



Achat

Fair Value € 49
Potentiel +48%

SexyAvenue : laissez-vous séduire...

| DONNEES SOCIETE | | RATIOS FINANCIERS | | | | |
|-----------------------------|---------------|----------------------------|-------|-------|-------|------|
| Cours au 29/02/08 | 33.15 | | | | | |
| Capi. boursière (M€) | 80,74 | | | | | |
| Nombre d'actions (M) | 2 435 | | | | | |
| Plus haut / bas 52 semaines | 49,90 / 31,50 | | | | | |
| Code Bloomberg | DNX FP | | | | | |
| Code Reuters | DNX PA | | | | | |
| Devise | Euro | | | | | |
| | | 2007e | 2008e | 2009e | 2010e | |
| | | VE/CA | 1,96 | 0,84 | 0,74 | 0,67 |
| | | VE/EBITDA | 9,60 | 4,09 | 3,37 | 3,05 |
| | | VE / EBIT | 10,36 | 4,55 | 3,37 | 3,35 |
| | | P/E | 16,9 | 7,5 | 6,2 | 5,6 |
| | | PE retraité ^(*) | 17,4 | 8,9 | 7,3 | 6,6 |

| DONNEES FINANCIERES | | | | |
|-----------------------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| En K€ | 2007e | 2008e | 2009e | 2010e |
| CA | 39 040 | 83 887 | 95 793 | 105 484 |
| Var. % | 14,8% | 114,9% | 14,2% | 10,1% |
| EBIT | 7 347,43 | 15 410,25 | 18 539,57 | 21 594,49 |
| Marge Op. | 18,82% | 18,37% | 19,35% | 20,47% |
| RNPG | 5 142,09 | 10 725,63 | 12 840,19 | 14 937,51 |
| BPA | 2,11 | 4,40 | 5,27 | 6,13 |
| Var. % | 145,4% | 108,6% | 19,7% | 16,3% |
| BPA retraité ^(*) | 2,06 | 3,71 | 4,44 | 5,16 |
| Var. % | 68,0% | 80,3% | 19,7% | 16,3% |

* prise en compte de la création de titres relative aux augmentations de capital réservées dans le cadre des acquisitions réalisées

- Avec l'annonce de l'acquisition du groupe Belge Enjoy/Besite, Dreamnex franchit une étape importante dans son développement et s'impose plus que jamais comme le leader sur le marché du charme sur internet en Europe. Cette nouvelle opération devrait permettre au nouveau groupe de générer pour l'exercice 2008, un chiffre d'affaires de 83.9 M€ selon nos estimations.
- Une stratégie mixte de croissance organique et externe éprouvée,
- Des leviers d'appréciation de la marge opérationnelle à prévoir dès 2007,
- Un potentiel d'appréciation du cours de +56% avec une Fair value de 49€ (DCF, comparables).

Analyste : Frédéric Gameiro da Conceicao

fgameiro@global-equities.com - LD +33(0)1 444 333 49 -

Etude



Sommaire

| | |
|--|----|
| Profil & activité | 3 |
| - Les étapes de développement de Dreamnex | 3 |
| - Les chiffres-clés | 4 |
| Performances boursières & structure du capital | 5 |
| Argumentaire d'investissement | 6 |
| Faits marquants de l'exercice 2007 | 7 |
| Les leviers de performance du groupe | 9 |
| Une <i>fair value</i> centrale à 49 € (+48%) | 14 |
| Perspectives 2008-2010 | 18 |
| Comptes prévisionnels | 23 |



Profil & activité

Dreamnex est le leader européen de l'e-commerce de Charme haut de gamme sur internet. La société commercialise via son site internet sexyavenue.com, une gamme de produits, de contenus et de services pour adultes. Son offre allie :

- la commercialisation de produits sexy (lingerie & produits érotiques divers via la boutique en ligne) et DVD,
- des abonnements permettant la consultation de contenus de charme (VOD),
- un service de rencontres « Weflirt » lancé en 2007.

L'acquisition récente du groupe Enjoy, Dreamnex intègre désormais dans son offre, le 1^{er} réseau européen de webcams sexy (plateforme de discussions érotiques payantes via webcams).

Les étapes de développement de Dreamnex

Aout 1999

Création de Dreamnex

Février 2000

Lancement du site sexyavenue.com

Juin 2000

1^{er} tour de table et levée de 230K€

Novembre 2001

La société atteint son point mort

2002

1^{er} exercice bénéficiaire et doublement des ventes

2003

1^{ères} acquisitions : Dreamnex acquiert deux de ses concurrents : SexyCenter et Boutik F7, respectivement les numéros 2 et 3 du marché des boutiques pour adulte en ligne

2004/2005

Accélération du chiffre d'affaires, passant de 4.5M€ à fin 2003 à 27,4M€ à fin 2005

2006

Renforcement des équipes et acquisition de Self Telecom, ce qui permet à la société d'intégrer une expertise supplémentaire, l'affiliation.

La société reçoit le Label Gazelle par le ministère français des PME

2007

Introduction sur l'Eurolist C d'Euronext Paris

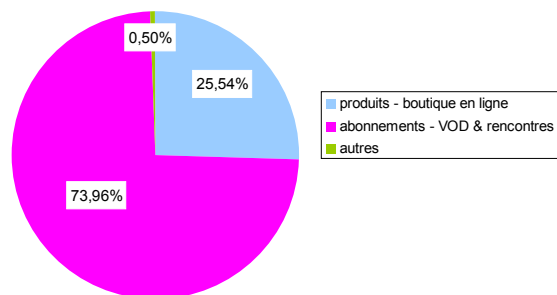
Une année d'acquisitions : Think Multimedia, Open Axe et le groupe Enjoy/Besite

