

Date de première diffusion : 9 décembre 2010

## Dreamnex

### Un profil qualitatif trop sévèrement sanctionné en début d'année

#### Commentaires sur le chiffre d'affaires T3 2010

Dreamnex a réalisé un chiffre d'affaires T3 2010 de 15,8 M€, en recul toujours marqué de -9,4 % à périodes comparables. Le pôle e-commerce de vente de produits physiques a reculé de -8,0 % au T3 2010 (vs. le T3 2009), en raison d'un environnement de consommation sur les produits discrétionnaires toujours dégradé (baisse du panier moyen notamment). Le pôle Services Interactifs affiche lui une baisse de -9,5 % à périodes comparables, baisse qu'il convient d'apprécier au regard d'évolutions contrastées selon les segments : si les services de VOD souffrent particulièrement de la concurrence des sites de vidéos gratuites, les offres Webcams et Rencontres affichent une bonne tenue.

#### Des perspectives qui devraient rester contrastées selon les segments, mais les nouvelles offres devraient soutenir les niveaux de ventes

Si nous pensons que l'activité de VOD devrait continuer à être impactée par les offres gratuites malgré leur moindre qualité, les autres services interactifs du groupe devraient permettre de retrouver la croissance, et ce en particulier grâce à 1/ la montée en puissance de la nouvelle offre de rencontres classiques du groupe, WeKiss, dont le positionnement « soft » en fait un service complémentaire d'EdenFlirt ; 2/ la progression graduelle des services adaptés sur mobiles et tablettes, ces supports personnels étant bien adaptés aux contenus de charme ; 3/ la bonne tenue des activités webcams, optimisée suite à la diminution des reversements aux animatrices ; 4/ d'un surcroît de chiffre d'affaires à moyen terme provenant des services de jeux d'argent online.

#### Un business model qui reste très rentable

Si la croissance organique du groupe pourrait ne pas être explosive au cours des prochaines années, il convient de rappeler le profil de rentabilité élevée de Dreamnex, dont la marge d'EBITDA se situe aux alentours de 20-25 %. Nous restons confiants dans les capacités du groupe à contenir ses charges et ce malgré un environnement concurrentiel intensifié, ayant actuellement tendance à renchérir l'acquisition de trafic (référencement payant, affiliation basculée vers un mode de reversements variables peu apprécié à court terme).

#### Opinion

En initiant la couverture de Dreamnex, nous adoptons une opinion Achat Fort avec un objectif de cours de 34,25 €, présentant un potentiel d'upside de +33,2 %. Suite à la baisse du titre en mars 2010 après publication des résultats 2009, baisse accentuée en mai 2010 après l'annonce par Dreamnex d'un CA T1 2010 en repli sensible, nous pensons que les niveaux de valorisation actuels ne reflètent pas le profil de rentabilité du groupe, finalement résistant dans un environnement de consommation encore dégradé, ni le taux de pay-out de 66 % en dividendes du groupe.

#### Pauline ROUX

Analyste Financier  
proux@genesta-finance.com  
01.45.63.68.86

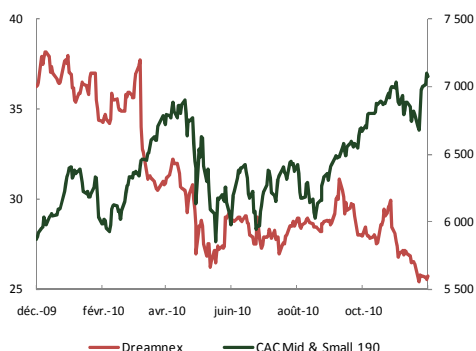
<b>Opinion</b>	<b>1. Achat Fort</b>
<b>Cours (clôture au 8 décembre 10)</b>	<b>25,71 €</b>
<b>Objectif de cours</b>	<b>34,25 € (+33,2 %)</b>

#### Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	DWP.PA / DNX:FP
Capitalisation boursière	72,9 M€
Valeur d'entreprise	79,4 M€
Flottant	28,6 M€ (39,3 %)
Nombre d'actions	2 834 575
Volume quotidien	148 512 €
Taux de rotation du capital (1 an)	43,3 %
Plus Haut (52 sem.)	38,25 €
Plus Bas (52 sem.)	25,01 €

#### Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	-8,4 %	-11,3 %	-29,0 %



#### Actionnariat

Flottant : 39,3 % ; P. Macar : 24,0 % ; Business angels et investisseurs historiques : 17,3 % ; Managers : 14,7 % ; Autres : 4,7 %

#### Agenda

Chiffre d'affaires 2010 publié le 2 février 2011

#### Chiffres Clés

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
CA (M€)	60,6	67,3	61,8	64,7	67,4
Evolution (%)	55,5%	11,1%	-8,2%	4,7%	4,2%
EBE (M€)	13,8	17,1	13,9	14,6	15,4
REX (M€)	12,2	16,0	13,1	13,9	14,6
Marge d'expl. (%)	20,1%	23,8%	21,1%	21,4%	21,7%
Res. Net. Pg (M€)	8,2	10,6	9,0	9,5	10,1
Marge nette (%)	13,6%	15,7%	14,5%	14,6%	15,0%
BPA	2,90	3,73	3,17	3,34	3,56

#### Ratios

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
VE / CA	1,4	1,5	1,0	0,7	0,6
VE / EBE	6,3	5,8	4,2	3,2	2,8
VE / REX	7,1	6,2	4,5	3,4	2,9
P / E	10,3	9,8	8,1	7,7	7,2
Gearing (%)	4%	-11%	-26%	-41%	-40%
Dettes nette / EBE	0,1	-0,3	-1,0	-1,8	-1,9
RCE (%)	20,1%	23,3%	16,5%	14,8%	13,7%

Genesta dispose du statut de Conseiller en Investissements Financiers et est membre de l'AACIF (Numéro d'agrément AMF : B000119).

Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur Genesta et ses procédures internes, se référer au site Internet [www.genesta-finance.com](http://www.genesta-finance.com).

## Présentation de la société

### Leader européen du divertissement online pour Adultes

Société française créée en 1999, Dreamnex est devenu en quelques années l'un des acteurs incontournables du marché online du charme. Ce rare pure player de l'Internet a progressivement construit un business model rentable autour de deux types d'activités : 1/ la vente online de produits érotiques (sextoys, lingerie, etc.); 2/ la commercialisation d'une gamme diversifiée de services interactifs, progressivement étoffée, jusqu'à comprendre aujourd'hui des services de VOD, de Webcams et de Rencontre sexy via EdenFlirt.

### Un positionnement sobre et qualitatif qui séduit les consommateurs mais aussi les partenaires

Dreamnex s'est toujours attaché à travailler son image en termes qualitatifs, caractérisée par un positionnement sobre et sérieux, qui lui a permis de profiter pleinement de la démocratisation ces dernières années de la consommation de produits et services érotiques, et ce notamment grâce à l'avènement de l'Internet Haut-Débit. Grâce à cette image positive, notamment véhiculée par la marque SexyAvenue, Dreamnex a su se construire un réseau de partenaires dense et solide, parmi lesquels : portails Internet et réseaux d'affiliés pour l'apport de trafic, fournisseurs spécialisés pour les produits physiques, producteurs de contenus érotiques pour la distribution de leur filmographie (ex : Marc Dorcel), etc.

### L'élargissement progressif des activités en dehors du charme

Après avoir parachevé son offre de charme, Dreamnex cherche aujourd'hui à diversifier son portefeuille d'activités, et ce tout en exploitant sa base d'audience qualifiée d'adultes à fort pouvoir d'achat. Ainsi, le groupe a récemment lancé 1/ une offre de rencontres amoureuses, service dit de Dating différencié des rencontres sexy, nommé WeKiss ; 2/ un service de paris en ligne sur le segment des jeux de casino.

## Méthode de valorisation

### DCF

Compte tenu de la publication CA 9 mois 2010 présentée par Dreamnex, nous anticipons un chiffre d'affaires de 61,8 M€ sur l'ensemble de l'exercice 2010, en repli de -8,2 %. Ainsi, sur cet exercice, le niveau de revenus du groupe devrait toujours être impacté par la baisse des ventes online de produits érotiques dans un contexte de consommation toujours incertain, ainsi que par le recul de l'offre de VOD, fortement concurrencée par les offres gratuites disponibles sur Internet. Malgré cet exercice en repli, Dreamnex devrait conserver un niveau de marge d'EBITDA élevé, de l'ordre de 22,5 % de ses revenus (vs. 25,4 % en 2009 qui fut une année record). A moyen et long termes, nous pensons que la reprise de la croissance du groupe sera principalement tirée par la bonne tenue des offres Webcams, ainsi que par la montée en puissance de la nouvelle offre de Rencontre (WeKiss ayant été lancé au T4 2010), mais aussi des services adaptés aux mobiles et tablettes, et enfin, plus tardivement des activités de jeux d'argent.

Avec un taux d'actualisation de 12,9 %, notre objectif de cours par DCF ressort à 36,18 € par action.

### Comparables

Dreamnex n'ayant pas de comparable direct, pure player de l'Internet de charme, nous avons constitué notre échantillon de :

- 1) sociétés de l'industrie érotique, développant à la fois des activités de ventes de produits (magazines, DVD, sextoys) commercialisés par des boutiques physiques, mais aussi des services de contenus distribués par TV ou online : Beate Uhse et New Frontier Media ;
- 2) sociétés Internet aux segments d'activités connexes à ceux de Dreamnex : Meetic sur le Dating, et Rentabiliweb qui dispose d'une thématique Adulte / Rencontre.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action Dreamnex de 32,33 €.

## SWOT

### Forces

- Position de leader européen
- Capitalisation sur la marque SexyAvenue, à forte notoriété
- Offre complète et diversifiée de produits et services
- Business model solide, et récurrence des revenus par abonnement
- Maîtrise en interne des solutions de paiement online
- Taux de distribution de dividendes élevé

### Faiblesses

- Activité de e-commerce en repli, malgré la croissance du secteur dans son ensemble
- Référencement naturel (gratuit) peu performant

### Opportunités

- Démocratisation de l'achat de produits et contenus de charme
- Tendance à la mobilité favorable au secteur (iPhone, iPad)
- Diversification vers les jeux d'argent online, dont la cible recoupe celle du charme online

### Menaces

- Peu de barrières à l'entrée sur le segment du e-commerce et de la VOD
- Concurrence forte des prestataires de contenus gratuits (notamment sur l'offre de vidéos)
- Agressivité marketing de certains concurrents, notamment en matière d'achats de mots clés

## Synthèse et Opinion

### Un mix d'activités au dynamisme différencié

Suite aux dernières publications du groupe, il apparaît assez clairement que les diverses offres du groupe enregistrent des performances assez contrastées. Nous pensons ainsi que l'activité de VOD devrait continuer à être impactée par les offres gratuites. Toutefois, les autres services interactifs du groupe devraient participer à la croissance, en particulier grâce à 1/ la montée en puissance de la nouvelle offre de rencontres classiques du groupe, WeKiss, dont le positionnement « soft » en fait un service complémentaire d'EdenFlirt ; 2/ la progression graduelle des services adaptés sur mobiles et tablettes, ces supports étant bien adaptés aux contenus personnels et intimes ; 3/ la bonne tenue des activités webcams, optimisée suite à la diminution des reversements aux animatrices ; 4/ d'un surcroît de chiffre d'affaires à moyen terme provenant des services de jeux d'argent online.

### Un business model qui reste très rentable

Si la croissance organique du groupe pourrait ne pas être explosive au cours des prochaines années, il convient de rappeler le profil de rentabilité élevée de Dreamnex, dont la marge d'EBITDA se situe aux alentours de 20-25 %. Nous restons confiants dans les capacités du groupe à contenir ses charges et ce malgré un environnement concurrentiel intensifié, ayant actuellement tendance à renchérir l'acquisition de trafic. Dreamnex dispose selon nous d'un savoir-faire important en matière de génération et d'optimisation de son trafic.

### Opinion : Initiation de couverture à l'Achat Fort

En initiant la couverture de Dreamnex, nous adoptons une opinion Achat Fort avec un objectif de cours de 34,25 €, présentant un potentiel d'upside de +33,2 %. Suite à la baisse du titre en mars 2010 après publication des résultats 2009, baisse accentuée en mai 2010 après l'annonce par Dreamnex d'un CA T1 2010 en repli sensible, nous pensons que les niveaux de valorisation actuels ne reflètent pas le profil de rentabilité du groupe, ni le taux de pay-out élevé (66 %) en matière de dividende.

## Sommaire

---

1	Présentation de la société .....	4
1.1	Un pionnier du charme « soft » et qualitatif sur Internet, ayant rapidement acquis son leadership .....	4
1.2	Un profil historique de croissance dynamique, soutenu par une politique active d'acquisitions .....	5
1.3	...et par des tendances de marché favorables : pénétration de l'Internet Haut-Débit et libéralisation des mœurs .....	7
2	Des dynamiques de croissance aujourd'hui différenciées selon les segments .....	9
2.1	Les produits physiques .....	9
2.2	Les services interactifs .....	12
2.3	Commentaires sur le CA T3 2010 .....	14
3	Un business model diversifié et rentable .....	15
3.1	Un modèle de revenus dual, offrant une certaine résilience : e-commerce et ventes par abonnement .....	15
3.2	La maîtrise de l'acquisition de trafic .....	16
3.3	Une forte capacité de génération de cash, et une politique de reversement généreuse .....	17
4	Des relais de croissance à moyen terme .....	18
4.1	Les contenus de charme se prêtent volontiers à la mobilité .....	18
4.2	Les jeux d'argent online permettent d'exploiter une audience adulte à fort pouvoir d'achat .....	19
4.3	Des possibilités de diversification assez vastes .....	19
5	Prévisions .....	20
5.1	Chiffre d'affaires et marges .....	20
5.2	Santé financière .....	21
6	Valorisation .....	21
6.1	DCF .....	21
6.2	Comparables .....	23
7	Synthèse des comptes .....	27
7.1	Compte de résultats simplifié .....	27
7.2	Bilan – principaux agrégats .....	27
7.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats .....	27
7.4	Ratios financiers .....	28
8	Avertissements importants .....	29
8.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research .....	29
8.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels .....	29
8.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois .....	29
8.4	Répartition des opinions .....	29
8.5	Avertissement complémentaire .....	30

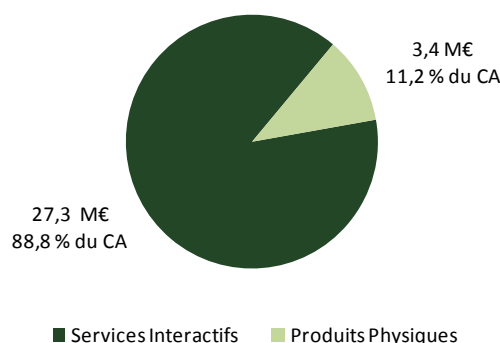
## 1 Présentation de la société

Dreamnex est le leader européen du divertissement Internet pour adultes. Les activités du groupe, continuellement diversifiées depuis sa création en 1999, se répartissent aujourd'hui selon deux principaux pôles :

- **Produits physiques** : ce pôle e-commerce correspond à la vente online de produits de charme pour adultes (lingerie, sextoys) et devrait intégrer à compter de 2011 une activité de grossiste BtoB sur cette même gamme de produits. Le pôle Produits Physiques représentait au cours du S1 2010 environ 11,2 % du chiffre d'affaires du groupe ;
- **Services interactifs** : ce pôle regroupe divers services de divertissements pour adultes, parmi lesquels 1/ la Rencontre : services de rencontre sexy via EdenFlirt et de rencontre amoureuse via WeKiss ; 2/ la VOD : services de contenus érotiques et pornographiques ; 3/ la Webcam : services de mise en relation avec des opératrices ; et 4/ les jeux d'argent en ligne : paris online sur les segments des jeux de casino. Dreamnex décline par ailleurs une partie de ses activités de prestation de contenus sur plateformes mobiles (principalement iPhone et iPad). Le pôle Services Interactifs représentait au cours du S1 2010 environ 88,8 % des revenus de la société.

