179 855			12 178 538		
Reversements partenariats	13 208 021	47%	91%	13 299 916	39%	1%	16 179 454	39%	22%	20 230 071	40%	25%
Paiement sécurisé	1 600 839	5,67%	57%	3 045 049	8,83%	90%	3 145 017	7,64%	3%	3 604 817	7,06%	15%
Pub à partir de 2005	1 168 905	4%		2 893 363	8%	148%	3 529 126	9%	22%	4 121 361	8%	17%
postes	798 304	3%		1 166 154	3%	46%	1 237 821	3%	6%	1 461 441	3%	18%
Autres Charges externes	314 697	1%	-83%	3 099 073	9%	885%	3 289 866	8%	6%	4 061 437	8%	23%
Ebitda	5 747 792	20%	227%	5 318 435	15%	-7%	6 185 117	15%	16%	8 425 809	16%	36%
Frais de personnel	2 006 348	7%	123%	1 586 369	5%	-21%	2 327 840	6%	47%	2 930 438	6%	26%
Autres charges	875 922	3%	173%	521 823	2%	-40%	666 899	2%	28%	822 291	2%	23%
Résultat d'exploitation	5 234 475	19%	318%	5 050 247	15%	-4%	6 085 324	15%	20%	8 297 750	16%	36%
Dot Amortissement	39 297	0%	76%	88 376	0%	125%	39 793	0%	-55%	68 059	0%	71%
Dot aux provisions	474 020	2%	-2%	179 812	1%	-62%	60 000	0%	-67%	60 000	0%	0%

Une augmentation de capital afin de financer les acquisitions

Comme nous l'avons déjà souligné le cycle d'exploitation génère structurellement un BFR négatif permettant ainsi de financer aisément une forte croissance. Ajoutons par ailleurs que depuis 3 ans le groupe distribuait 100% de ses bénéfices. L'augmentation de capital de 13.5M€(en milieu de fourchette) n'a pour but que de financer les futures acquisitions.



Valorisation

Afin de valoriser la société DreamNex il convient donc de prendre en compte ses perspectives de développement qui apparaissent très significatives. Nous avons retenu deux méthodes de valorisation :

- ⇒ Les comparables afin de valoriser DreamNex dans un univers de valeurs proche du sien.
- ⇒ L'actualisation des cash flows disponibles.

La méthode des comparables boursiers

Il n'existe pas de sociétés directement comparables à DreamNex. Toutefois, nous avons retenu un échantillon réunissant des valeurs internet comme Meetic, des valeurs spécialisées dans le charme comme Beate Uhse AG, PlayBoy Entreprise Inc ou New Frontier Media.

- ⇒ **Meetic** est le leader européen des rencontres en ligne. Le métier de la société est de favoriser des rencontres sur des médias électroniques. La croissance rapide s'est accompagnée du développement de partenariats de premier plan à la fois avec des acteurs du monde de l'Internet et des médias, et avec des opérateurs de téléphonie mobile Européens.
- ⇒ **PlayBoy Entreprise Inc.** est une compagnie internationale de divertissement de multimédia qui édite des éditions de magazine de *play-boy* autour du monde ; elle détient également des réseaux de télévisions et distribue de la VOD et des DVD.
- ⇒ **Beate Uhse AG** est le plus grand consortium mondial du secteur de l'érotisme, des sex-shops à la grande distribution, de la VPC à Internet. Le groupe dispose aujourd'hui de 300 magasins en nom propre, et d'un réseau de boutiques franchisées. Le groupe s'impose également comme un acteur incontournable dans le multimédia.
- ⇒ **New Frontier Media** est un producteur et distributeur américain de contenus principalement pour adultes sur réseaux câblés et VOD dans les hôtels.

Pour l'ensemble des sociétés sélectionnées, nous avons calculé pour les années 2007 et 2008 les ratios cours sur bénéfice, cours sur chiffre d'affaires et cours sur résultat d'exploitation. Nous avons établi la moyenne de ces ratios que nous avons appliquée aux résultats nets, chiffre d'affaires et résultat d'exploitation estimés pour DreamNex pour les mêmes exercices.