L'avènement d'un leader européen en moins de 10 ans



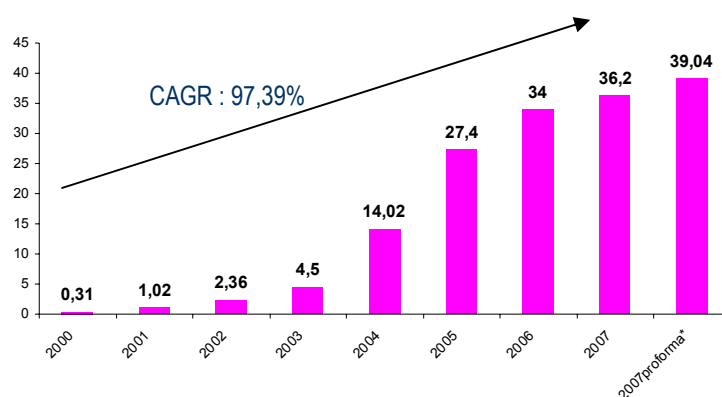
Les chiffres-clés

Chiffres d'affaires par pôle d'activité en 2007



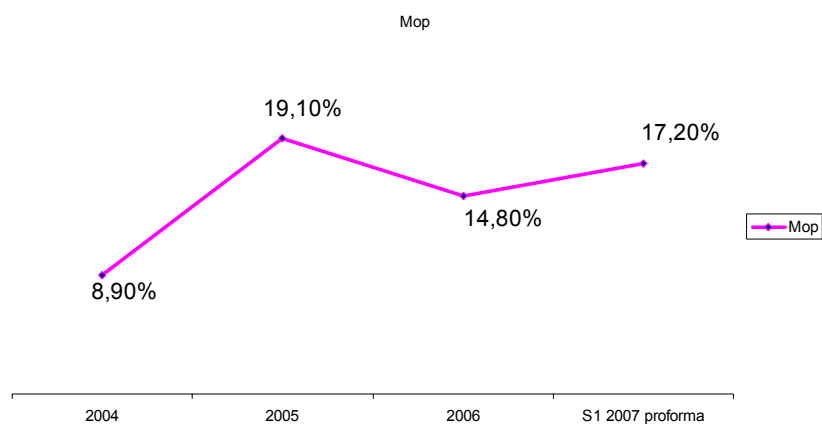
Source: société

Evolution chiffre d'affaires depuis 2000 – en M€



Source: société

Evolution de la marge opérationnelle – en %



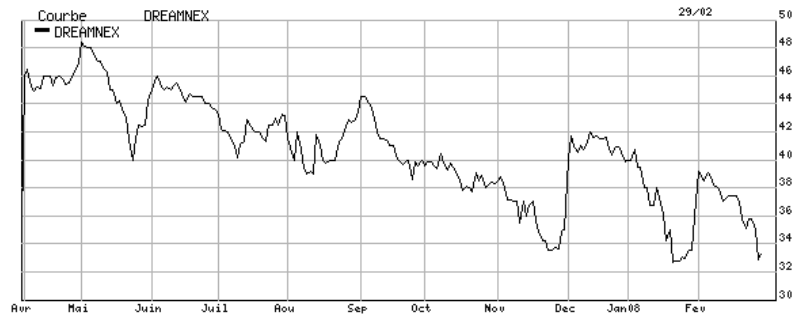
Source: société



Performances boursières & capital

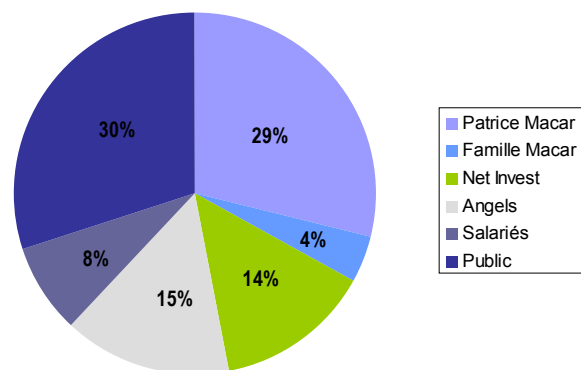
Dreamnex – Historique de cours depuis l'introduction en bourse

Un cours de Bourse dont les performances n'intègrent pas les acquisitions annoncées au marché



Source: Boursorama

Structure de l'actionariat – en%



Source: société



Argumentaire d'investissement

Une nouvelle étape dans le développement de Dreamnex

Avec l'annonce de l'acquisition du groupe Belge Enjoy, Dreamnex devient incontestablement le leader européen de l'e-commerce de Charme haut de gamme sur internet. Si les premières acquisitions réalisées en 2003 ont permis d'accroître le chiffre d'affaires sur le cœur de métier historique et d'assurer le fort développement du groupe, les suivantes ont participé à la consolidation de la présence de Dreamnex sur l'ensemble de la chaîne de valeur des métiers du charme. Désormais, avec l'acquisition d'Enjoy/Besite, la société change de dimension et modifie de manière substantielle les ambitions du groupe au niveau européen. Avec un chiffre d'affaires attendu en 2008 de 83.9 M€, Dreamnex a, plus que jamais un statut de consolidateur du marché du charme sur Internet en Europe.

Hier présent principalement en France, Dreamnex ambitionne d'exploiter le positionnement déjà international d'Enjoy (Belgique, Pays-Bas, UK et Espagne), pour conquérir ces nouvelles zones via son offre de boutique en ligne et de VOD. Conjointement, le réseau de webcam d'Enjoy sera commercialisé en France sur la plate-forme du site phare de Dreamnex : sexyavenue.com.

Par ailleurs, l'exercice 2008 devrait connaître les 1^{ers} résultats de l'activité mobile. Avec un taux de pénétration en fort développement des marchés de la téléphonie 3G, et d'une manière générale, des « smart phones », Dreamnex devrait bénéficier de l'essor de ces marchés à fort potentiel. Cependant, nous n'avons pas encore tenu compte dans notre valorisation de l'apport de ce levier de croissance supplémentaire. Nous attendrons la fin du 1^{er} semestre 2008 pour apprécier de manière plus précise l'impact de cette nouvelle offre dans les résultats du groupe.

Une stratégie mixte de croissance organique et externe éprouvée

L'historique de croissance et de rentabilité du groupe a largement démontré la capacité à gérer un développement rapide tout en intégrant avec efficacité les différentes acquisitions tout au long du parcours de la société.

Un modèle économique vertueux et une culture de rentabilité

Avec une faible structure capitalistique, combinée à un modèle économique fortement générateur de cash, la société bénéficie de tous les éléments qui lui permettent de creuser l'écart et conquérir de nouveaux marchés sereinement.

De fortes barrières à l'entrée liées à la visibilité de l'entreprise sur Internet

Le site sexyavenue.com génère plus de 27 millions de visites par mois, ce qui le place, en janvier 2008 à la 7^{ème} place des sites les plus visités en France, d'après la classement Cyberestat.

Faits marquants de l'exercice 2007

Au titre de l'exercice 2007, le chiffre d'affaires du groupe Dreamnex s'établit à 36,2 M€, en croissance de 6,5%. En données proforma, c'est-à-dire en intégrant le chiffre d'affaires de Think Multimedia et Open Axe, sociétés acquises et fusionnées en décembre 2007, le chiffre d'affaires ressort à 39 M€ en croissance de près de 15%.

Malgré une légère déception quant à la croissance organique du groupe en 2007 (CA de 39,2M€ attendu par Global Equities), l'exercice 2007 marque toutefois le changement de dimension du groupe avec l'annonce de l'acquisition du groupe Belge Enjoy.

L'activité de vente de produits de la boutique en ligne « SexyAvenue » (25% du CA), affiche un chiffre d'affaires de 9,2M€ en croissance de 36,3%. L'amélioration de l'ergonomie du site mis en ligne en mars 2007 et l'augmentation significative du trafic de visiteurs, qui est passé en l'espace d'un an de 18 millions à 24,5 millions de visiteurs (source Médiamétrie - décembre 2007), sont deux facteurs qui participent pleinement à cette performance. Enfin, la démocratisation voire la banalisation de la commercialisation des produits érotiques tels que les sextoys, participent aussi à la bonne orientation de l'activité.

Le pôle ventes d'abonnements : un exercice en demi-teinte...

Malgré le succès du lancement du service de rencontres « WeFlirt », avec d'ores et déjà plus de 1,7 millions d'inscrits et 21 000 abonnés payants à fin octobre (source société), l'impact de deux effets non-récurrents sur les abonnements photo/vidéo a généré un recul du chiffre d'affaires en année pleine.