Dreamnex se positionne sur le marché européen : si la vente de produits en e-commerce est principalement opérée sur le marché français (environ 80 % des ventes du segment Produits Physiques), les services de contenus sont eux également commercialisés à l'international (environ 50 % des revenus des Services Interactifs), tous les sites étant disponibles en 5 langues. Le groupe dispose de bureaux en France, en Belgique, au Luxembourg, en Suisse et à Malte. Au 30 juin 2010, la société comptait 72 employés.

Ventilation du chiffre d'affaires par pôle  
(au S1 2010)



Source : société

### 1.1 Un pionnier du charme « soft » et qualitatif sur Internet, ayant rapidement acquis son leadership

Alors que l'industrie du charme commence à se développer dès la fin des années 1990 aux Etats-Unis, Patrice Macar décide de créer Dreamnex en 1999, avec pour objectif d'orienter les activités du groupe autour de la vente online de produits et de contenus pour adultes, avec un positionnement sobre, moderne et assez haut de gamme. La démarche du fondateur de Dreamnex a été de proposer au plus large public possible des produits et services de charme, et ce en développant une image de sérieux et de qualité permettant rapidement au groupe de s'affranchir des préjugés négatifs que peuvent alors susciter la vulgarité des services d'autres acteurs à caractère plus pornographiques. L'évolution des mœurs sociétales et l'essor accéléré de l'Internet ont permis au groupe de se positionner sur un segment en forte croissance, ciblant une clientèle adulte à pouvoir d'achat avéré, et avec une offre en adéquation avec les attentes des consommateurs.

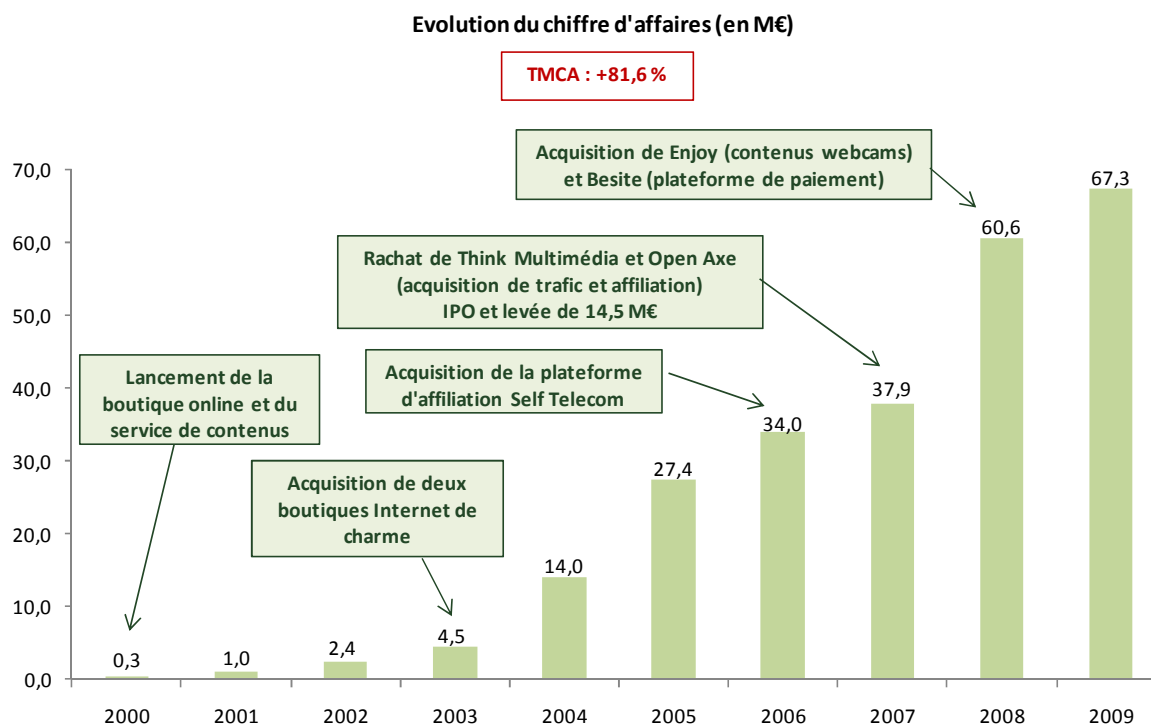
A l'origine, la société concentre l'essentiel de son activité autour du site SexyAvenue, au design moderne et épuré, qui comprend 1/ une boutique online de produits de charme ; 2/ un service de contenus de VOD, payant par abonnement ; 3/ une base d'informations en accès libre sur la sexualité, sous le nom de SexyDoctor ; 4/ un système d'envoi d'e-cards sensuelles sous le nom SexyClub, ce dernier service n'existant plus aujourd'hui.

L'avantage concurrentiel de Dreamnex à cette période est double : 1/ la société est l'un des acteurs pionniers de l'industrie du charme à développer une gamme complète de produits coquins sur Internet, permettant aux consommateurs de réaliser des achats en tout anonymat physique ; 2/ le service de VOD est lancé selon un modèle d'abonnement en paiement par carte bancaire, modèle original et novateur pour l'époque, puisque la plupart des intervenants disposaient jusqu'alors d'un système de paiement par Audiotel.

Profitable dès 2001, Dreamnex acquiert, au milieu des années 2000, une position de leader européen parmi les acteurs du charme sur Internet. SexyAvenue, devenue en quelques années une marque à forte notoriété, constitue le premier site de e-commerce adulte en France (en termes d'audience).

## 1.2 Un profil historique de croissance dynamique, soutenu par une politique active d'acquisitions

Dreamnex fait partie des exemples de success story de sociétés Internet positionnées sur des segments dynamiques, développant un business model performant et rentable. Le graphique ci-après récapitule l'évolution du niveau d'activité du groupe :



Source : société

Au cours de ses premières années d'existence, Dreamnex concentre ses efforts sur la vente de produits online et s'attache à développer ses gammes de produits de charme. Le développement de l'activité e-commerce est notamment marqué par l'acquisition en 2003 des fonds de commerces de deux sociétés concurrentes, SexyCenter et Boutik7, respectivement n°1 et n°3 du marché français.

Vers le milieu des années 2000, Dreamnex va connaître une certaine accélération de sa croissance, les revenus du groupe triplant entre les exercices 2003 et 2004, puis doublant entre 2004 et 2005. Cette forte dynamique de développement s'explique par des facteurs exogènes comme endogènes :

- Au niveau extérieur, le groupe bénéficie de la désuétude progressive des services de contenus érotiques par Audiotel, en raison de la volonté de France Télécom de réduire les activités commerciales via numéro surtaxé ;
- En interne, Dreamnex profite pleinement du dynamisme de ses ventes online de produits coquins, produits plus banalisés que par le passé. La société s'attache alors à étoffer son offre de contenus et à accroître son audience au travers d'une politique agressive d'acquisition de trafic.

Avec la prise d'une nouvelle dimension du groupe, en termes notamment de volume d'affaires, Dreamnex choisit de consolider ses équipes, afin de soutenir sa croissance. Aussi, afin d'intégrer les savoir-faire clés d'acquisition d'audience et d'optimisation du trafic, Dreamnex procède au rachat entre 2006 et 2007 de 3 sociétés spécialistes : 1/ Self Telecom, plateforme d'affiliation jusqu'alors partenaire du groupe ; 2/ Think Multimédia, spécialiste de l'acquisition de trafic sur les moteurs de recherche ; et 3/ Open Axe, plateforme d'affiliation chargée de mettre en relation des éditeurs de sites avec des fournisseurs de contenus.

Ces rachats ont ainsi permis à Dreamnex d'internaliser les fonctions de génération et de gestion de trafic, fonctions sur lesquelles le groupe disposait auparavant d'une expertise limitée, et ainsi de récupérer la marge précédemment reversée à des partenaires. L'intégration de ces savoir-faire véritablement pivots dans le développement d'activités Internet a, au regard du management, alors justifié le paiement de 4,5 M€ pour le rachat de Self Telecom, 7,0 M€ pour Think Multimédia et 1,8 M€ pour Open Axe. Si ces montants peuvent sembler élevés par rapport au niveau d'activité de Dreamnex à l'époque, le groupe a réalisé ces achats sur des multiples de REX inférieur à 3 fois. Il convient également de mentionner que la société est parvenue, au cours de ses négociations, à réaliser des paiements pour partie en titre, et la part cash étant sectionnée en divers versements sur une période de 2 à 3 ans à compter de la date de rachat.

Fort d'un business model performant, d'une taille critique et de compétences clés, Dreamnex s'introduit en bourse en 2007, afin de gagner en visibilité, et s'offrir de nouvelles opportunités à moyen terme en matière de croissance externe, la société ayant levé 14,5 M€ à l'occasion de son IPO. Dans l'intervalle, le groupe lance en 2007, une nouvelle activité de Rencontre, afin de compléter son offre de services interactifs. Issu des développements conjoints de Self Telecom et d'un partenaire (Fincream), ayant donné lieu à une offre de messagerie instantanée dénommée « Dial Messenger » puis WeFlirt, Dreamnex lance son service de rencontres sensuelles EdenFlirt. Après quelques mois, et grâce aux améliorations visuelles et fonctionnelles par rapport aux précédentes versions, EdenFlirt atteint un bon niveau de performance, et représente à fin 2008 environ 10 % du chiffre d'affaires consolidé.

En 2008, comme annoncé lors de son introduction en bourse, Dreamnex poursuit sa politique de croissance externe et annonce le rachat d'un groupe Belge composé de deux sociétés, Enjoy et Besite. La première opère l'exploitation d'une plateforme de mise en relation d'internautes à des services payants de webcams pour adultes, et la seconde est spécialisée dans le développement de solutions de paiement online.

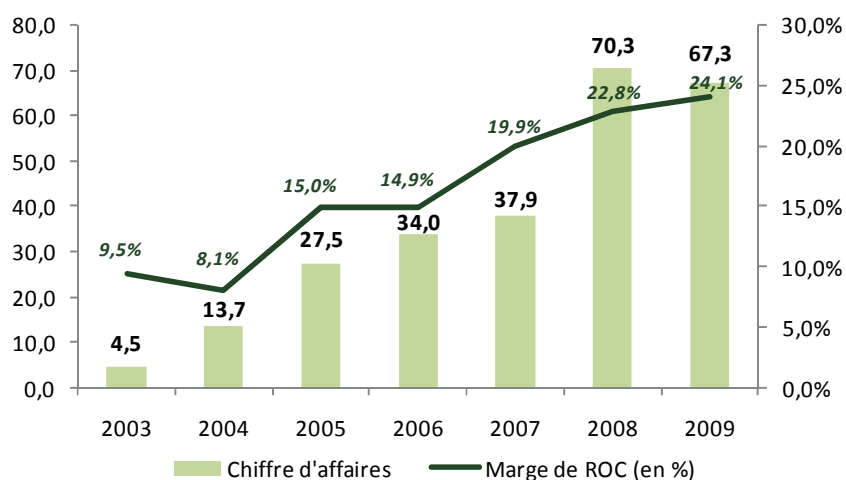
Ces deux acquisitions sont alors véritablement stratégiques pour le groupe, non seulement au regard de leur montant (30,5 M€ pour Enjoy et 15,2 M€ pour Besite), mais aussi dans la mesure où elles permettent à Dreamnex :

- de parachever son offre de contenus et de services interactifs, en intégrant une offre de webcams, offre à forte valeur ajoutée et complémentaire des contenus en VOD ;
- d'intégrer la maîtrise de diverses solutions de paiement online, expertise décisive dans la chaîne de valeur du e-commerce (physique et non physique). Dreamnex dispose alors d'une solution propre de paiements online, qui regroupe aujourd'hui 12 modes de paiement différents, permettant de satisfaire les spécificités de l'ensemble des pays européens.

Sur l'année 2008, le chiffre d'affaires pro forma est ainsi porté à 70,3 M€, contre 60,6 M€ à données publiées.

Ainsi, Dreamnex a su construire en une dizaine d'années un business model performant axé autour d'un portefeuille d'activités complémentaires et complet, couvrant l'ensemble des prestations du marché du charme sur Internet. Cette croissance, assez largement boostée par un historique d'acquisitions riche, a été bien maîtrisée dans son ensemble, le groupe ayant jusqu'alors affiché des niveaux de rentabilité élevés et croissants.

**Evolution des revenus (M€) et de la rentabilité (%)**



Source : société

### 1.3 ...et par des tendances de marché favorables : pénétration de l'Internet Haut-Débit et libéralisation des mœurs

#### UNE CERTAINE DEMOCRATISATION DES ACHATS COQUINS

Depuis quelques années, l'évolution des mœurs ainsi que l'émergence d'une offre érotique plus haut de gamme et plus sobre ont permis de démocratiser les produits et contenus coquins auprès d'une clientèle plus grand public. Ces tendances sociales ont favorisé le développement de l'industrie du charme, et le positionnement épuré et soft de Dreamnex s'inscrit en pleine adéquation avec les attentes des consommateurs, et ce d'autant plus que la marque SexyAvenue a acquis une forte notoriété et constitue un gage de sérieux et de qualité auprès de la cible de consommation.