Comparaisons boursières

	Cours	BPA 2007	BPA 2008	PE 2007	PE 2008	CA 2007	CA 2008	P/CA 2007	P/CA 2008	Ebit 2007	Ebit 2008	P/Ebit 2007	P/Ebit 2008
Meetic	27,07	0,95	1,18	28,49	22,94	125	151	3,57	2,95	23,4	28,9	19,05	15,43
PlayBoy Enterprises Inc	10,77	0,53	0,68	20,32	15,84	348	368	1,02	0,97	25,2	34	14,10	10,45
New Frontier Media	9	0,57	0,61	15,80	14,71	64	68,3	3,33	3,12	20,9	21,7	10,21	9,83
Beate Uhse AG	5,8	0,40	0,41	14,50	14,15	328	360,8	0,84	0,76	17,8	19,58	15,41	14,01
Moyenne				19,78	16,91			2,19	1,95			14,69	12,43

Les valeurs obtenues sur la base de ces multiples conduisent à une valorisation post money de 95.2M€

La méthode des Discounted Cash-Flows (DCF)

Dans le but d'actualiser les cash-flows disponibles nous avons retenu les grandes hypothèses suivantes :

- un taux de croissance moyen annuel du résultat d'exploitation de 8.5% pour la période 2009/2017,
- une croissance à l'infini de 1.8%. Nous considérons par construction qu'au-delà de 2017, la société à maturité va croître à un rythme de croissance voisin du PIB nominal,
- le taux des obligations d'état de 4.04%,
- la prime de risque du marché des actions de 4.43%
- un bêta propre au groupe de 2
- un taux d'actualisation de 12.90%.

Détermination des flux – en €											
En €	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2015	2016	2017	Flux terminaux
Ebit	6 085 324	8 297 750	9 003 059	9 768 319	10 598 626	11 499 509	12 476 967	13 537 509	14 688 198	15 936 694	15 936 694
IS	2 008 157	2 738 257	2 971 009	3 223 545	3 497 546	3 794 838	4 117 399	4 467 378	4 847 105	5 259 109	5 259 109
Ebit retraité	4 077 167	5 559 492	6 032 049	6 544 773	7 101 079	7 704 671	8 359 568	9 070 131	9 841 092	10 677 585	10 677 585
Dot amortissement	39 793	68 059	73 844	80 121	86 931	94 320	102 338	111 036	120 475	130 715	130 715
Investissement	350 000	350 000	379 750	412 029	447 051	485 051	526 280	571 014	619 550	672 212	672 212
variation BFR	-1 875 000	-700 000	-759 500	-824 058	-894 102	-970 101	-1 052 560	-1 142 027	-1 239 100	-1 344 423	-1 344 423
DCF	5 641 960	5 977 552	6 485 644	7 036 923	7 635 062	8 284 042	8 988 186	9 752 181	10 581 117	11 480 512	11 480 512
DCF actualisé	5 099 392	4 785 395	4 598 896	4 419 665	4 247 420	4 081 887	3 922 805	3 769 924	3 623 000	3 481 803	3 481 803

Source : ARKEON Finance

Calcul du taux	
taux sans risque	4,04%
Prime de risque	4,43%
beta	2
Coût des fonds propres	12,90%
Taux de croissance 2009 / 2017	8,50%
Taux de croissance à l'infini	1,80%
Dernier flux	3 481 803
Valeur de sortie	31 932 208
valeur globale de l'entreprise	73 962 394
dette nette	-16 511 914
Immo fi	1 465 000
Minoritaires	0
Valeur actuelle nette	91 939 308

Sur ces bases, la méthode des DCF fait ressortir une valorisation post money de 92M€

Synthèse

En conclusion, l'approche multicritères conduit à une valorisation moyenne post money avant décote d'introduction de 93.6M€ Après décote d'introduction, nous retenons une valorisation en milieu de fourchette de 77M€environ.

Données financières **

COMPTE DE RESULTAT au 31/12(K€)	2004	2005	2006e	2007e	2008e
Chiffre d'affaires	14 110	28 250	34 495	41 175	51 088
Achats Consommés	1 397	2 529	3 564	4 614	5 430
Charges du personnel	900	2 006	1 586	2 328	2 930
Autres charges externes	9 733	17 091	23 503	27 381	33 479
Autres charges	321	876	522	667	822
Excédent Brut d'Exploitation	1 757	5 748	5 318	6 185	8 426
Dotation aux Amortissements	22	39	88	40	68
Dotation aux provisions	483	474	180	60	60
Résultat d'exploitation	1 252	5 234	5 050	6 085	8 298
Résultat financier	27	32	-511	500	748
Résultat courant des sociétés intégrées	1 279	5 267	4 539	6 586	9 046
Résultat exceptionnel	0	490	75	0	0
Mises en équivalence	0	0	0	0	0
Impôts sur les bénéfices	433	1 994	1 558	2 193	3 012
Résultat net de l'ensemble consolidé	846	3 763	3 056	4 393	6 033
Intérêts minoritaires	0	0	0	0	0
Résultat net part du groupe	846	3 763	3 056	4 393	6 033