En effet, afin de lutter plus efficacement contre la fraude à la carte bleue, de nouveaux filtres plus performants ont été appliqués, ce qui a temporairement provoqué la diminution du taux de transformation habituel. Toutefois, avec un trafic de visiteurs en constante augmentation, ce taux de transformation devrait s'accroître progressivement. Sur l'exercice 2008, nous estimons la croissance de ce pôle à +10%. Le deuxième facteur s'explique par le transfert des visiteurs vers le site de rencontres. Des produits d'appel ont été proposés pour intéresser les visiteurs au nouveau site de rencontres (gratuité pour les femmes, et offres promotionnelles pour les hommes).

... mais une nouvelle étape dans le développement du groupe

Avec ces acquisitions, le groupe Dreamnex confirme sa stratégie de consolidation du secteur en Europe et avec un chiffre d'affaires estimé pour 2008 de 83.9M€, la société devient incontestablement le leader européen du Charme sur Internet.



Acquisitions de Think Multimedia et Open Axe

Ces acquisitions apportent des intérêts stratégiques multiples. Alors que l'apport en chiffre d'affaires reste limité, c'est avant tout dans l'intégration de deux expertises complémentaires et le levier opérationnel que résident les avantages de ces sociétés. Conformément à la stratégie initiée dès l'origine, le groupe a misé sur des investissements marketing tournés vers l'affiliation et les partenariats. Avec ces acquisitions, c'est cette stratégie à coûts faibles que le groupe compte poursuivre. En effet, Think Multimedia est un des plus importants agrégateur français de trafic de charme avec une présence sur la plupart des moteurs de recherche, et des partenariats internationaux importants. Open Axe, compte une double expertise avec un savoir-faire de web-agency et la gestion d'un réseau d'affiliation de plus de 4 000 partenaires.

L'acquisition d'Enjoy

Le groupe Enjoy/Besite est le 1^{er} réseau européen de webcams sexy. La société propose à partir du site Xcams.com une plateforme de discussions payantes à travers des webcams. Cette plate-forme est animée par plus de 10 000 modèles indépendants venant de 43 pays. De plus, via la société Besite, Enjoy détient également une plateforme de paiement multi-solutions qui permet d'offrir un spectre complet de moyens de paiement à partir de 19 pays européens (cartes de crédit, audiotel, SMS, virements bancaires et cartes prépayées).

Les points saillants de cette acquisition :

Un apport de chiffre d'affaires de 45 M€ (estimations 2008) : alors que le nouvel ensemble devrait être consolidé au 1^{er} janvier 2008, l'intégration d'Enjoy permet à Dreamnex de doubler sa taille et de devenir le leader européen du charme sur Internet,

Complémentarité géographique : alors que Dreamnex réalise la plupart de son chiffre d'affaires en France (88% du CA), le solde étant réalisé principalement en Italie, en Espagne et en Belgique. L'intégration d'Enjoy va permettre d'accroître substantiellement la présence du nouvel ensemble vers de nouvelles zones telles que les Pays-Bas et l'Angleterre.

Des synergies commerciales fortes : dès le mois de février 2008, Dreamnex compte commercialiser sur sa plateforme SexyAvenue, l'offre de webcams proposée par Enjoy. Inversement, la plateforme Xcams commercialisera les gammes de produits de Dreamnex.

Une contribution technologique : Dreamnex intègre un nouveau savoir faire la « plateforme de paiement multi-solutions ».



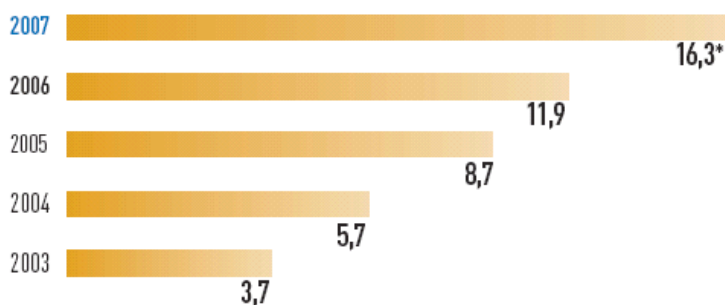
Les leviers de performance du groupe

Les facteurs exogènes

L'e-commerce, un marché toujours aussi vif

Avec un positionnement 100% Internet, Dreamnex bénéficie de l'intérêt en constante progression du commerce en ligne tant en France qu'au niveau européen. A titre d'exemple, l'e-commerce en France a connu un développement cumulé de 2004 à 2007 qui ressort en croissance de plus 34% annuel comme l'illustre le graphique ci-dessous. De plus, alors que l'e-Commerce ne représentait que 32% du marché de la vente à distance en 2003, il a représenté plus de 66% du marché en 2006.

Evolution du chiffre d'affaires du e-commerce en France en MM d'euros



Source: ICE /FEVAD

* prévision

Taux de croissance cumulé du chiffre d'affaires du e-commerce en France : + 34%

Outre les importants investissements des principaux véricistes dans ce nouveau vecteur de commercialisation, ce fort développement est principalement encouragé par un niveau de confiance accru dans la sécurisation des moyens de paiement en ligne. A ce titre, le montant total des transactions a atteint en 2007 13.2 milliards d'euros, en croissance de +37% par rapport à 2006. Conjointement, le panier moyen d'une transaction tend quant à lui à s'apprécier mais dans une moindre mesure. Il s'est établi à 91€ en 2007.



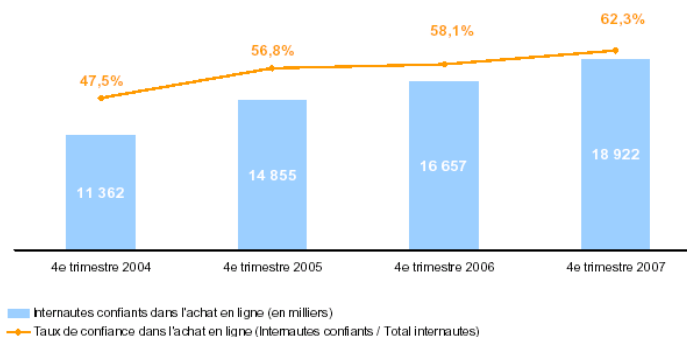
Bilan des transactions par CB sur Internet - 2008

| Bilan transactions par cartes bancaires | | |
|---|------------------------|-------------|
| | | Versus 2006 |
| Montant du total des transactions | 13,2 milliards d'euros | + 37 % |
| Montant moyen d'une transaction | 91 euros | + 4 % |
| Nombre de transactions | 145 millions | + 33 % |

Source: FEVAD 2008

Evolution du taux de confiance des achats en ligne entre 2004 et 2007

Des barrières de confiance à l'achat en ligne en constante diminution...



Source: Mediametrie /NetRatings

Un marché avec des perspectives de croissance importantes

D'après les prévisions de Forrester Research, les ventes en ligne en Europe devraient atteindre 263 milliards d'euros en 2011 avec 174 millions d'acheteurs estimés et un panier moyen annuel de 1 500€. Avec 100 milliards d'euros estimés en 2006, le marché pourrait donc presque tripler d'ici 2011.

Par pays, la France pourrait se situer parmi les pays les plus dynamiques avec un volume de ventes qui devrait atteindre 39 milliards d'euros en 2011 contre 16,7 milliards d'euros estimés pour 2007, soit une croissance prévue de 133%. D'après la Fevad, l'e-Commerce devrait atteindre 31,4 milliards d'euros en 2010 soutenus par la diversification des offres, une confiance dans la sécurisation des moyens de paiements et un taux d'équipement en haut débit qui devrait encore s'accroître.