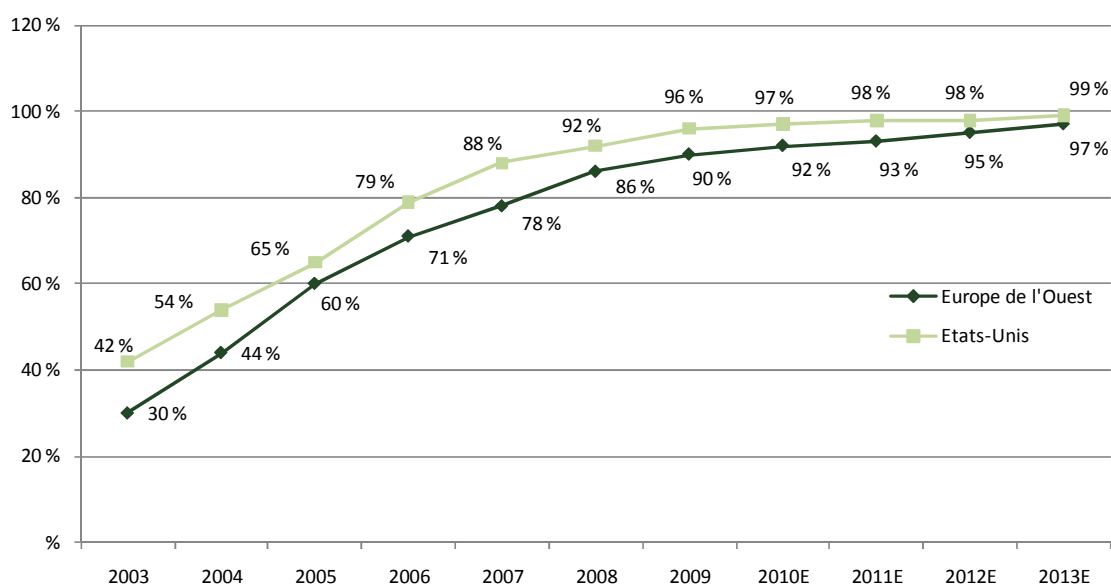
Ces évolutions ont connu leurs prémices aux Etats-Unis et dans les pays d'Europe du Nord, avec deux à trois ans d'avance par rapport aux autres pays d'Europe. Ainsi, en 2004, une étude réalisée par Durex dans 41 pays révélait que 43 % des femmes américaines possédait un vibromasseur. Le taux atteignait jusqu'à 49 % au Royaume-Uni, et 50 % en Norvège, quand il n'était que de 20 % en France. Si la France semble plus timide que les pays voisins sur ce sujet, il est intéressant de noter que, pour des raisons de praticité et de confidentialité, 61 % des consommateurs français de produits érotiques privilégient Internet pour leurs achats (devant la Vente Par Correspondance physique ou encore les boutiques spécialisées et sex-shops), selon Netetudes en 2009.

Ainsi, le marché de l'érotisme semble graduellement gagner en crédibilité, et Internet s'avère le vecteur d'achat le plus dynamique dans le développement du secteur.

#### LA PENETRATION RAPIDE DE L'INTERNET HAUT-DEBIT A FACILITE L'ACHAT ONLINE ET LE VISIONNAGE DE VIDEO

Le décollage des activités de Dreamnex sur la période 2003-2005 correspond à l'essor accéléré de l'équipement des foyers en Haut-Débit Internet, comme le montre le graphique ci-après :

Evolution du taux de pénétration du haut débit en Europe de l'Ouest et aux Etats-Unis

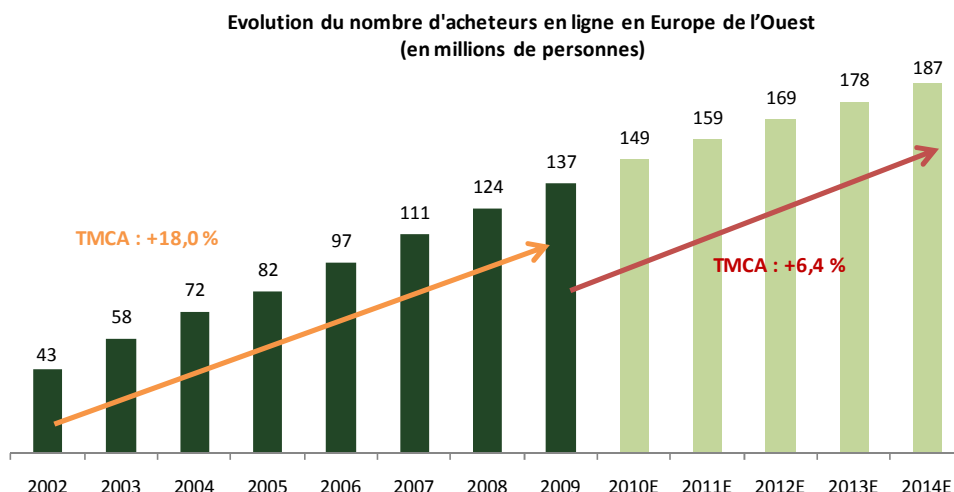


Source : Forrester

Si l'Europe de l'Ouest a accusé un léger décalage dans sa phase d'équipement par rapport aux Etats-Unis, le taux de pénétration du Haut-Débit est passé de 42 % en 2003 à 65 % en 2005 et continue de progresser au fil des années pour atteindre aujourd'hui la quasi-totalité de la population européenne de l'Ouest.

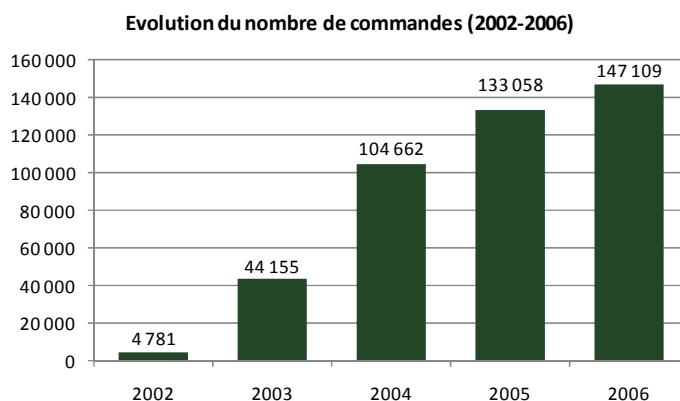
La pénétration accélérée du Haut-Débit en Europe a eu pour effet de favoriser le développement du commerce en ligne, pour la vente de produits physiques comme de contenus.

Le graphique ci-après présente l'ascension du nombre de cyberacheteurs en Europe de l'Ouest :



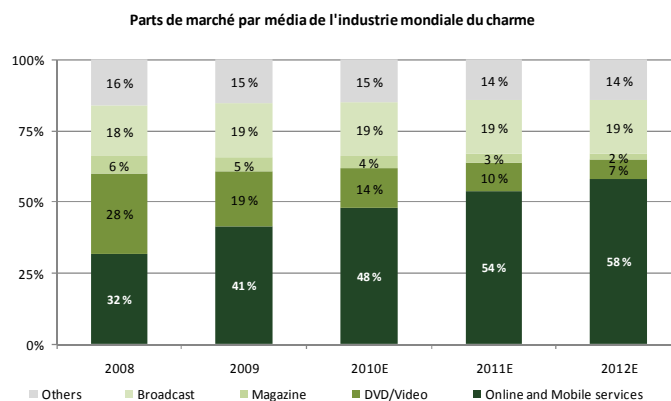
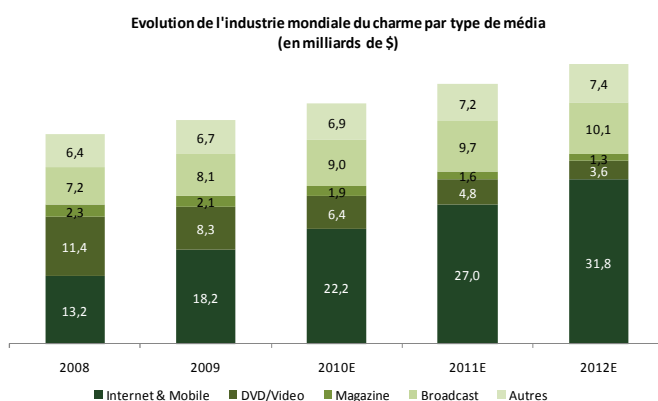
Source : Forrester

Ainsi, à mesure que le taux d'équipement en Haut-Débit a progressé, et que l'offre Internet s'est structurée, les internautes sont progressivement devenus des acheteurs en ligne, passant d'environ 40 millions de consommateurs online en 2002 à près de 140 millions de cyberacheteurs aujourd'hui, soit une progression moyenne très soutenue de +18 % par an. Dans la lignée des produits des produits high-tech, du e-tourisme ou de l'habillement, le segment des produits de charme a également profité de cette tendance. Les données<sup>1</sup> ci-après montrent, à titre informatif, l'évolution du nombre de commandes de produits sur la boutique online de Dreamnex, sur la période 2002-2006, la société ne communiquant plus ces données depuis 2007 :



Source : société

Au-delà des données de e-commerce de produits physiques, il est intéressant de noter que les services payants de contenus ont également progressé sur la période. Les données ci-après présentent l'évolution historique et prévisionnelle du marché du charme dans le monde, par type d'offre :



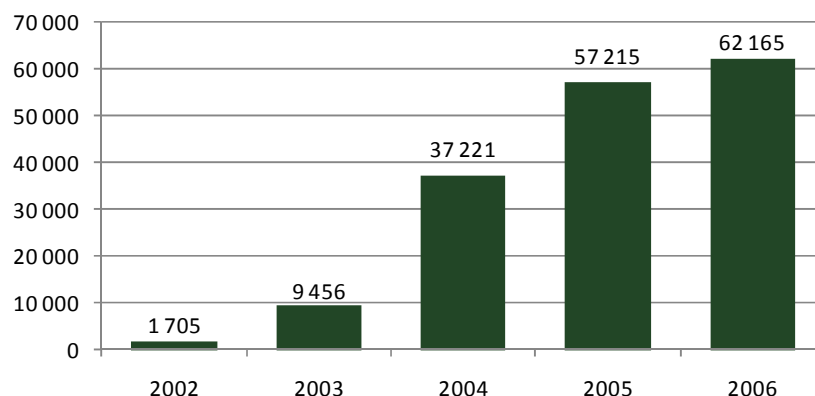
Source : Business Insight

<sup>1</sup> Données non disponibles après 2006.

Il convient de noter que le segment Internet et Mobile, au sens large, est celui qui présente la plus forte croissance sur la période. Les consommateurs sont en effet de plus en plus enclins à payer online pour visionner des vidéos, et ce notamment depuis l'avènement des offres de VOD payantes proposées sur Internet ou via les box ADSL des principaux opérateurs. En effet, le confort d'utilisation apporté par les performances du Haut-Débit ont favorisé la tendance de consommation de vidéo payante, et ont eu un impact positif sur les activités VOD, mais aussi Webcams de Dreamnex au cours des dernières années.

Le graphique ci-après permet d'apprécier, à titre informatif, l'évolution du parc d'abonnés aux offres de contenus de Dreamnex<sup>1</sup>, sur la période 2002-2006, la société ne communiquant plus ces données depuis 2007 :

**Evolution du parc d'abonnés aux services de contenus  
(2002-2006)**



Source : société

## 2 Des dynamiques de croissance aujourd'hui différenciées selon les segments

### 2.1 Les produits physiques

#### 2.1.1 Une large gamme de produits au positionnement grand public

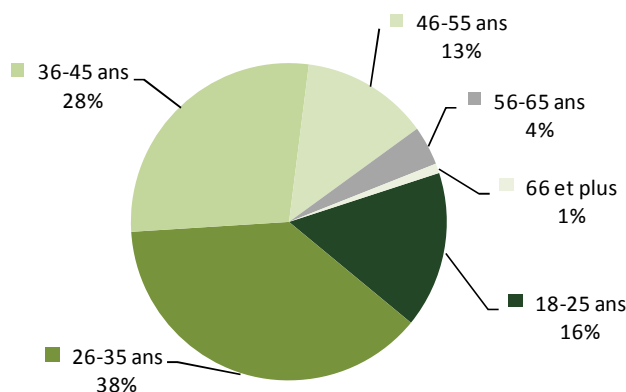
Cœur historique des activités du groupe, Dreamnex commercialise via le site SexyAvenue, des produits de charme, produits en marque propre éponyme ou de marques tierces. La stratégie de la société sur ce métier e-commerce a toujours suivi une double démarche, qui consiste à proposer 1/ une large gamme de produits comprenant jouets coquins, lingerie, huiles de massage, livres ou encore DVD, tout en adoptant 2/ un positionnement qualitatif, assez haut de gamme et soft, participant de l'image de sérieux du groupe.

Ainsi, au fil des années, la marque SexyAvenue est parvenue à gagner en notoriété et jouit aujourd'hui de l'avis favorable des consommateurs. En adéquation avec la tendance graduelle de démocratisation de l'achat de produits coquins, SexyAvenue commercialise des produits destinés à un large public adulte (hommes et femmes, célibataires ou couples). Ainsi, en 2006, environ 70 % des achats réalisés sur le site étaient effectués par des personnes se déclarant en couple, environ 30 % des ventes étaient effectuées auprès d'une clientèle féminine. Toutes les tranches d'âges étaient représentées, la proportion la plus élevée étant celle des 25-45 ans.

<sup>1</sup> Données non disponibles après 2006.

Le graphique ci-après propose, à titre informatif, la répartition des ventes par tranche d'âge des clients en 2006 (la société n'ayant depuis pas communiqué sur ces données) :

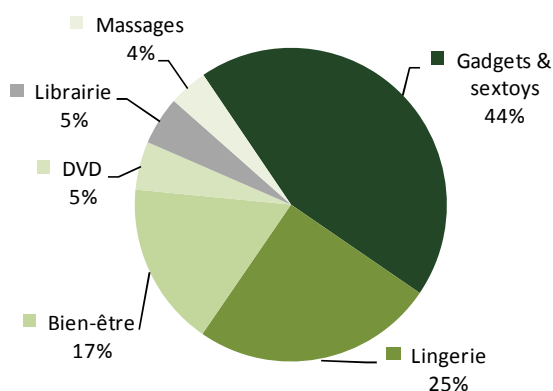
**Répartition des ventes de produits par âge des clients  
(en 2006)**



Source : société

SexyAvenue référence environ 3 000 produits, dont certains produits originaux et rares, qui permettent au groupe de se différencier de concurrents plus traditionnels. L'ensemble de la gamme est classée selon 6 catégories différentes. Le graphique ci-après montre, à titre informatif, la répartition des ventes par catégorie de produits en 2006 (la société n'ayant depuis pas communiqué sur ces données) :

**Répartition des ventes de produits par catégorie  
(en 2006)**



Source : société

Si cette répartition a du évoluer au cours des dernières années, il reste que les gammes de gadgets/sextos et de lingerie représentent encore aujourd'hui une part prépondérante dans les ventes e-commerce du groupe. Il convient également de noter que, parmi les produits référencés, Dreamnex a choisi de mettre en avant des produits en marque propre, certains jouets et articles de lingerie affichant la marque SexyAvenue. Ces produits, dont la marge brute est supérieure à celle des autres gadgets (75 % vs. 65/70 % en moyenne), représentent seulement 17 % des références du store online, mais comptent pour 31 % des ventes. Ainsi, la marque SexyAvenue constitue une marque à fort potentiel de notoriété, sur laquelle Dreamnex continue de capitaliser pour améliorer son volume d'affaires et surtout sur ses marges.