BILAN (K€)	2004	2005	2006e	2007e	2008e
Actif immobilisé	4 017	5 186	6 822	7 132	7 414
Stocks et en-cours	257	521	741	900	1 200
Clients et comptes rattachés	2 626	2 823	5 183	4 900	6 100
Disponibilités et FCP	1 745	6 017	1 950	16 512	20 827
TOTAL ACTIF	8 645	14 547	14 696	29 444	35 541
Capitaux propres	2 568	4 431	4 661	20 316	24 153
Intérêts minoritaires	0	0	0	0	0
Provisions pour risques et charges	483	262	268	328	388
Emprunts et dettes financières LT	1 273	1 290	1 185	0	0
Emprunts et dettes financières CT	62	7	1 533	0	0
Fournisseurs et comptes rattachés	4 259	8 557	7 049	8 800	11 000
TOTAL PASSIF	8 645	14 547	14 696	29444	35 541

Source : ARKEON Finance

TABEAU DE FINANCEMENT (K€)	2004	2005	2006e	2007e	2008^e
Capacité d'autofinancement	1 757	4 276	3 324	4 492	6 161
-Variation du BFR	Nd	- 3 837	4 085	- 1 872	-700
Flux de trésorerie liés à l'activité	Nd	8 113	-761	6 364	6 861
Acquisition d'immobilisations	113	1 385	815	350	350
Variation nette des immobilisations financières	4 500	-137	821	0	0
Flux de trésorerie lié aux investissements	4 613	1 248	1 636	350	350
Augmentation de capital	2 790	0	0.65	12 700	0
Dividendes versés	665	1 900	2 826	1 527	2 196
Variation nette d'emprunts	Nd	17	-105	-1 185	0
Flux de trésorerie liés aux opérations financement	2 125	- 1 883	2 930	9 988	-2196
Divers	Nd	-655	-263	0	0
Variation de trésorerie nette	Nd	4 327	-5 593	16 095	4 315

Ratios	2004	2005	2006e	2007e	2008^e
Marge d'exploitation (%)	9	19	17	16	18
Marge nette (%)	6	13	11	12	13
ROE (RN/Fonds propres)	33	85	66	22	25
Dettes nettes / Fonds propres (%)	-16	-107	11	-82	-87
EV / CA (x)*				1.47	1.10
EV / EBIT (x)*				9.98	6.80
P / CF (x)*				12.48	9.16
BNPA (en €)	0.36	1.59	1.29	1.85	2.55
PE (x)*				17.58	12.80
Dividende par action (en €)	0.28	0.80	1.19	0.64	0.93
Rendement net*				2.0	2.8
Taux de distribution				50%	50%

* Sur la base du milieu de fourchette

** Compte proforma intégrant Self Télécom acquise en novembre 2006

Source : ARKEON Finance

- Contacts ARKEON Finance -

Analyse financière sell-side

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

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

Fanny ALVAREZ 01 53 70 50 04
FannyAlvarez@ArkeonFinance.fr
Biens de consommation –Stock-Picking

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
SSII - Stock-Picking

Analyse Financière Corporate

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

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

Vente Actions

Charles-Henri BERBAIN 01 53 70 50 23
CharlesHenriBerbain@ArkeonFinance.fr
Responsable Vente

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

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

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

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

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

Négociation

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

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

Pascal TEISSEDRE 01 53 70 50 37
PascalTeissedre@ArkeonFinance.fr

Fax Salle des marchés : 01 53 70 50 19

Fax Corporate : 01 53 70 50 01

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. 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.



**ARKEON
FINANCE**

Introduit et Membre du Marché
en charge du placement



27, rue de Berri, 75008 Paris - Tél : 01 53 70 50 00 - Fax : 01 53 70 50 01
Site Internet : www.arkeonfinance.fr

Entreprise d'Investissement agréé - Membre du Marché d'EURONEXT Paris n°4226
S.A. au capital de 2 577 001 € - R.C.S. : B 444 470 850 Paris

 ACTUS