Le Royaume-Uni et l'Allemagne restent cependant les pays les plus actifs avec des volumes de vente respectifs de 76 et 62 milliards d'euros estimés en 2011.

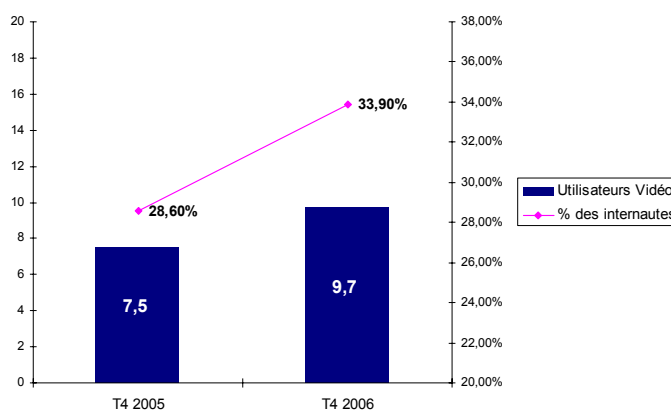
Alors que l'achat de voyages en ligne devrait conserver sa position de « leader », d'après le bureau d'études anglo-saxon, la montée en puissance du marché devrait connaître une diversification de l'offres produit.



L'essor d'un nouveau marché : la VOD

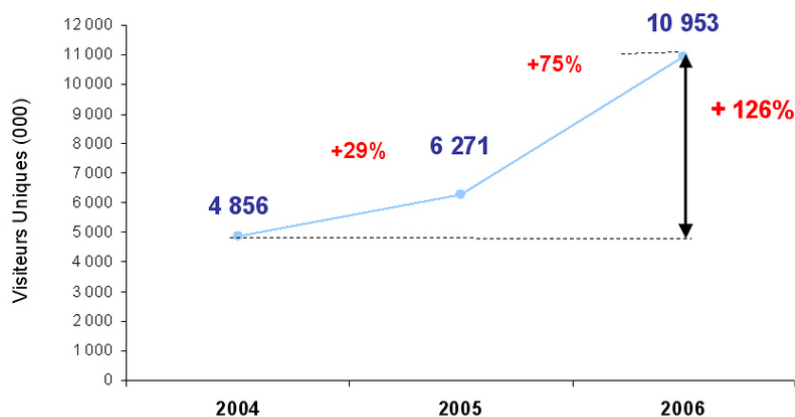
Par ailleurs, parallèlement à l'essor des offres de Vidéo On Demand, dont le contenu est proposé par les différents acteurs « Triple Play » tel que CanalPlay, Free Home Vidéo, TF1 Vision, qui concurrencent directement les réseaux de location « physiques », les tendances de marché démontrent l'intérêt croissant des internautes pour les sites de contenus de vidéo sur internet. D'après une étude réalisée par Médiamétrie/Net Ratings, la consultation de sites dans la catégorie vidéo /cinéma a progressé de manière substantielle. Le nombre de visiteurs uniques est passé de 4,8 millions à près de 11 millions entre 2004 et 2006, soit une croissance de 126%. Même si des chiffres de marché relatifs au secteur du charme restent peu précis, nous pensons que Dreamnex devrait bénéficier largement de cette tendance.

Evolution de la consultation des contenus vidéo sur internet



Source: Médiamétrie /Observatoire des usages

Evolution des consultations des sites – catégorie vidéo/cinéma



Source: Médiamétrie /Net ratings Panel France domicile et /ou lieu de travail



Le mobile : un relais de croissance avéré

D'après une étude de l'Arcep réalisée en 2007, les dépenses liées aux téléphones mobiles ont été multipliées par six en dix ans. La dépense moyenne des ménages est passée de 45€ en 1998 à 93€ en 2007.

De plus, une étude menée par Médiamétrie dévoile l'évolution des utilisateurs d'internet à partir de leur portable. En l'espace d'un an, la part des utilisateurs est passée de 5% à près de 30%. Ce phénomène est conforté par le lancement de nouvelles offres des opérateurs mobiles historiques et une « bataille » commerciale est d'ores et déjà menée pour des prises de part de marché dans l'internet mobile illimité.

Evolution du nombre de mobinautes en France



Source: Médiamétrie, « Téléphonie et Services Mobiles »

Le marché du charme sur Internet : un marché indéniable mais difficile à quantifier

Les études relatives au marché du charme dans son ensemble et du contenu pour adultes sur Internet sont difficiles à trouver. Cependant, plusieurs facteurs participent à l'essor de ce marché :

Sur le marché des produits érotiques

On assiste à un phénomène de banalisation des produits érotiques qui est engendré par :

- la distribution progressive d'enseignes de la grande distribution en Europe. A l'instar de Nathalie Rykiel (fille de Sonia Rykiel) en 2004, les consommateurs peuvent se procurer des produits érotiques au Printemps ou chez les grands véricistes tels que 3 Suisse ou La Redoute,

- la médiatisation accrue des gadgets érotiques tant au travers de séries télévisées qu'au travers d'émissions thématiques sur les chaînes nationales,
- un taux d'équipement en développement : près de 45% des femmes britanniques, américaines et australiennes déclarent détenir un vibromasseur alors qu'en France, le taux de pénétration pourrait s'établir à 14% des femmes (source : Libération-sept 2006)

Sur le marché du contenu pour adulte sur Internet

La taille du marché

D'après une étude réalisée par TopTenReviews aux Etats-Unis, l'industrie du contenu pour adultes est estimée à 13,3 milliards de dollars en 2006, en croissance de 6% par rapport à 2005. Alors que la part des ventes de magazines et de vente/location de films est en décroissance, la part d'Internet représente 20% des revenus à 2,84 milliards de dollars en croissance de près de 14% par rapport à 2005. La part des revenus liés à la VOD/PPV, Mobile et l'audiotel ressort à 2,19 milliards de dollars, en croissance de 63%. Alors que ce marché a attiré de nombreuses contraintes réglementaires, notamment sur sa diffusion, cette industrie a connu un véritable essor avec le développement des nouvelles technologies, et tout particulièrement avec le développement d'internet.

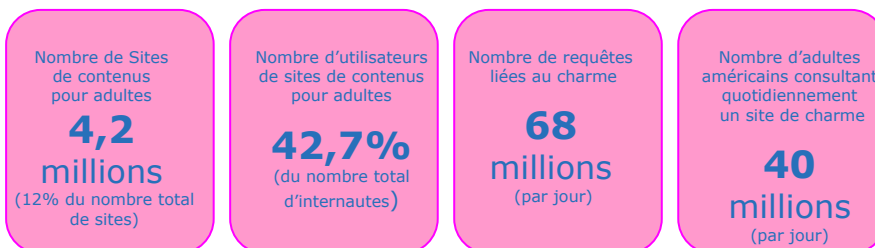
Ainsi, ce nouveau mode de distribution a permis le changement de dimension de ce marché.

Par ailleurs, dans son rapport annuel 2006, Playboy Enterprise précise que le marché du contenu pour adultes devrait peser 56 milliards de dollars chaque année.