Le site est aujourd'hui disponible en 5 langues (français, anglais, italien, espagnol et hollandais) et dispose des fonctionnalités les plus avancées des sites de e-commerce, ce qui est peu fréquent pour les sites érotiques marchands. Le groupe a ainsi progressivement acquis les compétences clés de gestion d'un site de e-commerce :

- Ergonomie du site : classement selon 6 catégories de produits, fonctions de tris, conseils et guides d'achat, note qualité, disponibilité des stocks, suivi de commande et de livraison, etc ;
- Expertise marketing et commerciale : liens de redirection vers les autres services du groupe comme la VOD, la Rencontre ou encore la Webcam, afin de favoriser les effets de cross selling entre pôles, mises en avant promotionnelles, accompagnement dans le process d'achat, etc ;
- Sourcing des produits : le groupe effectue ses approvisionnements auprès d'une centaine de fournisseurs afin de limiter sa dépendance ;

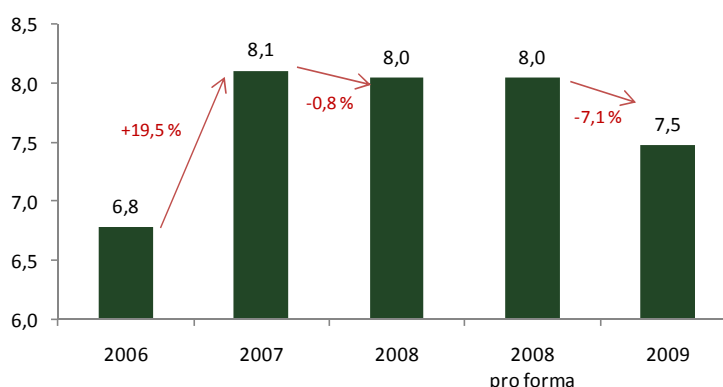
- Qualité du service clients : développement d'un service en interne afin de gérer avec proximité la relation clientèle, ce service étant en charge du traitement des questions (téléphone, e-mail) et des retours de produits.

Ainsi, sur le pôle de vente de produits physiques, Dreamnex a su construire une offre complète et diversifiée, au positionnement soft et qualitatif qui plaît aux consommateurs.

## 2.1.2 Une activité qui reste soumise aux fluctuations conjoncturelles

Grâce à la banalisation graduelle des achats coquins et à la notoriété grandissante de SexyAvenue, Dreamnex a réalisé ces dernières années de bonnes performances sur ce segment, dans la lignée de la progression du e-commerce dans son ensemble, performances qui se sont toutefois rapidement dégradées avec la crise de consommation :

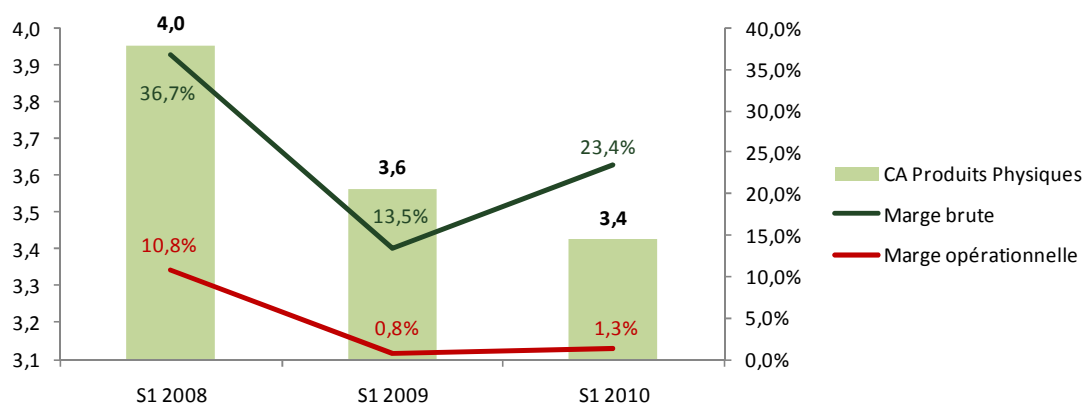
Evolution des revenus du pôle Produits Physiques (en M€)



Source : société

Après une croissance dynamique entre 2006 et 2007, les ventes e-commerce ont accusé une baisse sur les deux exercices suivants, de respectivement -0,8 % et -7,1 %. Les revenus des produits de charme, qui constituent des achats discrétionnaires, ont donc sensiblement souffert de la crise de consommation des ménages au cours des derniers semestres. Un focus sur la période récente vient corroborer cette tendance :

Evolution des revenus et de la rentabilité du pôle Produits Physiques (en M€)



Source : société

Ainsi, sur le premier semestre de l'exercice 2010, les revenus du pôle produits Physiques enregistrent une baisse de -3,9 % par rapport au S1 2009, baisse moins marquée à périodes comparables que sur la période précédente (-9,9 %), reflétant un environnement de consommation moins tendu que par le passé. Toutefois, les ventes peinent à se redresser, restant à des niveaux de volumes d'affaires bas pour le groupe, et impactent par effet volume négatif la marge opérationnelle du segment. Sur ce premier semestre 2010, la marge opérationnelle du pôle ressort en effet à seulement 1,3 % du chiffre d'affaires, et ce malgré une amélioration sensible de la marge brute à 23,4 % (vs. 13,5 % au S1 2009).

Au cours du premier semestre 2010, Dreamnex a décidé de repositionner la tarification de ses produits. Sur les produits à faible sensibilité prix, que sont les produits vendus entre 1 € et 20 €, le groupe a légèrement augmenté ses tarifs et ainsi amélioré sa marge de 0,5 € à 1 € par produit (produits présentant en moyenne une marge brute de 70 à 75 %, 75 % étant la marge des produits développés sous marque propre SexyAvenue). Sur les produits dont le prix de vente est plus élevé, le groupe a en revanche légèrement revu ses prix de vente à la baisse (jusqu'à -5 €/ -10 €), afin d'accroître le volume de ventes (ces produits étant eux margés en brut à 60 % en moyenne). Ainsi, le groupe estime que le repositionnement prix de son offre devrait mieux correspondre aux tendances de consommation de ses clients, et à moyen terme, redynamiser le volume d'affaires global, tout en augmentant le taux moyen de marge brute (passé de 65 % à fin S1 2010 à 68 % au début du S2 2010).

Par ailleurs, la société a annoncé vouloir développer une activité BtoB de grossiste sur le segment des Produits Physiques, et ainsi exploiter sa maîtrise des achats sur cette typologie de produits. Cette activité BtoB, initiée dans le courant du S1 2011, ne devrait nécessiter que peu d'investissements de la part du groupe, uniquement au travers de personnels commerciaux. Malgré un impact négatif sur le mix de marge, Dreamnex estime que l'augmentation de la volumétrie d'affaires devrait permettre de mieux absorber les charges et offrir un surcroît de cash pour le groupe. En effet, le segment Produits Physiques, dont le volume d'affaires a reculé ces derniers semestres en raison de la crise de consommation, affiche aujourd'hui une rentabilité faible, proche du point mort. Les ventes additionnelles générées par l'activité BtoB pourraient permettre au groupe de retrouver un volume d'affaires plus important afin de supporter les charges afférentes aux activités de e-commerce. Si la volonté affirmée de la société sur cette activité est d'accroître sa volumétrie de ventes et sa génération de cash flows, nous restons perplexes quant à la pertinence stratégique du développement d'une telle activité, qui, selon le groupe, ne devrait en outre pas générer de gain sur achats substantiel.

## 2.2 Les services interactifs

---

### 2.2.1 Une offre complète de divertissement de charme et plus récemment sur les jeux online

---

Pour rappel, la société présente désormais un split d'activités distinguant le chiffre d'affaires de la vente de Produits Physiques des revenus provenant des Services Interactifs, ce dernier pôle étant lui-même auparavant réparti entre Divertissements (VOD/Webcams) et Rencontre.

Ainsi, le pôle Services Interactifs regroupe désormais les lignes de métiers suivantes :

- **VOD** : activité historique du groupe, développée au début des années 2000, en parallèle des activités de vente de produits de charme via SexyAvenue. Le groupe propose, sous la forme d'abonnements bimestriels (89 € tous les 2 mois), un service de diffusion de contenus (photos, vidéos, films), nommé SexyShow. Cette offre se veut qualitative en termes de contenus (partenariats avec Marc Dorcel dans 5 langues, achat des contenus auprès des principales sociétés de productions) et d'ergonomie (la plupart des films étant disponibles en HD) ;
- **Webcams** : activité complémentaire à l'offre de VOD, développée en 2008, suite au rachat du groupe belge Enjoy, et progressivement améliorée en termes d'ergonomie, de qualité visuelle, etc. L'offre est commercialisée sous forme d'un abonnement bimestriel à 89 € ou via l'achat de packs de minutes, et permet au client de chatter en vidéo live avec une opératrice (indépendante), que Dreamnex rémunère à la minute ;
- **Rencontre** : activité lancée en 2007, avec un premier site de « chat » coquin nommé Dial Messenger, service progressivement amélioré et relancé sous la forme d'un site de Rencontre sexy renommé WeFlirt, aujourd'hui devenu EdenFlirt, suite à un litige important avec le groupe Rentabiliweb. Plus récemment, et pour compléter son offre Rencontre coquine, Dreamnex a lancé au T4 2010 un nouveau service de Dating classique, WeKiss, avec un positionnement plus sobre et orienté vers les rencontres amoureuses. Selon le même modèle par abonnement, les utilisateurs masculins doivent souscrire à un abonnement pour utiliser les fonctionnalités proposées par le site, alors que ce service est rendu gratuit pour les internautes féminines ;
- **Jeux d'argent online** : activité de jeux d'argent (casino, puis poker) nouvellement amorcée au S2 2010, suite au rachat en juillet dernier de la jeune société maltaise E-tainment.

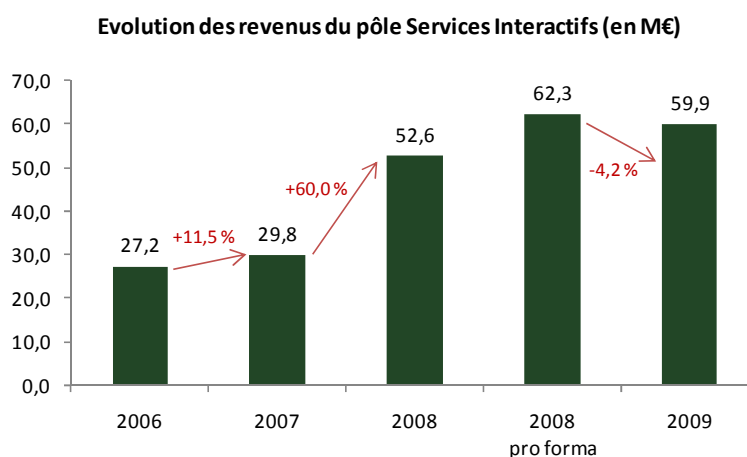
Ainsi, Dreamnex a su construire au fil des années une offre de charme complète et diversifiée, permettant de répondre à l'ensemble des besoins des consommateurs, et ce, toujours avec un positionnement résolument sobre et qualitatif, les offres « premium » développées justifiant le paiement d'un abonnement. Par ailleurs, l'agrégation d'une audience d'environ 25 millions de visiteurs uniques sur ses sites coquins a amené Dreamnex à développer de nouvelles voies de monétisation. Le trafic généré par les sites du groupe correspond à une population adulte à pouvoir d'achat avéré, et prête à payer sur internet pour des services de divertissement. Ainsi, Dreamnex a choisi d'élargir son spectre d'activités au jeu d'argent online, la cible commerciale recoupant sensiblement les clients existants du groupe. Nous reviendrons sur ce point en partie 4.

## 2.2.2 Des évolutions contrastées selon les lignes d'activités

Le charme sur Internet, et plus particulièrement les services de divertissements, représentent un marché de l'Internet très porteur. Selon TopTenReviews, le charme représentait en 2006 environ 20 à 25 % des recherches réalisées sur le web. Toujours selon la même source, en 2005, le marché de l'érotisme et de la pornographie sur Internet a généré 2,5 milliards de dollars de revenus aux Etats-Unis – un chiffre à considérer avec prudence au regard du peu d'informations sectorielles officielles.

Toutefois, avec la généralisation du Haut-Débit, permettant d'accéder rapidement à des contenus de grande qualité, on peut penser que le potentiel de marché se soit encore accru ces dernières années. Dans un contexte plutôt favorable jusqu'alors, Dreamnex a capitalisé sur son savoir-faire d'agrégateur d'audience pour développer progressivement son panel de services vidéo, webcams et chat.

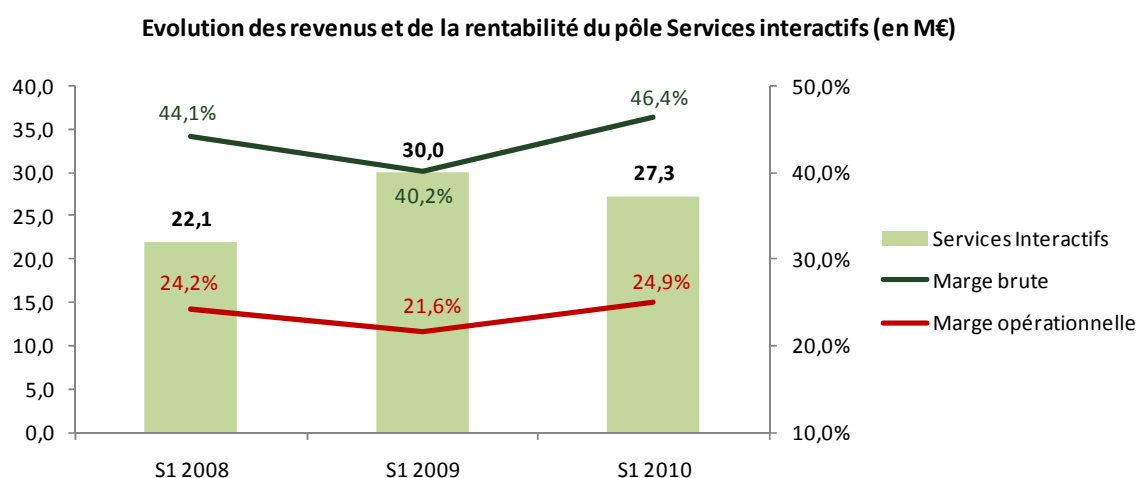
Le graphique ci-après montre l'évolution des revenus du pôle Services Interactifs :



Source : société

Ainsi, après une période de croissance dynamique de ses activités de prestations de divertissement érotique, dont l'offre a été continuellement étoffée sur la période, Dreamnex a accusé un repli de son niveau de chiffre d'affaires sur ce segment, de l'ordre de -4,2 % en 2009. Il convient toutefois de noter que, malgré l'effet de périmètre en 2008 lié à l'intégration des activités de Enjoy et Besite (à compter d'avril 2008), ce pôle a connu une baisse de son chiffre d'affaires avec un certain décalage par rapport aux ventes e-commerce qui enregistraient déjà une contreperformance sur l'exercice 2008. En effet, sur l'exercice 2008, la croissance organique du pôle Services Interactifs s'était élevée à +19,1 %, preuve de la résilience des revenus par abonnement, moins impactés que les ventes e-commerce, qui avaient elles enregistré un recul accéléré en fin d'année.

Le graphique ci-après présente l'évolution des niveaux d'activités du groupe, sur la période récente :



Source : société

Ainsi, Dreamnex a réalisé un chiffre d'affaires S1 2010 de 27,3 M€ en baisse de -9,0 % par rapport à la même période de l'année précédente. Cette évolution doit être appréciée au regard de dynamiques différenciées selon les segments. C'est ainsi l'activité de VOD qui impacte très négativement le niveau d'activité du groupe, ce segment affichant une décroissance assez marquée.

En effet, Dreamnex subit depuis plusieurs périodes la concurrence féroce des sites de vidéo gratuits, dont les contenus sont certes nettement moins qualitatifs que ceux proposés par le groupe, mais qui semblent satisfaire les clients dans un contexte économique encore délicat.

