



Source : FactSet Research

Marché	Euronext Growth
ISIN / Mnémonique	FR0010820274 / ALREW
Reuters / Bloomberg	ALREW.PA / ALREW FP
Indice	Euronext GROWTH
Eligibilité PEA-PME	Oui
Capitalisation (M€)	98,9
Flottant (%)	30,1%
Nbre de Titres (Mio)	49,437
Date de clôture	31-Déc

	18	19e	20e
PER	9,1	3,8	6,8
PCF	9,0	ns	4,2
VE/CA	0,4	0,5	0,3
VE/ROP	7,9	ns	4,8
PAN	2,3	1,3	1,0
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-2,0%	-5,7%	10,7%
ROACE	28,1%	51,5%	22,2%

CA	177,5	294,4	401,3
CA précédent	177,5	297,3	466,0
var. n/n-1	-4,4%	65,8%	36,3%
EBE	11,1	29,6	30,5
ROC	7,9	25,5	24,4
% CA	4,5%	8,7%	6,1%
ROP	8,0	-9,1	24,4
% CA	4,5%	-3,1%	6,1%
RN Pdg publié	6,9	25,4	12,8
% CA	3,9%	8,6%	3,2%

BNPA	0,17	0,52	0,30
BNPA précédent	0,17	-0,30	0,39
var. n/n-1	295,3%	209,0%	-43,6%
BNPA Cor	0,17	0,52	0,30
ANPA	0,7	1,5	2,0
Dividende net	0,00	0,00	0,00
Gearing	38,9%	58,0%	37,5%

Jeremy Sallée, CFA, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
sallee@portzamparc.fr

19 mars 2020

Cours : 2,00€

Objectif : 3,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

1 : Acheter 2 : Renforcer 3 : Conserver 4 : Alléger 5 : Vendre

Cours au 18/03/2020

CA & Résultats 2019 – Contact Dirigeant

Publication exceptionnelle !

Reworld Media enregistre des résultats nettement supérieurs à nos attentes (EBITDA 29,6M€ 10,1% vs PZP 18,5M€ 6,2%). Le CA est quant à lui en ligne (294,4M€ +66% vs PZP 297,3M€) dans l'ensemble des BU. En Pro-Forma (PF) le CA ressort à 462,2M€ (-6%) et l'EBITDA à 8,7% (+40bp). Compte tenu de la faible visibilité liée au COVID-19 aucune guidance n'a été communiquée.

Des résultats portés par le redressement du Print au S2 et par le succès de l'intégration de MF (Mondadori France)

Le triplement de l'EBITDA et du REX (25,5M€ 8,7% vs PZP 14,1M€ 4,7%) sur la période est nettement supérieur à nos attentes. L'écart provient essentiellement des activités **Print (53% CA 2019 et 71% EBITDA groupe, EBITDA 13,5% vs PZP EBITDA 6,8%e / en PF CA 317,4M€ -9,1%, EBITDA 10,2% +0,4pt)** qui a vu sa marge se redresser fortement sur le S2 (en PF EBITDA 12,6% +2,6 pts), après des résultats S1 (en PF EBITDA 7,8% -1,7pts) perturbés par l'acquisition de MF (focus des équipes RM sur l'opération et période d'incertitudes chez MF). Sur 2019 nous notons dans le Print 1/ une contribution significative de MF (114M€ CA, EBITDA 15%) qui a bénéficié des premiers effets de restructuration/synergies que nous avons manifestement largement sous-estimés (EBITDA 8,4%) et 2/ d'un net redressement de la rentabilité du Print historique (EBITDA 6,1% vs PZP 2,5%) sur le S2 (EBITDA S2 11% vs S1 1,3%).