Enfin, d'après une étude de Forrester Research publiée en 1998, le marché américain du Charme était estimé à 10 milliards de dollars /an.

Quelques statistiques sur le Charme sur Internet

Toujours d'après TopTenReviews, les moteurs de recherche ont comptabilisé quotidiennement en 2006 près de 68 millions de requêtes liées à un contenu pour adultes soit 25% des requêtes totales. De plus, la société estime que 72 millions de visiteurs/mois ont consulté un site de contenu pour adultes.



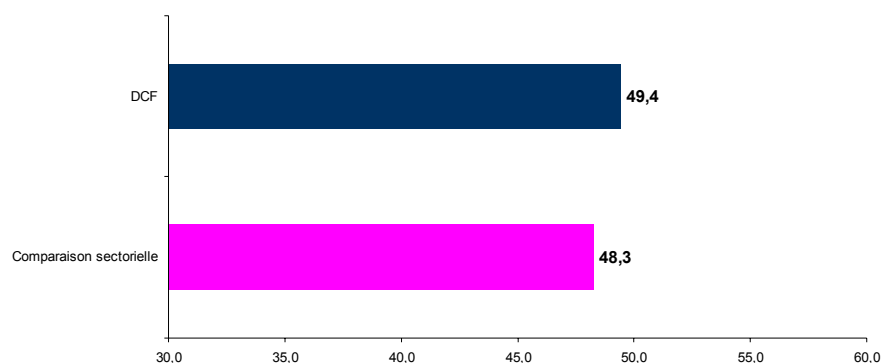
Source : TopTenReviews 2006

Une fair value centrale à 49 € (+48%)

Nous initions la couverture de Dreamnex avec une recommandation d'ACHAT sur le titre avec un objectif de €49 par action (DCF & comparables), soit un potentiel de hausse de 48% à horizon 12 mois.

Valorisation Dreamnex – (DCF + comparables)

La valorisation ne reflète pas la montée en puissance du modèle récurrent à effet de levier



Source: Global Equities, JCF

Méthode des comparables : un objectif de €48,3 par action

Selon la méthode des comparables basée sur les ratios EV/CA, EV/EBIT et PE pour la période 2007-2009, la valorisation moyenne de Dreamnex s'établit à €48,3 (avec décote d'action small cap liée à liquidité de 20%).

Compte tenu de l'absence de comparables directs, nous affectons une pondération de 30% à cette méthode dans la valorisation centrale de la valeur. Dans le spectre de valeurs comparables, nous avons retenu un échantillon de valeurs françaises et étrangères. Un premier échantillon regroupe des valeurs évoluant sur le secteur du charme et de services de rencontres on line telles que Beate Uhse, Playboy Entreprise, Rentabiliweb et Meetic et d'autre part un échantillon de valeurs de distribution spécialisée sur Internet telles que LDLC.com et Rue du Commerce.



Marge opérationnelle des comparables estimée 2007 & 2008

| | Capitalisation | Cours | Ev/CA 07 | Ev/CA 08 | Ev/CA 09 | Ev/EBIT 07 | Ev/EBIT 08 | Ev/EBIT 09 | Per 07 | Per 08 | Per 09 |
|---------------------|----------------|-------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Beate Uhse AG | 85 | 1,8 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | N/S | 20,0 | 15,8 | N/S | 23,3 x | 16,5 x |
| Playboy Enterp Hldg | 192 | 5,8 | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 25,0 | 15,7 | 11,8 | 35,2 x | 19,8 x | 12,6 x |
| Rentabiliweb Group | 107 | 8,3 | 1,7 | 1,3 | 1,1 | 13,3 | 7,1 | 5,7 | 26,7 x | 14,5 x | 11,5 x |
| Meetic SA | 381 | 23,0 | 4,1 | 2,3 | 1,9 | 20,8 | 11,9 | 9,1 | 25,7 x | 19,6 x | 15,6 x |
| Rue du Commerce SA | 64 | 5,8 | 0,2 | 0,1 | N/S | 17,7 | 7,0 | N/S | 23,3 x | 14,6 x | N/S |
| Idlc.com SA | 22 | 4,1 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 23,6 | 13,0 | 9,0 | 23,2 x | 17,9 x | 12,4 x |
| moyenne | | | 1,3 | 0,9 | 0,9 | 20,1 | 12,5 | 10,3 | 26,8 | 18,3 | 13,7 |
| Dreamnex | 80,7 | 33,15 | 1,80 | 0,84 | 0,73 | 9,58 | 4,57 | 3,80 | 15,70 | 7,53 | 6,29 |

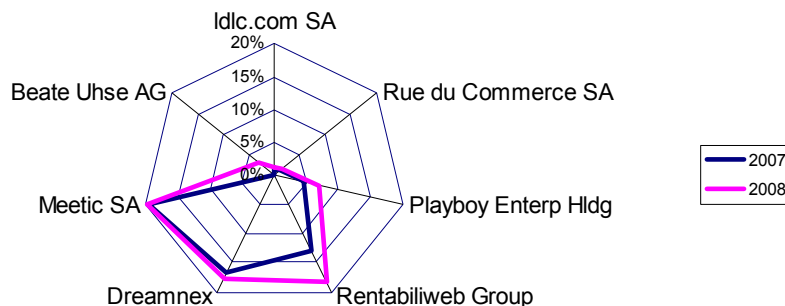
Source: Global Equities, JCF

Selon les multiples de chiffre d'affaires, Dreamnex ressort avec une légère décote à partir de 2008 et 2009. Rappelons que le chiffre d'affaires 2007 n'intègre pas les acquisitions réalisées durant l'exercice. En données proforma, le chiffre d'affaires communiqué par la société ressort à 80M€. Si l'on appliquait ce niveau de chiffre d'affaires, le ratio VE/CA 2007 ressortirait à 0,9x le chiffre d'affaires contre 1,3x en moyenne.

La valorisation de Dreamnex par les multiples d'EBIT et de PE affiche clairement une décote par rapport à ses pairs (EV/Ebit : -52% en 2007 et -63% en 2008 et 2009), alors que Dreamnex se positionne distinctement parmi les sociétés affichant les marges opérationnelles les plus élevées du secteur. De surcroît, nous estimons que la baisse des coûts liée aux filtres anti-fraude associé aux synergies prévues avec le rapprochement avec Enjoy ne sont pas répercutées positivement sur le cours de Bourse du groupe.

Marge opérationnelle des comparables estimée 2007 & 2008

Dreamnex affiche une des plus belles rentabilités du secteur...



Source: Global Equities, JCF



Méthode du DCF : une valorisation de 49,4 € par action

La valorisation de Dreamnex par la méthode du DCF ressort à €49,4 par action sur la base d'un taux d'actualisation de 10,3% et d'un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

Une valorisation de €49,4 par action par la méthode du DCF.