A l'inverse, le groupe se dit satisfait de la progression de ses ventes réalisées sur le segment de la Webcam. L'offre à forte valeur ajoutée développée par le groupe, et la qualité des animatrices animant le service, semblent trouver un écho toujours très favorable auprès des consommateurs. De même, le service de Rencontre sexy EdenFlirt (Wekiss n'ayant été lancé qu'au T4 2010) réalise de bonnes performances.

En termes de rentabilité, le groupe parvient à dégager une marge opérationnelle élevée sur ses activités, et en amélioration au S1 2010 à 24,9 % du chiffre d'affaires, en raison :

- d'un taux de reversement moindre auprès des opératrices (moins de 15 % des revenus) ;
- d'un coût des contenus achetés à l'extérieur résolument faible et de la constitution de partenariats à potentiel (comme celui pour l'exploitation de la filmographie de Marc Dorcel) ;
- d'une optimisation des dépenses marketing (46,2 % du CA S1 2010 vs. 51,4 % au S1 2009), avec une mutualisation des ressources en termes d'équipes, sur un seul et même site physique à Genève ;
- de la progression des paiements via les FAI (solution w-ha), qui, si elle s'avère plus chère pour la société (Dreamnex reversant au FAI une commission d'encaissement plus élevée que pour les paiements Audiotel par exemple), enregistre aussi des taux de transformation plus élevés.

Ainsi, malgré une activité de la VOD concurrencée par les offres gratuites, le groupe continue à enrichir ses contenus, à améliorer l'ergonomie de ses sites, et à lancer de nouveaux services afin de soutenir son plan de développement, avec notamment de nouveaux relais de croissance comme le Rencontre classique / Dating ou encore les jeux en ligne, ainsi que l'adaptation des services existants sur mobiles et tablettes. Nous reviendrons sur ce point en partie 4.

## 2.3 Commentaires sur le CA T3 2010

Dreamnex a réalisé un chiffre d'affaires T3 2010 de 15,8 M€, en recul toujours marqué de -9,4 % à périodes comparables, mais en légère amélioration séquentielle de +2,2 %. Le graphique ci-après détaille les revenus par pôle<sup>1</sup> :

	T3 2010	T3 2009	9 mois 2010	9 mois 2009
<b>Services interactifs</b>	<b>13,988</b>	<b>15,461</b>	<b>41,371</b>	<b>45,241</b>
% évolution	-9,5%	-0,4%	-8,6%	-4,0%
% du CA	88,8%	88,9%	89,0%	88,9%
<b>Produits physiques</b>	<b>1,772</b>	<b>1,926</b>	<b>5,197</b>	<b>5,490</b>
% évolution	-8,0%	-6,2%	-5,3%	-8,6%
% du CA	11,2%	11,1%	11,2%	10,8%
<b>TOTAL</b>	<b>15,760</b>	<b>17,387</b>	<b>46,461</b>	<b>50,916</b>
% évolution	-9,4%	-2,2%	-8,7%	-4,8%

Source : société

Le pôle e-commerce de vente de produits physiques a reculé de -8,0 % au T3 2010 (vs. le T3 2009). Le repli du niveau de revenus de ce pôle s'explique par divers facteurs :

- la baisse du panier moyen à périodes comparables (la société ne précisant toutefois pas son montant en valeur absolue) ;
- un changement du mode de rémunération des affiliés au début de l'année 2010, passant d'un système de rémunération fixe par commande à une rémunération variable, afin de limiter l'impact sur la marge du recul du montant moyen par commande. Cette mesure a, dans un premier temps, été mal perçue par certains intervenants importants du réseau d'affiliés de Dreamnex, qui s'étaient désengagés au profit d'autres acteurs du charme, et qui reviennent graduellement au programme de partenariat de Dreamnex.

<sup>1</sup> Les évolutions 2009 vs. 2008 sont calculées sur la base des comptes 2008 pro forma, Dreamnex ayant racheté en avril les sociétés Enjoy et Besite.

Le pôle Services Interactifs affiche lui une baisse de -9,5 % au T3 2010 vs. le T3 2009, baisse qu'il convient d'apprécier au regard d'évolutions contrastées selon les segments :

- Comme évoqué en début d'année, le segment VOD est celui qui impacte le plus négativement le niveau de revenus du pôle. L'environnement concurrentiel, intensifié par la prolifération d'offres de vidéos gratuites qui trouvent la faveur des internautes en période économique difficile, n'est pas favorable aux activités VOD payantes de Dreamnex, et ce malgré la valeur ajoutée des offres premiums développées par le groupe. Dans un tel contexte, les acteurs du secteur commercialisant des offres payantes tendent, pour contrecarrer la progression des acteurs du gratuit, à consentir des investissements importants en termes d'acquisition de trafic et génèrent une certaine surenchère sur le référencement payant par mots clés sur les moteurs de recherche.
- Les activités webcams parviennent à se maintenir grâce aux premiers retours prometteurs des offres mobiles, le service étant désormais disponible sur iPhone et iPad.
- Les revenus du segment de Rencontre ont continué à progresser au T3 2010. Il convient de noter qu'ils n'intègrent pas encore sur ce trimestre la contribution des revenus de WeKiss, ce service de Rencontre, au positionnement Dating classique (vs. rencontre érotique pour EdenFlirt), étant intervenu au début du T4 2010. Cette nouvelle offre devrait constituer un nouveau catalyseur de croissance à moyen terme sur ce métier.
- La contribution au chiffre d'affaires global des activités de jeux d'argent online, récemment lancées suite au rachat en juillet 2010 de la société E-tainment, reste marginale à ce jour. Le groupe se concentre actuellement à étoffer la gamme de jeux proposés en marque blanche et à travailler l'ergonomie des plateformes à mettre en place, afin de lancer prochainement de nouveaux services et monter graduellement en puissance sur ce segment.

A l'issue de sa publication T3 2010, le management du groupe a réitéré sa guidance d'une marge d'exploitation supérieure à 20 % des revenus, et ce malgré un environnement conjoncturel et concurrentiel difficile.

### **3 Un business model diversifié et rentable**

---

#### **3.1 Un modèle de revenus dual, offrant une certaine résilience : e-commerce et ventes par abonnement**

---

##### **LA RESILIENCE DES VENTES PAR ABONNEMENT**

Dreamnex commercialise la plupart de ses services interactifs, soit près de 90 % de son chiffre d'affaires au S1 2010, sous la forme d'un abonnement bimestriel, pour un tarif unique de 89 € tous les deux mois. Les abonnements sont reconduits à l'issue de cette période de façon tacite, sauf demande expresse de suspension de la part de l'utilisateur.

Si le groupe ne communique pas son taux de churn, Dreamnex se dit satisfait de la fidélité de ses clients. En atteste la certaine résilience des ventes en 2008, aux prémices de la crise de consommation. Le repli observé en 2009 est, une nouvelle fois, à considérer au regard de la contreperformance significative des offres de VOD, les services de Webcams et de Rencontre ayant eux continué de progresser de façon dynamique.

Ainsi, au-delà du segment de la VOD qui subit une pression concurrentielle forte de la part des acteurs du gratuit, le modèle de vente par abonnement s'avère tout à fait pertinent et adapté aux services proposés par Dreamnex, avec un positionnement qualité/prix attractif. Ce business model permet au groupe d'avoir une certaine visibilité sur son volume d'affaires à court terme, et offre une certaine résistance dans un contexte de consommation toujours fragile.

##### **LA PERTINENCE DU CANAL INTERNET POUR LA VENTE DE PRODUITS COQUINS**

Depuis quelques années, l'évolution des mœurs sociales a favorisé la démocratisation de la consommation de produits érotiques, de moins en moins considérée négativement. Si la population acheteuse de produits ou de contenus de charme a augmenté, il persiste toutefois une certaine gêne à l'afficher publiquement, ou des réticences à réaliser un premier achat en boutique. Dès lors, le développement de l'offre érotique sur Internet a rapidement trouvé un écho favorable auprès des consommateurs dans la mesure où ce mode d'achat permet au client de conserver une partie de son anonymat.

Dreamnex, de son côté, a profité de cette opportunité et dispose, comme évoqué en partie 1. d'une clientèle diversifiée en termes de genre ou d'âge. Le groupe, au travers de son positionnement sobre et qualitatif, cherche à séduire le plus large public et à convertir les prospects réticents. La société met en œuvre une série de précautions afin de ne pas freiner les clients potentiels dans leur démarche d'achat : divers modes de paiements proposés (prélèvement sur facture téléphonique ou Internet, etc.), facturation par carte bancaire sous un nom de société équivoque et peu suggestif, banalisation des colis livrés (non apparition de la marque SexyAvenue sur les paquets livrés), etc.

#### **DES EFFETS DE CROSS SELLING ENTRE LES ACTIVITES**

Dans un souci d'optimisation de la monétisation de son audience, Dreamnex s'attache à développer les effets de cross-selling entre ses différentes activités (la société ne communique toutefois pas la part de chiffre d'affaires générée par effet de ventes croisées). En effet, l'audience captée par l'un des services de Dreamnex constitue également un prospect potentiel pour les autres offres du groupe. Par exemple, un client du service de VOD est également un potentiel acheteur d'un service de Rencontre, ainsi qu'un joueur potentiel de jeux de casino online.

Ainsi, Dreamnex réalise l'autopromotion de ses offres et services, sur l'ensemble de ses sites. La page d'accueil de SexyAvenue propose des liens de mise en avant et de redirection vers les services Rencontre ou Divertissements du groupe. Cela permet au groupe de maximiser le potentiel de génération de revenus par internaute, en optimisant le coût d'acquisition de son trafic. Chaque site est en quelque sorte une porte d'entrée potentielle vers l'ensemble des produits et contenus commercialisés par la société. Si cette stratégie de redirection semble peu porter ses fruits du site de e-commerce vers les sites de contenus (les acheteurs d'un gadget coquin n'étant pas nécessairement séduits par une offre de Webcams), il semble que les effets de cross-selling soient plus visibles au niveau de la vente de services interactifs c'est-à-dire entre la VOD, la Webcams et la Rencontre.

### **3.2 La maîtrise de l'acquisition de trafic**

---

#### **PARTENARIATS AVEC LES PORTAILS INTERNET**

Au-delà de la notoriété « naturelle » acquise par le groupe au fil des années, grâce au travail réalisé sur sa marque phare SexyAvenue, Dreamnex dispose d'une longue expérience dans l'acquisition de trafic et l'optimisation de l'audience. Historiquement, le groupe a très tôt développé des partenariats d'envergure avec les principaux portails Internet et les sites généralistes à fort trafic. L'image respectable du groupe a ainsi permis de nouer des partenariats avec une dizaine d'acteurs majeurs de l'Internet, parmi lesquels Yahoo, AOL ou encore à ses débuts Lycos. Ainsi, Dreamnex propose sur les pages de ses partenaires des liens redirigeant les internautes vers les offres du groupe, selon un modèle économique de revenue sharing avec les grands portails. Si ces partenariats étaient véritablement centraux au début des activités du groupe, Dreamnex tend désormais à concentrer ses efforts sur ses réseaux d'affiliés, disposant d'une audience plus ciblée.

#### **UN VRAI SAVOIR-FAIRE EN MATIERE D'AFFILIATION**

Plus encore qu'au travers de ces partenariats, Dreamnex a axé sa stratégie de conquête commerciale autour du développement de réseaux d'affiliés, qui, en contrepartie d'une commission à la vente, jouent un rôle d'apporteur d'affaires essentiel pour le groupe. Les services de Dreamnex sont aujourd'hui relayés par environ 3 000 sites affiliés. Les acquisitions successives des sociétés Self-Telecom et Open Axe ont permis à Dreamnex de progressivement améliorer ses compétences et savoir-faire en matière d'affiliation et de génération de trafic. Ainsi, aujourd'hui, environ la moitié de l'audience agrégée par les sites du groupe provient des réseaux d'affiliés, ce qui limite la dépendance du groupe au référencement payant sur Google.

Le mode de rémunération adopté par le groupe en ce qui concerne le reversement à ses affiliés est désormais uniquement variable. Il correspond à un montant proportionnel au niveau de ventes générées par internaute pour les services de divertissement. Concernant la boutique online, la société a choisi sur le premier semestre de l'exercice 2010 de passer d'un reversement fixe à la commande à ses affiliés à un mode de rémunération variable en fonction du montant de la commande. Cette action a permis au groupe de limiter l'impact de la baisse du panier moyen, passé d'environ 60 € avant la crise, à désormais environ 50 €. Si cette mesure nous semble judicieuse pour le maintien des marges, elle a cependant été mal accueillie par bon nombre d'affiliés, certains apporteurs d'affaires ayant décidé de mettre fin à leur partenariat avec Dreamnex. Si cela a pu avoir un impact sur le niveau des ventes au S1 2010, le groupe dit avoir regagné la confiance de certains affiliés, depuis réintégré au programme. Ainsi, à court et moyen termes, ce changement de rémunération en faveur de reversements variables devrait permettre au groupe de recouvrer un niveau de rentabilité satisfaisant sur le pôle e-commerce.

#### **UN REFERENCEMENT PAR MOTS CLES, DE PLUS EN PLUS COUTEUX**

Enfin, comme la plupart des sociétés Internet, le groupe a recours au référencement payant, référencement qui constitue des dépenses marketing importantes puisque près de la moitié de l'audience est acquise par l'achat de mots clés sur les moteurs de recherche (principalement Google ou MSN).

Si le groupe dispose d'équipes dédiées à Genève, équipes qui bénéficient d'une longue expérience sur cet exercice, il convient de mentionner la cherté croissante des mots clés du secteur sur Internet. En effet, les acteurs concurrents de Dreamnex les plus virulents ont, depuis le début de la crise, eu tendance à pratiquer une surenchère sur les mots clés auprès des moteurs de recherche, et ce afin d'étouffer la concurrence. Dreamnex, dans un souci de rentabilité et de comportement stratégique au sein du secteur, n'a pas souhaité adopter une démarche de sur-paiement de son trafic. Ainsi, le groupe a en quelque sorte enregistré des pertes d'opportunités en termes de captation d'audience, mais est parvenu à maintenir ses marges. Le groupe se dit assez confiant dans un retour à moyen terme à un niveau de tarification raisonnable, aucun acteur n'ayant intérêt selon lui à entretenir une spirale haussière sur les dépenses marketing.