Le digital confirme tout son potentiel

Une autre bonne surprise concerne la rentabilité du Digital (**47% CA et 29% EBITDA groupe, EBITDA 6,2% vs PZP EBITDA 5,6%e / en PF CA 144,9M€ +2%, EBITDA 5,6% +0,7pt**) et plus particulièrement celle de MF. Si l'activité Performance (Tradedoubler 79% CA Digital) ressort en dessous de nos attentes sur l'EBITDA (3% vs PZP 3,6%) et l'activité Branding historique (14% CA Digital, CA +21% EBITDA 20% -8pts) en ligne, la performance du Digital de MF (4,4M€ CA) nous impressionne et révèle déjà tout son potentiel avec une marge d'EBITDA de 21% sur le S2 (vs une perte au S1 et une perte de -1,5M€ en 2018), et de 6,6% sur l'année, là où nous avons anticipé un EBITDA flat. Cette performance dévoile le potentiel et la vitesse d'exécution de RM dans le développement de la digitalisation des audiences de MF. A titre d'exemple,, au T1 2020 l'inventaire digital de MF a progressé de +82% (262 M de pages vues) vs +25% au T4.

Au global Reworld enregistre un résultat exceptionnel de -34,6M€ dont -31,8M€ liés à MF (principalement les clauses de cession) qui est compensé par une reprise sur amortissement d'écart d'acquisitions de 35,1M€. Le RNpdg ressort ainsi en forte progression à 25,4M€. La génération de cash (hors éléments exceptionnels) est excellente et ressort à 18,2M€, soit un FCF yield de près de 14%. La DFN ressort à 42M€ soit un ratio DFN/EBITDA de 1,4x.

Quid du COVID-19 ?

Cette publication, nettement supérieure à nos attentes, était de nature à relever significativement notre scénario 2020. Néanmoins la faible visibilité liée à la crise sanitaire actuelle nous incite à la prudence. A ce stade nous relevons que la production du groupe éditoriale et industrielle n'est pas impactée. Nous pensons que les activités les plus à risque sont les investissements des annonceurs chez Tradedoubler et dans une moindre mesure pour le Branding ainsi que la vente de magazines au numéro. Les ventes d'abonnement devraient servir d'amortisseurs. Compte tenu de ces éléments nous abaissons principalement notre scénario topline 2020 et tablons désormais sur un CA de 401,3M€ (vs 466M€ précédemment) en croissance de +36,3% (-8,4% à pc) et sur une marge d'EBITDA de 7,6% vs 7,7% précédemment.

Reworld Media nous surprend fortement sur cette publication et confirme le succès de l'intégration de MF qui s'est déroulée avec succès et dans des proportions bien supérieures à nos attentes. Nous en ressortons encore plus convaincus par la pertinence du modèle de RM et par le potentiel du développement des marques de MF dans le Digital. Cette belle publication était de nature à relever significativement notre scénario de marge 2020 mais la faible visibilité liée au COVID-19 nous incite à la prudence et à abaisser significativement notre topline 2020. Suite à la mise à jour de notre scénario et des pairs nous ajustons notre objectif de 4,2€ à 3€ (DCF 2,9€ / Pairs 3€) et confirmons notre recommandation Acheter (1).

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <http://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de la Société de Bourse Portzamparc sur une période de 12 mois.

La mise à jour des recommandations intervient, soit à l'occasion d'un commentaire lié à une publication officielle ou légale, soit à l'occasion d'un événement exceptionnel (croissance externe, accords significatifs).

Date	Analyste	Objectif de prix	Cours de clôture	Ancienne Recommandation	Nouvelle Recommandation
07/10/2019 8:30	Jeremy Sallée, CFA	4,10€	2,51€		Acheter

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

<i>Société</i>	<i>Détail des conflits d'intérêts potentiels</i>
Reworld Media	

1. La Société de Bourse Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par la Société de Bourse Portzamparc;
3. La Société de Bourse Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. La Société de Bourse Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. La Société de Bourse Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. La Société de Bourse Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc Société de Bourse s'est engagée à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur;
7. La Société de Bourse Portzamparc a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquemment modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08