Tableaux de flux en K€

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------------|----------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| CA | 39 040,0 | 83 887,7 | 95 793,1 | 105 484,4 | 115 744,2 | 126 531,4 | 135 732,2 | 145 061,5 | 154 162,6 | 160 329,1 |
| Var % | 14,8% | 114,9% | 14,2% | 10,1% | 9,7% | 9,3% | 5,0% | 4,5% | 4,0% | 4,0% |
| Rex | 7 347,4 | 15 410,2 | 18 539,6 | 21 594,5 | 23 819,4 | 24 896,1 | 25 447,5 | 25 843,3 | 26 017,7 | 24 049,4 |
| % du CA | 18,8% | 18,4% | 19,4% | 20,5% | 20,6% | 19,7% | 18,0% | 17,0% | 16,9% | 15,0% |
| Var % | 45,5% | 109,7% | 20,3% | 16,5% | 10,3% | 4,5% | 2,2% | 1,6% | 0,7% | -7,6% |
| Taux normatif | 34,0% | 34,0% | 34,0% | 34,0% | 34,0% | 34,0% | 34,0% | 34,0% | 34,0% | 34,0% |
| Impôt | 2 498 | 5 239 | 6 303 | 7 342 | 8 099 | 8 465 | 8 652 | 8 787 | 8 846 | 8 177 |
| DA | 268,0 | 268,0 | 268,0 | 268,0 | 268,0 | 268,0 | 1 764,5 | 1 885,8 | 2 004,1 | 2 084,3 |
| % CA | 0,7% | 0,3% | 0,3% | 1,40% | 1,30% | 1,40% | 1,30% | 1,30% | 1,30% | 1,30% |
| CFE | 5 117,3 | 10 438,8 | 12 504,1 | 14 520,4 | 15 988,8 | 16 699,4 | 18 559,8 | 18 942,4 | 19 175,8 | 17 956,9 |
| Var % | 42,1% | 104,0% | 19,8% | 16,1% | 10,1% | 4,4% | 11,1% | 2,1% | 1,2% | -6,4% |
| BFR | -5 726,5 | -12 375,6 | -14 131,9 | -15 561,7 | -17 817,1 | -19 781,0 | -21 219,3 | -22 677,8 | -24 100,6 | -25 064,6 |
| %CA | -14,7% | -14,8% | -14,8% | -14,8% | -15,4% | -15,6% | -15,6% | -15,6% | -15,6% | -15,6% |
| Var BFR | -4 449 | -6 649 | -1 756 | -1 430 | -2 255 | -1 964 | -1 675 | -1 698 | -1 657 | -1 657 |
| Invest industriels | 8 700,0 | 45 000,0 | 517,3 | 569,6 | 625,0 | 683,3 | 1 765 | 1 886 | 1 542 | 2 084 |
| %CA | 2,2% | 53,6% | 0,5% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,3% | 1,3% | 1,0% | 1,3% |
| Invest Fin | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,0 |
| %CA | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| FCF | 866,2 | -27 912,1 | 13 743,2 | 15 380,5 | 17 619,2 | 17 980,1 | 18 470,4 | 18 755,1 | 19 291,1 | 17 528,5 |
| Var % | -84% | -3322% | -149% | 12% | 15% | 2% | 3% | 2% | 3% | -9% |
| Taux de conversion | 11,4% | -178,0% | 73,1% | 70,4% | 73,1% | 71,5% | 67,9% | 67,6% | 68,8% | 67,1% |
| Durée actualisation | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| FCF actualisés | 866,2 | -25299,9 | 11291,2 | 11453,7 | 11893,0 | 11000,7 | 10243,1 | 9427,6 | 8789,5 | 7239,0 |

Source: Global Equities

Hypothèses retenues dans le calcul de la valeur de l'action

Taux d'actualisation

Pour déterminer notre taux d'actualisation de 10,3% (qui correspond au coût des capitaux propres compte tenu de l'absence d'endettement de la société), nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- un taux d'OAT 10 ans à 4,15%,
- une prime de risque de marché de 4,75%,
- un Beta de 1,3 avec une prime de 30% par rapport aux comparables (voir tableau ci-après),


Betas des comparables

| | |
|---------------------------------|--------|
| Beate Uhse AG | 0,13 |
| Meetic SA | 1,3 |
| Playboy Enterp Hldg | 1,46 |
| Rentabiliweb Group | 0,9 |
| moyenne Charme | 0,9475 |
| mediane Charme | 1,1 |
| Rue du Commerce SA | 0,88 |
| ldlc.com SA | 1,18 |
| moyenne distrib Internet | 0,67 |
| mediane distrib Internet | 0,6 |
| mediane globale | 1,04 |
| moyenne globale | 1,04 |

Source: Global Equities, Thomson Financial

Perspectives à partir de 2012

- croissance moyenne du chiffre d'affaires de 5,6% jusqu'en 2016,
- marge opérationnelle qui passe de 18% en 2013 à 15% 2016,
- BFR normatif négatif de -15,6% du CA,
- Taux de croissance à l'infini de 1,5%

Valorisation de Dreamnex par la méthode du DCF

| | |
|-------------------------------------|----------------|
| Valeur d'entreprise | 140 163 |
| (-) dettes nettes au 30 06 07 | - 10 320 |
| (-) î minoritaires | 0 |
| (+) actifs financiers | 0 |
| (+) IDA | 0 |
| Valeur des Kp | 150 483 |
| Capi estimée (décote de 20%) | 120 387 |
| Valeur par action | 49,4 |

Source: Global Equities

Table de sensibilité : croissance à l'infini et taux d'actualisation – Cours en €

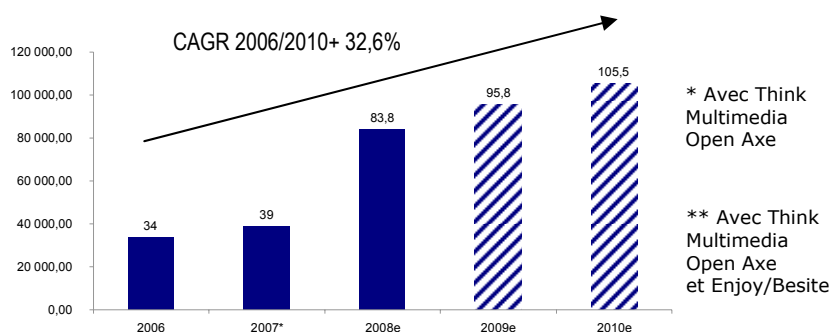
| | 0,5% | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% |
|--------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 8,3% | 60,9 | 63,5 | 66,6 | 70,1 | 74,3 | 79,3 | 85,2 |
| 8,8% | 56,6 | 58,9 | 61,5 | 64,4 | 67,8 | 71,9 | 76,6 |
| 9,3% | 52,9 | 54,8 | 57,0 | 59,5 | 62,3 | 65,6 | 69,5 |
| 9,8% | 49,5 | 51,2 | 53,1 | 55,2 | 57,6 | 60,3 | 63,5 |
| 10,3% | 46,6 | 48,0 | 49,4 | 51,4 | 53,4 | 55,7 | 58,4 |
| 10,8% | 43,9 | 45,1 | 46,5 | 48,1 | 49,8 | 51,7 | 54,0 |
| 11,3% | 41,4 | 42,5 | 43,7 | 45,1 | 46,6 | 48,2 | 50,1 |
| 11,8% | 39,2 | 40,2 | 41,2 | 42,4 | 43,7 | 45,1 | 46,7 |
| 12,3% | 37,2 | 38,0 | 39,0 | 40,0 | 41,1 | 42,4 | 43,7 |