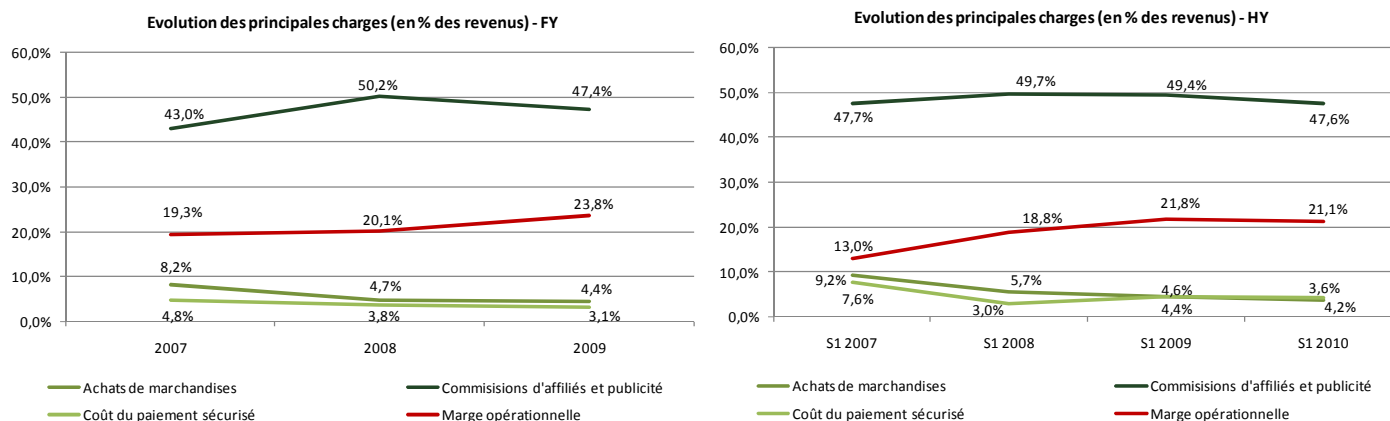
Dans de telles circonstances, on peut regretter que le groupe ne cherche pas plus à travailler son référencement naturel, qui lui est gratuit. Dreamnex concède sur ce point ses faiblesses, et reconnaît qu'une meilleure architecture ou structuration de ses sites, de e-commerce comme de contenus, pourrait améliorer ce point. En effet, une catégorisation et un classement méticuleux des offres proposées permettraient au groupe d'être mieux classé dans les résultats de recherche, et donc de bénéficier d'un trafic naturel gratuit, aujourd'hui quasiment inexistant, ce qui est d'autant plus dommageable compte tenu de la notoriété des marques du groupe.

### 3.3 Une forte capacité de génération de cash, et une politique de reversement généreuse

#### UNE CULTURE DE LA RENTABILITE : DES PRODUITS A FORTE MARGE ET UNE MAITRISE DES COUTS

Disposant d'un business model solide et positionné sur un marché de valeur ajoutée, Dreamnex a toujours axé ses efforts sur la rentabilité. Le groupe a fait le choix de se développer sur un secteur où les niveaux de marge brute sont très élevés, et a toujours mis un point d'honneur à contenir ses charges. Avec des activités peu consommatrices en CAPEX, la société n'a jusqu'alors eu besoin de lever des fonds que dans la perspective d'accélérer son développement par croissance externe.

Le groupe dispose ainsi d'une structure de coûts bien maîtrisée, dont les dépenses sont essentiellement à caractère variable. Ainsi, le groupe a su réaliser des choix stratégiques pertinents concernant l'amélioration des compétences clés et les activités pouvant être aisément sous-traitées. Ainsi, Dreamnex intervient au niveau des étapes clés de la chaîne de valeur : conception des produits en propre, conception et animation des sites de contenus, expertise en matière d'achats et d'approvisionnements, maîtrise en interne des solutions de paiement de ses services, etc. En revanche, le groupe sous-traite à des tiers la production des contenus de divertissement, la modération des sites de webcams et de rencontre, tâches à moindre valeur ajoutée pour le groupe.



Source : société

Les principales charges du groupe regroupent l'ensemble des dépenses liées à l'acquisition de son trafic, c'est-à-dire les reversements aux affiliés ou les achats de référencement par mots clés sur les moteurs de recherche. Sur ce dernier aspect, le niveau de dépenses du S1 2010, de 47,6 % des revenus totaux (vs. 49,4 % à périodes comparables en 2009), met en relief l'impact positif du changement du mode de reversement vers un système variable, ainsi que la volonté du groupe de ne pas consentir de dépenses démesurées en matière de référencement payant. Si la marge opérationnelle ressort en léger repli à 21,1 % au S1 2010 contre 21,8 % au S1 2009, cela s'explique par un effet levier moindre sur les volumes de ventes, le chiffre d'affaires étant passé de 33,5 M€ à 30,7 M€ sur la période.

Les autres postes de charges externes constituent des dépenses moins importantes et bien maîtrisées, en particulier en ce qui concerne les approvisionnements (moins de 4 % des revenus totaux au S1 2010 et environ 30 % du chiffre d'affaires de Produits Physiques), ainsi que les commissions sur encaissement, et ce malgré la proportion croissante de paiement par FAI, plus onéreux pour le groupe que les paiements effectués par CB ou par Audiotel et SMS surtaxés.

Dans l'ensemble, la maîtrise des charges opérationnelles du groupe, avec une masse salariale assez peu élevée (les charges de personnel représentant 9,8 % du chiffre d'affaires au S1 2010, vs. 6,6 % des revenus au S1 2009, mais restant à un niveau relativement bas) permet à Dreamnex de présenter un profil de rentabilité élevée.

#### UN DIVIDENDE GENEREUX

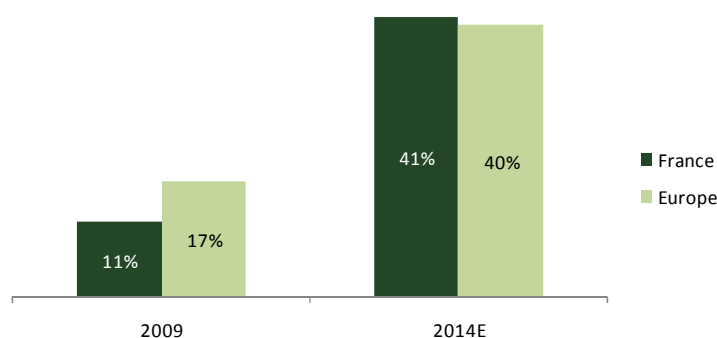
Dégageant une marge opérationnelle supérieure à 20 % et évoluant sur un secteur peu consommateur en investissements, Dreamnex dispose d'une large capacité de génération de cash. Ainsi, la société est en mesure de reverser une part assez large de son résultat en dividendes, et adopte une politique de redistribution d'environ 2/3 de son résultat net. Cette politique de distribution généreuse vise, au-delà de la rémunération de l'actionnariat familial qui dispose de 28 % du capital, à intéresser fortement les managers de la société à leur performance opérationnelle, ceux-ci détenant environ 17 % des actions du groupe. Enfin, les actionnaires minoritaires bénéficient eux aussi d'un rendement non négligeable du titre, de 6,7 % sur la base d'une distribution au titre de l'exercice 2009 de 2,46 € par action, en référence au cours de clôture du 31 décembre 2009. Compte tenu de la capacité de génération de cash du groupe, cette stratégie de pay-out généreuse a vocation à perdurer dans le temps.

## 4 Des relais de croissance à moyen terme

### 4.1 Les contenus de charme se prêtent volontiers à la mobilité

Avec un caractère plus personnel encore que les PC fixes ou portables, les smartphones et les tablettes constituent des supports prometteurs pour les services de contenus de charme. Grâce à l'amélioration de la technologie Web Mobile (vitesse de débit Internet, taille des écrans smartphones et tablettes plus adaptée aux contenus vidéo) et à l'adaptation des contenus proposés en termes de qualité (disponibles en HD aujourd'hui par exemple), l'offre vidéo et webcam de charme devrait se développer rapidement. Le graphique ci-après propose une estimation prévisionnelle du taux de pénétration de l'Internet mobile en France et en Europe à horizon 2014 :

Estimation du taux de pénétration de l'Internet Mobile en France et en Europe



Source : Forrester

Ainsi, d'ici 4 ans, le taux d'équipement devrait passer d'une dizaine de pourcents de la population à 40 % et plus en France comme en Europe. Cette forte progression s'explique par la pénétration rapide des smartphones parmi les utilisateurs de mobiles, qui renouvellent graduellement leurs appareils.

Conscient de cette opportunité de marché, Dreamnex a d'ores et déjà adapté certains de ses services de contenus sur les principaux systèmes d'exploitation de smartphones (iPhone et Android), ainsi que sur iPad. Est aujourd'hui disponible sur smartphones l'ensemble des services de VOD proposés par le groupe. L'offre Webcam est elle commercialisée avec succès sur iPad, la déclinaison smartphones (iPhone et autres) ayant été lancée au T3 2010, après une tentative infructueuse de webcams en visioconférence qui avait peu performé en 2009. L'adaptation du nouveau service de rencontre WeKiss sur smartphones a également été lancée au T3 2010.

Si les activités mobiles ont représenté 0,7 % du chiffre d'affaires du segment divertissement en 2009, soit environ 0,4 M€ sur l'exercice, Dreamnex se dit confiant dans la montée en puissance graduelle de cette offre au sein des activités du groupe, d'autant plus que de nombreux lancements ont eu lieu au cours de l'exercice 2010. Nous pensons que les supports mobiles personnels sont en effet adaptés à ce type de contenus et que la société devrait être en mesure de profiter de ce potentiel de marché à moyen terme.

## 4.2 Les jeux d'argent online permettent d'exploiter une audience adulte à fort pouvoir d'achat

Dans une perspective de diversification de son portefeuille d'activités et afin de monétiser plus encore une audience adulte à fort pouvoir d'achat, Dreamnex a racheté en juin dernier la société E-tainment, pour un montant dit « non significatif » inférieur à 0,2 M€. E-tainment est une jeune société spécialisée sur le gambling, avec un effectif de 4 personnes et basée à Malte, pour des questions de fiscalité en matière de jeux d'argent online. Nous voyons dans cette acquisition une opportunité pour le groupe de pénétrer, sans investissement initial important, un marché à très fort potentiel.

En effet, le marché des jeux d'argent (casino, poker, paris et jeux de grattage) représentait en 2009 près de 19 milliards de dollars, dont près de 45 % en Europe, ce qui en fait le premier marché mondial. Selon les dernières statistiques de l'ARJEL (octobre 2010), 2 millions de français se sont créés un compte sur les sites de paris sportifs ou de poker depuis la mi-juin 2010, et ce sont 250 M€ de mises qui ont circulé sur les sites de jeux online, dont 215 M€ pour les paris hippiques. Si les paris hippiques occupent une place prépondérante, le montant joué sur les autres segments reste non négligeable, avec environ 35 M€ dépensé sur 4 mois, soit un peu plus de 100 M€ en base annuelle. Et ce potentiel de marché devrait continuer de croître grâce à la démocratisation de ce type d'activités et au recul du jeu illégal, évalué en 2009 à environ 1 milliard d'euros.

Bilan et prévisions du marché français des jeux d'argent offline et online	
Chiffre d'affaires réalisé par les jeux d'argent en France en 2009 (paris hippiques, loterie, jeux de grattage, casinos, etc.)	21,6 milliards d'euros (dt 700 M€ sur Internet)
Chiffre d'affaires estimé des jeux en ligne en France pour 2010 (pondéré de l'absence des jeux de casinos et autres, interdits en France)	2,0 milliards d'euros
Chiffre d'affaires estimé des jeux en ligne en France pour 2011	2,5 milliards d'euros (soit +25 % par rapport à 2009)

Source : Francis Merlin consulting

S'il est avéré que l'industrie des jeux d'argent online recèle un fort potentiel, il convient également de voir que la concurrence y est intense. Saisissant l'opportunité d'ouverture de ce marché prometteur, de nombreux acteurs s'y sont positionnés depuis le milieu de l'année 2010. L'ARJEL a ainsi jusqu'ici accordé une quarantaine d'agrément à une trentaine d'opérateurs, tous segments de jeux confondus, que cela soit les jeux de paris hippiques, sportifs ou de poker. Ainsi, Dreamnex, avec quelques mois de décalage, n'arrive pas sur un marché vierge de concurrents, bien au contraire.

Toutefois, nous considérons cette diversification comme judicieuse, dans la mesure où cette nouvelle activité est complémentaire aux services déjà proposés par le groupe et permet à Dreamnex d'exploiter son trafic existant, trafic dont les caractéristiques correspondent à la cible des joueurs online : public adulte, majoritairement d'hommes, enclins à payer des services de divertissement sur Internet. Aussi, le faible montant d'acquisition d'E-tainment permet au groupe de développer cette nouvelle activité sans avoir de pression de retour sur investissement initial trop élevé.

Ainsi Dreamnex développe pas à pas ses services de gambling, au travers de collaborations avec des fournisseurs externes de plateformes de jeux clés en main. C'est dans cette logique de marque blanche qu'a été développé le site Roulette69, d'autres jeux de poker et de paris étant en cours de conception. Si les revenus de ce nouveau segment sont encore peu significatifs à l'échelle de Dreamnex, les jeux en ligne générant environ 20 K€ par mois, nous pensons que ce segment d'activités pourrait apporter à moyen terme un surcroît de chiffre d'affaires non négligeable, et ce avec un niveau de rentabilité intéressant. En effet, la société cherche à exploiter le trafic existant sur ses autres sites et ne prévoit donc que des niveaux d'investissements marketing mesurés.

## 4.3 Des possibilités de diversification assez vastes

Compte tenu de l'audience qualifiée, adulte et à pouvoir d'achat agrégée par Dreamnex, on peut imaginer que le groupe souhaite à moyen terme diversifier encore ses activités afin de mieux monétiser son trafic, et ce dans la même perspective que son récent positionnement sur les jeux online.

Parmi le spectre éditorial à la portée du groupe, et complémentaire au bouquet de prestations existantes, Dreamnex pourrait se diversifier sur d'autres thématiques de services interactifs, comme la voyance, les enchères, etc. Dreamnex pourrait ainsi faire évoluer le business model du groupe vers d'autres thématiques que celle du charme et ainsi élargir son positionnement à moyen terme.

Il serait également envisageable, en dehors de la diversification éditoriale, que le groupe cherche à élargir ses activités en matière de monétisation Internet, de façon assez similaire à la stratégie adoptée jusqu'alors par le groupe Rentabiliweb. En effet, Dreamnex dispose d'un réel savoir-faire d'acquisition et de conversion de son trafic. En particulier, le groupe dispose de sa propre plateforme de gestion des moyens de paiement online qui pourrait, le cas échéant, lui permettre de solliciter un agrément de paiement auprès des autorités afférentes, afin de réaliser du processing de cartes bancaires pour les comptes de tiers, par exemple auprès de son réseau d'affiliés.

Enfin, avec une base de données de clients étoffée, comprenant non seulement les clients des services de contenus érotiques, mais également les clients du site SexyAvenue, Dreamnex aurait l'opportunité de développer des activités de monétisation de base de données (e-mailing, marketing interactif, etc.), potentiel qui selon nous, est insuffisamment exploité à ce jour par le groupe.

Ainsi, la maîtrise des savoir-faire clés de la génération de trafic et de sa monétisation laissent le champ des possibles relativement ouvert à un groupe comme Dreamnex en matière d'élargissement de ses activités à moyen terme.

## 5 Prévisions

---

### 5.1 Chiffre d'affaires et marges

---

Suite à la publication 9 mois de Dreamex pour l'exercice en cours, nos estimations de chiffre d'affaires 2010 s'élèvent à 61,8 M€ sur l'ensemble de l'année. Notre prévision intègre un chiffre d'affaires T4 2010 de 15,4 M€, en repli de -6,5 %, repli moins marqué qu'au cours des 9 premiers mois de l'exercice (-8,7 %) et décomposé entre : 1/ des revenus du pôle Produits physiques de 1,9 M€, en recul de -5,0 % à périodes comparables, recul moins sensible qu'au cours des neuf premiers mois en raison de l'activité accrue au moment des ventes de Noël, et des diverses actions marketing menées par la société pour cette période ; 2/ des revenus du pôle de Services Interactifs de 13,5 M€, en repli de -7,5 % avec des évolutions toujours contrastées selon les offres (baisse des revenus de VOD, maintien des activités Webcam, et montée en puissance graduelle de la nouvelle offre de rencontre WeKiss).

Pour 2011 et 2012, nos prévisions de chiffre d'affaires s'élèvent respectivement à 64,7 M€ et 67,4 M€, soit des croissances de respectivement +4,7 % et +4,2 %. Ces progressions, qui peuvent sembler modestes, sont à considérer au regard 1/ des activités de VOD qui devraient selon nous continuer d'être impactées par la pression concurrentielle provenant des acteurs proposant des contenus gratuits ; 2/ de la bonne tenue de l'offre de Webcams du groupe ; 3/ de la légère reprise des niveaux de ventes e-commerce ; et enfin 4/ de la montée en puissance progressive des offres de Rencontre, des services sur mobile, et des activités de jeux d'argent online.

En termes de profitabilité, nous restons confiants dans les capacités du groupe de continuer à dégager un niveau de marge élevé, bien qu'inférieur à 2009, celui-ci s'étant véritablement inscrit à un niveau record. Nos estimations de marge d'EBITDA ressortent sur la période à 22,5 % des revenus en 2010, à 22,6 % en 2011 et à 22,9 % en 2012 (vs. 25,4 % en 2009). Ces prévisions se fondent sur les hypothèses suivantes :

- un niveau de reversement aux affiliés et de dépenses marketing légèrement accru sur cet exercice (47,5 % en 2010 vs. 47,4 % en 2009), progressivement amélioré en raison du changement du mode de rémunération, passant d'un reversement fixe à un reversement variable. Les dépenses concernant l'acquisition de trafic par achats de mots clés sur les moteurs de recherche devraient, malgré la surenchère actuelle de certains acteurs, rester maîtrisées.
- un léger renchérissement à court terme du coût des paiements sécurisés, la société ayant développé le mode de paiement W-ha (via les FAI) qui s'avère être plus onéreux d'environ +10 % par rapport aux autres solutions proposées par le groupe.
- des achats de marchandises stables en valeur relative, et ce d'autant plus que le groupe pourrait, bien que très à la marge, obtenir des conditions favorables d'approvisionnement à mesure que l'activité de grossiste BtoB se développera.
- des charges de personnel toujours contenues par rapport au volume d'activité du groupe, et ce malgré des recrutements ciblés au cours de la période.

A plus long terme, nous fixons un niveau normatif de marge d'EBITDA à environ 24,0 %, niveau que le groupe devrait être en mesure de tenir au regard de son profil de rentabilité ces dernières années.

Après prise en compte d'un taux d'impôt effectif optimisé à 31 % - 32 % sur la période, nos prévisions de résultat net ressortent à 9,0 M€ en 2010, à 9,5 M€ en 2011 et à 10,1 M€ en 2012.

## 5.2 Santé financière

Au niveau bilanciel, la santé financière du groupe nous semble solide, et ce malgré un goodwill élevé de 46,9 M€, principalement lié aux acquisitions d'Enjoy & Besite. Toutefois, le groupe se dit confiant dans la qualité de ces actifs.

En termes d'endettement, nous sommes confiants dans le maintien d'une position de cash net positive, de 14,1 M€ pour l'exercice en cours. Nous pensons Dreamnex à même de conserver une forte capacité de génération de cash flows à court comme moyen et long termes. Par ailleurs, il convient de noter qu'interviendra, au T2 2011, le dernier paiement différé d'une partie des acquisitions (Enjoy & Besite), pour un montant de 4,4 M€.

## 6 Valorisation

### 6.1 DCF

#### 6.1.1 Détermination du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation correspond au coût moyen entre le coût des fonds propres et le coût de la dette financière, et ce de manière pondérée en fonction de l'importance de ces deux ressources dans le financement global de la société. Le coût des fonds propres a été déterminé sur la base du modèle du CAPM auquel est intégrée une prime de risque Small Cap, selon la formule suivante :

$$\text{Coût des Fonds Propres} = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \text{Prime Small Caps}$$

avec  $R_f$  : taux sans risque  
( $R_m - R_f$ ) : prime de marché action

En effet, compte tenu de la taille de la société, nous affectons une prime de risque Small Caps au coût des fonds propres. La prime Small Caps est déterminée selon 6 critères, dont l'évaluation est factuelle et objective. L'échelle de notation pour chaque critère comporte 5 paliers allant de - - à ++. Chaque franchissement de palier ajoute 20 points de base au coût des fonds propres.

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

Critère	Echelle de notation				
	++	+	=	-	--
<b>Gouvernance d'entreprise<sup>1</sup></b>	4	3	2	1	0
<b>Liquidité<sup>2</sup></b>	[66 % ; 100 %]	[33 % ; 66 %]	[15 % ; 33 %]	[5 % ; 15 %]	[0 % ; 5 %]
<b>Taille du CA (M €)</b>	[150 ; +∞[	[100 ; 150[	[50 ; 100[	[25 ; 50[	[0 ; 25[
<b>Rentabilité opérationnelle</b>	[25 % ; 100 %]	[15 % ; 25 %]	[8 % ; 15 %]	[3 % ; 8 %]	[0 % ; 3 %]
<b>Gearing</b>	] -∞ % ; -15 %]	] -15 % ; 15 %]	] 15 % ; 50 %]	] 50 % ; 80 %]	] 80 % ; +∞ %]
<b>Risque Client<sup>3</sup></b>	[0 % ; 10 %]	] 10 % ; 20 %]	] 20 % ; 30 %]	] 30 % ; 40 %]	] 40 % ; 100 %]

<sup>1</sup> La qualité de la gouvernance d'entreprise est évaluée selon les quatre critères suivants : séparation des fonctions de Présidence et de Direction Générale ou fonctionnement sur la base d'un Conseil de Surveillance et d'un Directoire ; présence de membres indépendants au sein du Conseil d'Administration ou du Conseil de Surveillance ; présence de censeurs ou d'organes de contrôle ; existence de comités spécialisés.

<sup>2</sup> Taux de rotation du capital au cours d'une année.

<sup>3</sup> Part du chiffre d'affaires représentée par les 5 clients les plus importants.

Dans le cas de Dreamnex, nous obtenons la matrice suivante :

	++	+	=	-	--	Prime Small Caps
Gouvernance d'entreprise						1,00%
Liquidité						0,40%
Taille du CA						0,60%
Rentabilité opérationnelle						0,40%
Gearing						0,40%
Risque Client						0,20%
<b>TOTAL</b>						<b>3,00%</b>

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 2,83 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 6,99 % (prime au 2 décembre 2010 calculée par Natixis Securities), d'un beta<sup>1</sup> de la société de 1,01, d'une prime de risque Small Caps de 3,00 % et de l'endettement net négatif de la société, le taux d'actualisation s'élève à 12,92 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
2,83 %	6,99 %	1,01	3,00 %	12,92 %	NS	NS	31,50 %	<b>12,92 %</b>

Source : AFT, Natixis Securities, Damodaran, estimations Genesta

## 6.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 12,92 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Chiffre d'affaires	67,331	61,818	64,697	67,428	70,125	72,930	75,482	78,124	80,468	82,882	85,368
Excédent brut d'exploitation	17,081	13,913	14,618	15,420	16,114	16,839	17,596	18,300	19,032	19,698	20,289
Impôt	5,125	5,366	4,225	4,349	4,920	5,142	5,374	5,590	5,814	6,019	6,199
Investissements	0,304	0,600	0,700	0,700	0,742	0,779	0,818	0,859	0,893	0,929	0,966
Variation de BFR	-3,171	1,204	-0,456	-0,382	-0,085	-0,365	-0,332	-0,343	-0,305	-0,314	-0,323
FCF opérationnels	14,823	6,742	10,150	10,753	10,537	11,282	11,736	12,195	12,629	13,064	13,447
FCF opérationnels actualisés		6,691	8,920	8,369	7,262	6,886	6,344	5,837	5,354	4,904	4,470

Source : estimations Genesta

Sur la période post prévisionnelle, nous appliquons un taux de croissance à l'infini, en deux temps, et obtenons les prévisions suivantes (en M€) :

	Croissance des FCF	Valeur	%
Période 1-10 ans		65,039	60,2 %
Période 11-20 ans	2,5 %	25,685	23,8 %
Taux de croissance à l'infini	2,0 %	17,360	16,1 %
<b>Total</b>		<b>108,084</b>	<b>100,0 %</b>
<b>dont valeur terminale</b>		<b>43,045</b>	<b>39,8 %</b>

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Dreamnex ressort à 108,084 M€.

<sup>1</sup> Le beta retenu correspond à la moyenne d'un beta sectoriel (calculé comme moyenne des betas Damodaran désendettés des secteurs Internet/e-Commerce/Cable TV/ Entertainment/Recreation, moyenne ensuite réimpactée du cash dont dispose la société, soit un beta de 1,01. Eu égard aux disparités des informations transmises par nos bases, informations qui ne nous semblent pas cohérentes avec le profil et les activités de la société, nous avons retenu la méthode de calcul présentée ci-avant.

### 6.1.3 Calcul de la valeur par action

La valeur des fonds propres par action est obtenue comme suit :

FCF actualisés (2010-2019)	65,039
+ Valeur terminale actualisée	43,045
+ Titres financiers	0,944
- Provisions	0,009
- Endettement financier net	6,478
- Minoritaires	0,000
= Valeur des Capitaux Propres pg	102,541
Nombre d'actions	2,835
<b>Valeur par action</b>	<b>36,18</b>

A noter que l'endettement net utilisé pour le calcul de notre valorisation correspond à l'endettement net de la société au 31 décembre 2009, retraité :

- du versement d'un dividende global au titre de l'exercice 2009 de 2,46 € par action, versé en deux tranches, respectivement en janvier 2010 et en juillet 2010 ;
- du paiement d'une tranche d'acquisition au S1 2010 (relative à Enjoy & Besite), pour un montant de 4,4 M€ ;
- du rachat pour 0,2 M€ de la société E-tainment.

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 36,18 €, soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +40,7 % par rapport au cours de clôture du 8 décembre de 25,71 €.

A titre informatif, le tableau de sensibilité de la valorisation en fonction du taux d'actualisation retenu et de la croissance à l'infini est le suivant (en €) :

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
CM/PC	11,92%	37,68	37,97	38,30	38,65	39,04
	12,42%	36,62	36,91	37,22	<b>37,55</b>	37,93
	12,92%	35,61	35,88	<b>36,18</b>	36,50	36,86
	13,42%	34,63	<b>34,89</b>	35,17	35,49	35,83
	13,92%	33,69	33,94	34,21	34,51	34,84

## 6.2 Comparables

### 6.2.1 Choix des comparables

Au sein de l'industrie du charme, il n'existe pas de comparable direct à Dreamnex, dont le positionnement pure player de l'Internet érotique est assez unique au sein d'un univers de sociétés cotées. Ainsi, nous avons composé notre échantillon 1/ de société de l'industrie du charme, développant des activités papiers ou vidéo physiques, avec une diversification amorcée vers l'Internet telles que Beate Uhse et New Frontier Media ; 2/ de sociétés Internet opérant sur le segment de la rencontre : Meetic et Rentabiliweb (cette dernière ayant également une partie de ses activités sur la thématique Adulte).

Il convient de noter que nous avons écarté de notre échantillon la société Playboy Enterprises dont le profil de rentabilité des deux dernières années ne correspond pas à celui de Dreamnex, Playboy ayant enregistré des marges fortement négatives en 2008 et en 2009.

Notre échantillon de comparables est ainsi composé des sociétés suivantes :

**Beate Uhse** : cette société allemande est spécialisée dans la vente de produits érotiques. L'offre comprenant magazines, DVD, gadgets, lingerie et objets de décoration, est commercialisée par correspondance (VPC : 45 % des revenus), par des boutiques physiques (27 % des revenus), et auprès de grossistes (31 % des revenus). La société, qui a sa propre chaîne de télévision pour adultes, propose également des services de contenus (6 % du chiffre d'affaires), notamment de VOD, via Internet, IPTV et sur mobiles.

**New Frontier Media** : New Frontier Media, société américaine, opère sur des activités de production et de distribution de divertissements vidéos pour adultes. Le groupe adresse à la fois les opérateurs du câble et du satellite, comme les éditeurs de sites érotiques.

**Rentabiliweb** : Rentabiliweb, société belge cotée à la bourse de Paris, est spécialiste de la monétisation d'audience sur Internet. Le groupe opère des activités BtoB de monétisation pour compte de tiers (environ 59 %), mais dispose également d'un segment d'activité BtoC (41 % de ses revenus). La société édite ainsi également en propre un bouquet de sites sur un univers thématique comprenant entre autres les segments Adultes et Rencontre.

**Meetic** : Meetic est le leader européen de la rencontre en ligne, segment sur lequel est également présent Dreamnex, et que la société a encore renforcé avec le récent lancement de son service de Dating WeKiss. Les revenus du groupe proviennent pareillement et en grande majorité de la vente d'abonnements.

Le tableau ci-dessous récapitule les principaux agrégats, en M€, des sociétés composant notre échantillon :

	CA 09	CA 10	CA 11	EBE 09	EBE 10	EBE 11	REX 09	REX 10	REX 11	RN 09	RN 10	RN 11
Beate Uhse	230,694	218,248	225,964	11,105	ND	ND	1,780	ND	ND	1,764	ND	ND
New Frontier Media	37,479	36,823	38,550	11,846	7,007	8,755	-0,060	2,693	4,441	-1,292	1,627	2,726
Meetic	157,884	185,475	204,411	37,335	38,605	45,378	34,270	34,988	41,392	19,661	24,874	29,133
Rentabiliweb	65,444	90,123	107,362	11,912	16,656	20,688	11,161	15,713	20,964	7,452	10,461	13,979

Source : Factset au 04/12/10, estimations Genesta

	Capitalisation boursière	Dettes nettes	Minoritaires	Valeur d'entreprise
Beate Uhse	25,840	29,485	0,456	55,781
New Frontier Media	26,070	-12,114	0,000	13,956
Meetic	440,370	-40,209	0,000	400,161
Rentabiliweb	163,460	-15,205	0,000	148,255

Source : WVB au 04/12/10

## 6.2.2 Valorisation

Le tableau ci-dessous détaille les principaux multiples bousiers des sociétés comparables composant notre échantillon :

	VE/CA 10	VE/CA 11	VE/EBE 10	VE/EBE 11	VE/REX 10	VE/REX 11	PE 10	PE 11
Beate Uhse	0,26	0,25	ND	ND	ND	ND	ND	ND
New Frontier Media	0,38	0,36	1,99	1,59	5,18	3,14	16,02	9,56
Meetic	2,16	1,96	10,37	8,82	11,44	9,67	17,70	15,12
Rentabiliweb	1,65	1,38	8,90	7,17	9,43	7,07	15,63	11,69
Moyenne	1,11	0,99	7,09	5,86	8,68	6,63	16,45	12,12
Médiane	1,01	0,87	8,90	7,17	9,43	7,07	16,02	11,69

Le tableau ci-après montre les valorisations induites (en M€) pour Dreamnex en fonction des multiples appliqués sur la base des valorisations actuelles affichées par les sociétés de l'échantillon.