Source: Global Equities



Perspectives 2008-2010

Variation du CA 2006-2009 – en K€

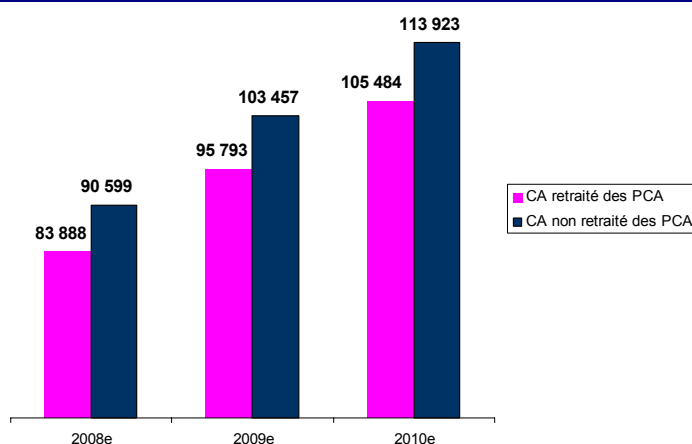


Source: Global Equities, société

Point comptable sur le chiffre d'affaires

Compte-tenu du modèle d'abonnements liés à la majeure partie de l'activité de Dreamnex (services & contenu), le chiffre d'affaires doit être retraité des Produits Constatés d'Avance (PCA) à la fin de l'exercice. Ainsi, le tableau ci-dessous décrit l'évolution du chiffre avec et sans retraitement des PCA. Dans nos estimations, les PCA devraient avoir un impact de l'ordre 8% du chiffre d'affaires chaque année.

Évolution du chiffre d'affaires avec et sans retraitement des PCA entre 2008-2010



Source: Global Equities



La marge opérationnelle devrait s'établir à 18,8% en 2007

En 2006, la marge opérationnelle avait subi une légère érosion (14,9%) liée à une hausse des charges liées à :

- des impayés
- une hausse des frais de sécurisation des moyens de paiement.

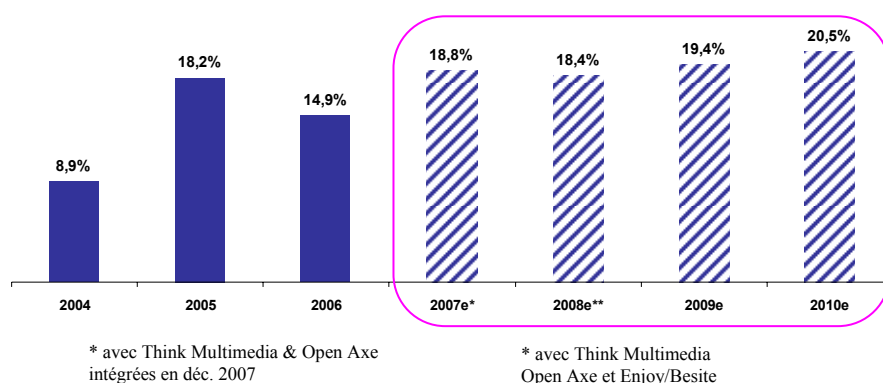
Ces frais devraient ressortir autour de 5% en 2007 et toucher un point bas dès 2008 entre 3% et 4% du chiffre d'affaires.

De plus, l'impact positif des acquisitions de Think MultiMedia et Open Axe prend tout son sens dès l'exercice 2007. En effet, la réduction du poste Autres Achats et Charges Externes induite devrait avoir incidence positive de l'ordre de 2% sur la marge opérationnelle.

Enfin, la consolidation au 1^{er} janvier du groupe belge Enjoy devrait engendrer des synergies commerciales favorables qui devraient commencer à porter ses fruits dès 2008. Cependant, même si le rapprochement des deux structures permettront des économies d'échelle substantielles, la rentabilité opérationnelle plus faible de d'Enjoy pourrait avoir un impact sur la marge opérationnelle du nouvel ensemble en 2008 avec une appréciation progressive dès 2009.

Ainsi, selon nos estimations, les différents effets de levier cités ci-dessus devraient permettre à Dreamnex de dégager dès 2009 une marge opérationnelle de 19,4% et de 20% en 2010.

Evolution de la marge opérationnelle 2005-2009



Source: Global Equities, société



Des investissements qui pèsent temporairement sur les Free Cash Flow

Les investissements liés aux acquisitions font apparaître un Free Cash Flow négatif pour 2007 et 2008 importants. Cependant, la structure peu capitalistique de Dreamnex est un facteur qui devrait permettre à la société de générer des Free Cash Flow substantiels dès 2009 avec un taux de conversion rapporté au résultat opérationnel supérieur à 70% en moyenne d'ici 2010 et par la suite à un rythme normalisé de 67%.

L'activité « Rencontres » : un virage stratégique forcé

Lancée en 2007 sur un mode de fonctionnement à téléchargement, la société Dreamnex avait développé initialement un logiciel pour l'activité rencontres en collaboration avec la société Fincream en 2006. Notons que Dreamnex exploitait ce logiciel sous sa propre marque sous le nom de Dial Messenger. En avril 2007, la société Fincream (Carpe diem) a été revendue à Rentabiliweb (société cotée sur Alternext Paris). Pour faire face à une interdiction d'utilisation prononcée par du Tribunal de Paris dans une ordonnance datée du 26 septembre, Dreamnex a fait développer une nouvelle version du logiciel par un autre prestataire technique. Le nouveau logiciel « WeFlirt » naît avec de nouvelles fonctionnalités.

Le 21 février 2008, la Cour d'Appel de Paris a étendu l'interdiction d'exploitation au logiciel Weflirt, sous un mois, considérant que ce logiciel est « le résultat des évolutions, par modifications et mises à jour successives, du logiciel conçu et produit par la société Fincream ». Cette décision a été associée à la fixation, à titre conservatoire, des dommages et intérêts à hauteur de 500 K€ au profit de Carpe Diem Belgique. Par ailleurs, la Cour d'Appel de Paris a demandé qu'une expertise judiciaire soit effectuée afin de comparer le logiciel de Fincream et celui de Dreamnex. Après une discussion avec le management, ces derniers ce montrent confiants dans la faculté à démontrer que le logiciel WeFlirt est un développement propre et différent de Dial Messenger. Dreamnex fait aussi savoir qu'elle a assigné les sociétés Fincream et Carpe Diem Belgique devant le Tribunal de Commerce d'Aix-en-Provence pour suspension abusive du contrat de coédition du logiciel Dial Messenger.

Au vu de ces événements et compte tenu de la croissance rapide de cette activité, la société a développé en parallèle un nouveau service de rencontres via un site web sans téléchargement : EdenFlirt. D'après les estimations de la société, les incidents récents et le transfert des abonnés sur la nouvelle offre pourrait avoir un impact négatif de l'ordre de 30%. Nous partageons ces hypothèses et nous prévoyons un chiffre d'affaires de l'ordre de 5 M€ dans cette activité.