	CA 10	CA 11	EBE 10	EBE 11	REX 10	REX 11	RN 10	RN 11
Dreamnex	61,818	64,697	13,913	14,618	13,068	13,865	8,978	9,457
Valorisation induite <sup>1</sup>	62,096	57,368	92,110	79,180	107,017	85,414	147,700	114,655
	56,084	49,903	117,362	98,282	116,820	91,578	143,861	110,581
Valorisation moyenne (€/ action) <sup>2</sup>	19,88		34,13		35,35		45,58	

<sup>1</sup> La valeur induite est calculée sur la base des moyennes et médianes des agrégats présentées ci-dessus.

<sup>2</sup> Avant décote/prime de taille (cf. paragraphe ci-après Méthodologie)

Compte tenu de la différence entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenu et celle de Dreamnex, nous appliquons une décote de taille, sur la base du modèle de Eric-Eugène Grena, présenté dans la note méthodologique ci-après, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente du titre.

Appliquée à Dreamnex, cette méthode nous amène à mettre en œuvre une décote de taille de -4,2 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	163,9	M€
Capitalisation non corrigée de la société	95,6	M€
Rapport des capitalisations	58,3 %	
<b>Prime à appliquer</b>	<b>-4,2 %</b>	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

<b>Valorisation moyenne / action</b>	19,06	32,70	33,88	43,68
<b>Moyenne</b>	<b>32,33</b>			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 19,06 € – 43,68 €, et en moyenne, à un prix par action de 32,33 €. Sur la base du cours de clôture de l'action Dreamnex au 8 décembre 2010 de 25,71 €, le titre présente un potentiel d'upside de +25,7 %.

### 6.2.3 Méthodologie de la décote/prime

Compte tenu de la différence éventuelle entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenus et celle de la société à évaluer, Genesta applique une décote ou une prime, inspirée du modèle de Eric-Eugène Grena, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente de la société.

Les travaux menés par Eric-Eugène Grena – membre de la SFAF, ancien responsable du bureau d'analyse financière de BNP Paribas et directeur associé de Clinvest – ont montré le risque qu'il existe à appliquer la méthode d'évaluation par les comparables boursiers sans tenir compte de l'existence d'écarts parfois non négligeables entre la taille de la société évaluée et celle des sociétés retenues comme référentiel boursier.

Il semble donc important de procéder à une correction en calculant, le cas échéant une décote ou une prime à appliquer à la société évaluée. L'étude réalisée sur un échantillon probant a révélé une décroissance des P/E avec la taille des sociétés de l'échantillon et que la correction à pratiquer doit être du même ordre de grandeur.

La démarche que Genesta adopte consiste à :

- 1) Calculer le rapport entre la capitalisation boursière de la société à évaluer et la capitalisation boursière moyenne du groupe de comparables ;
- 2) Appliquer, selon le ratio obtenu, la décote ou la prime selon l'abaque défini par les travaux d'Eric-Eugène Grena en prenant soin de pratiquer une extrapolation linéaire entre chaque palier ;
- 3) Impacter cette décote ou cette prime sur la valorisation de la société concernée et ainsi affiner la pertinence de la valorisation par les comparables.



Rapport des capitalisations	Ajustement à appliquer	
<2%	-40%	} Décote
2%	-34%	
5%	-26%	
10%	-20%	
20%	-14%	
30%	-10%	
40%	-7%	
50%	-5%	
60%	-4%	
80%	-2%	
100%	0%	} Prime
120%	2%	
140%	4%	
150%	5%	
160%	7%	
170%	10%	
180%	14%	
190%	20%	
195%	26%	
198%	34%	
>198%	40%	

## 7 Synthèse des comptes

### 7.1 Compte de résultats simplifié

Au 31/12 (en M€)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>34,00</b>	<b>38,98</b>	<b>60,61</b>	<b>67,33</b>	<b>61,82</b>	<b>64,70</b>	<b>67,43</b>
% évolution		14,7%	55,5%	11,1%	-8,2%	4,7%	4,2%
Achats	27,07	27,19	41,77	44,14	40,61	41,92	43,56
% du CA	79,6%	69,7%	68,9%	65,6%	65,7%	64,8%	64,6%
Charges de personnel	1,59	3,79	4,20	5,22	6,55	7,38	7,64
% du CA	4,7%	9,7%	6,9%	7,8%	10,6%	11,4%	11,3%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>4,83</b>	<b>7,36</b>	<b>13,80</b>	<b>17,08</b>	<b>13,91</b>	<b>14,62</b>	<b>15,42</b>
% évolution		52,4%	87,4%	23,8%	-18,6%	5,1%	5,5%
% du CA	14,2%	18,9%	22,8%	25,4%	22,5%	22,6%	22,9%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>5,05</b>	<b>7,54</b>	<b>13,29</b>	<b>16,22</b>	<b>13,07</b>	<b>13,97</b>	<b>14,75</b>
% évolution		49,3%	76,3%	22,1%	-19,4%	6,9%	5,6%
% du CA	14,9%	19,3%	21,9%	24,1%	21,1%	21,6%	21,9%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>5,05</b>	<b>7,54</b>	<b>12,16</b>	<b>16,00</b>	<b>13,07</b>	<b>13,87</b>	<b>14,65</b>
% évolution		49,3%	61,4%	31,5%	-18,3%	6,1%	5,6%
% du CA	14,9%	19,3%	20,1%	23,8%	21,1%	21,4%	21,7%
<b>Résultat financier</b>	<b>-0,51</b>	<b>0,43</b>	<b>0,27</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,14</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,09</b>
<b>Résultat avant impôts</b>	<b>4,54</b>	<b>7,97</b>	<b>12,43</b>	<b>15,95</b>	<b>13,20</b>	<b>13,81</b>	<b>14,74</b>
Impôts	1,56	2,42	4,21	5,37	4,23	4,35	4,64
% Taux d'impôt effectif	42,7%	34,0%	33,9%	33,7%	32,0%	31,5%	31,5%
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>2,10</b>	<b>4,69</b>	<b>8,22</b>	<b>10,58</b>	<b>8,98</b>	<b>9,46</b>	<b>10,10</b>
% évolution		124,0%	75,2%	28,7%	-15,1%	5,3%	6,8%
% du CA	6,2%	12,0%	13,6%	15,7%	14,5%	14,6%	15,0%
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Revenus impactés en 2010 par une consommation fragile et le recul marqué de l'offre de VOD payante.

Reprise de la croissance à compter de 2011, grâce au dynamisme des offres Webcams, Rencontre, ainsi que de la montée en puissance du mobile et des jeux d'argent

Capacité à contenir à moyen terme les versements aux affiliés (rémunération désormais variable) et les autres dépenses marketing (référencement, etc.)

Optimisation fiscale suite aux restructurations des diverses entités

### 7.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Immobilisations incorporelles	0,03	0,09	1,29	1,11	1,10	1,10	1,10
Goodwill	35,51	13,65	48,18	46,93	46,93	46,93	46,93
Immobilisations corporelles	0,12	0,19	0,87	0,87	0,86	0,85	0,85
Immobilisations financières	1,53	1,21	1,45	0,94	0,90	0,90	0,90
<b>BFR</b>	<b>-1,28</b>	<b>-6,07</b>	<b>-8,93</b>	<b>-9,40</b>	<b>-8,19</b>	<b>-8,65</b>	<b>-9,03</b>
% du CA	-3,8%	-15,6%	-14,7%	-14,0%	-13,3%	-13,4%	-13,4%
Dettes financières	2,72	3,18	19,92	11,66	7,37	3,63	3,84
Trésoreries et valeurs mobilières	1,95	20,53	18,11	16,77	21,46	29,60	33,60
<b>Endettement net</b>	<b>0,77</b>	<b>-17,35</b>	<b>1,81</b>	<b>-5,10</b>	<b>-14,08</b>	<b>-25,97</b>	<b>-29,76</b>

Goodwill assez élevé, essentiellement lié au rachat de Enjoy & Besite en 2008

Endettement net négatif

### 7.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>CAF</b>	<b>2,18</b>	<b>4,82</b>	<b>10,10</b>	<b>11,14</b>	<b>9,47</b>	<b>9,91</b>	<b>10,57</b>
Investissements	6,01	5,65	36,99	0,30	0,60	0,70	0,70
% du CA	17,7%	14,5%	61,0%	0,5%	1,0%	1,1%	1,0%
Variation du BFR	2,57	-4,73	-3,17	-0,15	1,20	-0,46	-0,38
<b>Flux de trésorerie d'exploitation net</b>	<b>-6,39</b>	<b>3,91</b>	<b>-23,71</b>	<b>10,99</b>	<b>7,67</b>	<b>9,67</b>	<b>10,25</b>

Capacité à contenir le niveau d'investissements

## 7.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>Bénéfice net par action</b>	<b>1,07</b>	<b>1,93</b>	<b>2,90</b>	<b>3,73</b>	<b>3,17</b>	<b>3,34</b>	<b>3,56</b>
% évolution		79,8%	50,5%	28,7%	-15,1%	5,3%	6,8%
<b>Capitalisation boursière</b>	<b>ND</b>	<b>96,96</b>	<b>85,00</b>	<b>103,53</b>	<b>72,88</b>	<b>72,88</b>	<b>72,88</b>
Valeur d'entreprise	ND	79,61	86,81	98,42	58,79	46,91	43,11
<b>P/E</b>	<b>ND</b>	<b>20,66</b>	<b>10,34</b>	<b>9,79</b>	<b>8,12</b>	<b>7,71</b>	<b>7,22</b>
P/CF	ND	1,98	3,56	3,93	3,34	3,50	3,73
Market to Book	ND	3,83	2,09	2,28	1,34	1,14	0,99
<b>VE / CA</b>	<b>ND</b>	<b>2,04</b>	<b>1,43</b>	<b>1,46</b>	<b>0,95</b>	<b>0,73</b>	<b>0,64</b>
<b>VE / EBE</b>	<b>ND</b>	<b>10,81</b>	<b>6,29</b>	<b>5,76</b>	<b>4,23</b>	<b>3,21</b>	<b>2,80</b>
<b>VE / REX</b>	<b>ND</b>	<b>10,56</b>	<b>7,14</b>	<b>6,15</b>	<b>4,50</b>	<b>3,38</b>	<b>2,94</b>
<b>EBE / CA</b>	<b>14,2%</b>	<b>18,9%</b>	<b>22,8%</b>	<b>25,4%</b>	<b>22,5%</b>	<b>22,6%</b>	<b>22,9%</b>
<b>REX / CA</b>	<b>14,9%</b>	<b>19,3%</b>	<b>20,1%</b>	<b>23,8%</b>	<b>21,1%</b>	<b>21,4%</b>	<b>21,7%</b>
<b>Résultat net / CA</b>	<b>6,2%</b>	<b>12,0%</b>	<b>13,6%</b>	<b>15,7%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,6%</b>	<b>15,0%</b>
<b>Gearing</b>	<b>16,5%</b>	<b>-68,6%</b>	<b>4,4%</b>	<b>-11,3%</b>	<b>-25,9%</b>	<b>-40,7%</b>	<b>-40,3%</b>
<b>Capitaux engagés</b>	<b>35,91</b>	<b>9,07</b>	<b>42,87</b>	<b>40,45</b>	<b>41,59</b>	<b>41,13</b>	<b>40,74</b>
<b>RCE</b>	<b>NS</b>	<b>14,3%</b>	<b>87,7%</b>	<b>24,8%</b>	<b>21,9%</b>	<b>22,9%</b>	<b>24,3%</b>
<b>Rentabilité des Fonds Propres</b>	<b>45,0%</b>	<b>18,6%</b>	<b>20,1%</b>	<b>23,3%</b>	<b>16,5%</b>	<b>14,8%</b>	<b>13,7%</b>

Santé financière solide

## 8 Avertissements importants

### 8.1 Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research

Les opinions mentionnées par Genesta Equity Research traduisent la performance absolue attendue, à un horizon compris entre 6 et 12 mois, pour chaque valeur considérée, et ce, en monnaie locale.

<b>1. Achat fort</b>	Le titre devrait réaliser une performance absolue supérieure à +25 %
<b>2. Achat</b>	Le titre devrait réaliser une performance absolue comprise entre +10 % et +25 %
<b>3. Neutre</b>	Le titre devrait évoluer entre +10 % et -10 %
<b>4. Vente</b>	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue comprise entre -10 % et -25 %
<b>5. Vente fort</b>	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue supérieure à -25 %

### 8.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre d'autres prestations que l'établissement de la présente analyse financière	Communication de l'analyse financière à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Non	Non	Non	Oui *

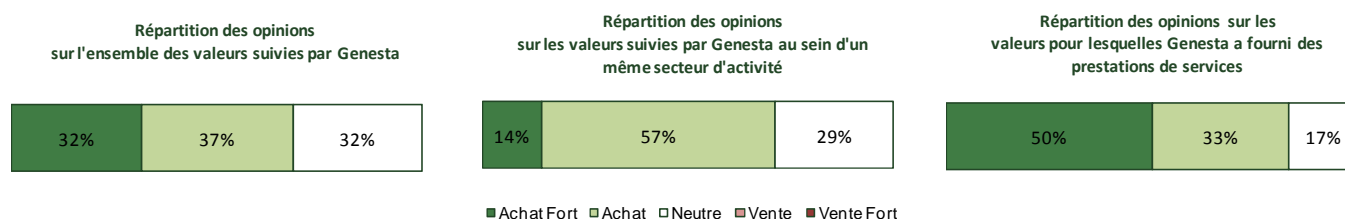
\* : Aucun changement significatif n'a été réalisé suite à la communication de l'analyse financière à l'émetteur.

En qualité de Conseiller en Investissements Financiers, membre de l'AACIF, Association des Analystes Conseillers en Investissements Financiers, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par cette association pour son fonctionnement interne, en particulier dans le respect du Code de Bonne Conduite défini par l'AACIF et des Procédures prévues par l'AACIF en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures internes à Genesta définissent par ailleurs certains aspects complémentaires au fonctionnement des activités d'analyse financière. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société Genesta quant à ces règles de fonctionnement.

### 8.3 Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois

Date de 1 <sup>ère</sup> diffusion	Opinion	Objectif de cours
9 décembre 2010	Initiation de couverture <b>Achat Fort</b>	<b>34,25 €</b>

### 8.4 Répartition des opinions





## 8.5 Avertissement complémentaire

---

Les informations présentées dans les pages précédentes restent partielles. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle.

Cette publication a été rédigée par Genesta et est délivrée à titre informatif. Elle ne constitue en aucun cas un ordre d'achat ou de vente de la (les) valeur(s) mobilière(s) qui y est (sont) mentionnée(s). Elle est destinée aux investisseurs professionnels et ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni Genesta, ni ses dirigeants, ni ses employés ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les informations, estimations et commentaires exprimés dans cette étude proviennent de sources jugées dignes de foi. Toutefois, Genesta n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants, ni de ses employés, ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. Les opinions, appréciations, estimations et prévisions contenues dans cette publication reflètent le jugement de Genesta à la date mentionnée en première page du document, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans préavis, ni notification.

Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les 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 les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' peuvent avoir accès à la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que Genesta ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, cette publication pourra être réalisée par Genesta de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de Genesta et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de Genesta.