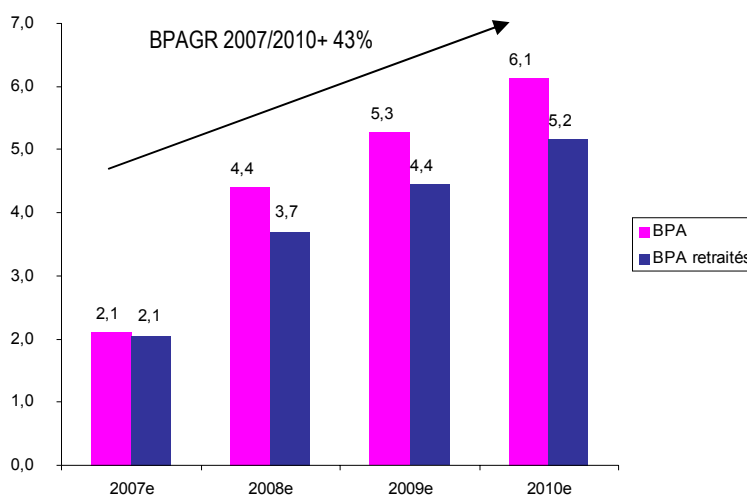


Une croissance moyenne annuelle de 43% des BPA par an d'ici à 2010

Le résultat net devrait s'élever à 5,1M€ en 2007 (avec Think Multimedia & Open Axe). Au cours des prochaines années, Dreamnex devrait enregistrer une croissance moyenne annuelle de ses BPA de 43% d'ici à 2010. En intégrant, les augmentations de capital réservées prévues lors des acquisitions de Think Multimédia, Open Axe et Enjoy, la croissance des BPA retraités ressort à +36%.

Par ailleurs, la société bénéficie d'une structure financière extrêmement saine avec une trésorerie nette de plus de 10 M€ au 30 juin 2007 et l'absence de dettes financières.

Evolution des BPA 2007e-2010e



Source: Global Equities, société



Analyse SWOT

Forces

- une position de leader en Europe
- un historique de croissance et de rentabilité
- une forte visibilité sur Internet
- une structure à faible intensité capitalistique à fort effet de levier
- une structure financière saine
- un management de qualité

Opportunités

- un marché dynamique en forte croissance
- un acteur structurant du marché
- des relais de croissance avérés via l'activité de rencontres, l'internet mobile, etc...
- un potentiel géographique vers d'autres pays en Europe, et... les Etats-Unis ?

Faiblesses

- Absence de Dreamnex sur les principaux marchés du charme : l'Asie les Etats-Unis
- un contexte réglementaire et politique strict
- absence d'indicateurs de suivi du marché

Menaces

- impact sur les marges lié à tension sur les prix véhiculés par l'essor de la commercialisation des produits érotiques
- Fort dynamisme des « major » américaines
- Modalités de continuité de l'activité du service de rencontres



Comptes prévisionnels

| Compte de résultat K€ | 2006 | 2007e | 2008e | 2009e | 2010e |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| CA | 33 996 | 39 040 | 83 888 | 95 793 | 105 484 |
| Var. % | 24% | 14,8% | 114,9% | 14,2% | 10,1% |
| EBITDA | 5 329 | 7 933 | 17 199 | 20 521 | 23 733 |
| EBIT | 5 050 | 7 347 | 15 410 | 18 540 | 21 594 |
| Marge op. | 14,86% | 18,82% | 18,37% | 19,35% | 20,47% |
| Résultat financier | -511 | 444 | 841 | 915 | 1 038 |
| Impôt | 1 558 | 2 649 | 5 525 | 6 615 | 7 695 |
| Résultat net | 2 095 | 5 142 | 10 726 | 12 840 | 14 938 |

| Bilan K€ | 2006 | 2007e | 2008e | 2009e | 2010e |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Immobilisations nettes | 6 886 | 15 001 | 59 415 | 59 347 | 59 331 |
| Stocks et en-cours | 741 | 1 073 | 2 489 | 2 843 | 3 130 |
| Clients et cptes rattachés | 3 996 | 4 294 | 9 966 | 11 380 | 12 532 |
| Disponibilités & FCP | 1 950 | 23 480 | 24 640 | 27 741 | 31 660 |
| Autres créances | 1 163 | 1 171 | 2 718 | 3 104 | 3 418 |
| Total actif | 14 736 | 45 019 | 99 228 | 104 414 | 110 070 |
| Capitaux propres | 4 662 | 25 844 | 48 849 | 56 326 | 64 843 |
| Provisions | 1 801 | 298 | 324 | 324 | 324 |
| Dettes Financières | 2 718 | 7 108 | 22 255 | 15 085 | 7 915 |

| Tableau de flux K€ | 2006 | 2007e | 2008e | 2009e | 2010e |
|------------------------------|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Cash flow d'exploitaiton | -582 | 9 868 | 18 735 | 16 150 | 18 079 |
| Capex | 6 005 | 8 700 | 45 000 | 517 | 570 |
| Cash flow disponible | -6 587 | 1 168 | -26 265 | 15 633 | 17 509 |
| Conversion EBITDA/ CFD | -1,24 | 0,15 | -1,53 | 0,76 | 0,74 |
| Flux d'investissement | 6 005 | 8 700 | 45 000 | 517 | 570 |
| Dividendes | 2 880 | 1 048 | 2 571 | 5 363 | 6 420 |
| Augmentation de capital | 2 790 | 17 020 | 14 850 | 0 | 0 |
| Flux de financement | 1 094,70 | 20 362 | 27 426 | -12 533 | -13 590 |

| Ratios | 2006 | 2007e | 2008e | 2009e | 2010e |
|--------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Mop | 14,9% | 18,8% | 18,4% | 19,4% | 20,5% |
| marge nette | 6,2% | 13,2% | 12,8% | 13,4% | 14,2% |
| Gearing net | 16% | -68% | -5% | -22% | -37% |
| ROE | 57,4% | 33,7% | 28,7% | 24,4% | 24,7% |
| ROCE | 87,5% | 36,0% | 28,5% | 32,1% | 34,8% |
| BFR en % du CA | -3,8% | -14,7% | -13,7% | -13,7% | -13,7% |

Source : Global Equities, société



Relations entre le département de *Corporate Finance* de Global Equities et la société ?

NON

Conflit d'intérêt entre la société et Global Equities ?

NON

Conflit d'intérêt entre la société et l'analyste financier ?

NON

L'analyse financière a-t-elle été communiquée à la société avant sa publication ?

NON

Ventilation des recommandations de Global Equities

ACHAT (potentiel de hausse de plus de 10%) : 75%

NEUTRE (potentiel de variation compris entre -10% et +10%) : 17%

VENTE (potentiel de baisse de plus de 10%) : 8%

Le présent document a pour seul but d'informer, et son contenu ne doit pas être considéré ni comme une offre, ni comme une sollicitation d'offre, d'acheter ou de vendre un des instruments financiers, ni comme une offre contractuelle en général; et aucune garantie n'est donnée concernant son exactitude, son caractère exhaustif ou sa transparence. Nous vous prions de bien vouloir solliciter l'avis de votre propre conseil juridique ou tout autre professionnel compétent concernant le contenu de ce Message.

Les informations contenues dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les opinions et recommandations exprimées dans ce document reflètent le contexte actuel et elles peuvent être révisées à tout moment sans préavis. Le présent document et les informations qu'il contient ne peuvent être diffusés sans notre accord préalable