



18 mars 2021

Cours : 3,64€

Objectif : 4,90€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

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

Cours au 17/03/2021

Résultats 2020 - Contact

Résilience de la rentabilité meilleure que celle attendue

En dépit de la crise sanitaire, Reworld Media publie une progression de ses résultats annuels Pro Forma qui s'avère être supérieure à nos attentes. Nous estimons que le groupe dispose de plusieurs leviers pour conserver son CA et continuer d'accroître sa rentabilité.

Normalisation de l'activité confirmée au S2

Reworld affiche un CA 2020 de 424,7M€ (+44% -8% PF) globalement en ligne avec nos attentes (422,5M€ -8,6%PF) avec une activité BtoC (60% CA) en retrait de -9% (-4% dans l'abonnement et BtoB (40% CA) en baisse de -7%. L'activité S2 (-3,5%) s'est particulièrement bien redressée dans le BtoB qui enregistre une croissance positive de +1,4% (vs S1 -15%). Cette BU a été essentiellement soutenue par la très bonne performance du Digital (82% CA BtoB, CA 2020 +3%; S2 +11%), tandis que les autres activités (18% CA BtoB), qui comprennent la publicité papier, ont chuté de -36% (impact COVID). Sur l'ensemble de l'exercice, le BtoC a confirmé sa résilience malgré un impact Covid-19 et le dépôt de bilan de Presstalis concentré dans les ventes à l'acte (52% CA BtoC -14%). Toutefois, le recul des ventes à l'acte est contrebalancé par la résistance des abonnements (46% CA BtoC -4%).

Résultats supérieurs à nos attentes soutenues par la résilience du BtoC

La rentabilité ressort 1pt au dessus de nos attentes sur l'EBITDA (41,4M€ 9,7% CA vs PZP 38,1M€ 8,7%) et de 2pts sur l'EBIT (8,8% vs PZP 6,9%). Le RNpdg est pénalisé par des charges exceptionnelles de 26M€ en lien avec le dépôt de bilan de Presstalis et l'arrêt de Grazia. Sur l'EBITDA, Reworld a profité de la forte progression de la rentabilité du BtoC en hausse de près de 5pts à 8,8% (effet synergie MF, rationalisation des coûts de production et maîtrise des charges variables). La marge du BtoB recule de 5pts à 11% du fait du maintien des investissements dans le digital alors que l'activité d'affiliation s'est bien tenue sur l'ensemble de l'année (Tradedoubler CA +2% EBITDA 5% +1pt). Notons que la normalisation de l'activité sur le S2 a permis de retrouver un niveau de rentabilité proche de n-1 (15% -3pts). La génération de FCF est excellente (21M€ vs PZP 4M€) et permet d'abaisser la DFN à 24,3M€ soit 0,6x DFN/EBITDA.

Confiance pour 2021

Le management ne communique sur aucune guidance chiffrée pour 2021. Après un exercice 2020 particulièrement résilient, le management se montre confiant pour profiter de la reprise sur l'ensemble de ses marchés. Nous comprenons que 1/ le BtoC devrait voir son rythme de décroissance être atténué par les nombreux développements de contenus et de services réalisés en 2020 (4 nouveaux magazines, SVOD, podcast, Formations, Voyages) et qui se poursuivront en 2021 et 2/ que le BtoB devrait bénéficier sur son CA et sur ses marges (EBITDA 2021 14%e) du rebond de la publicité papier et digital, de l'élargissement de son offre (solutions Adtech événements digitaux), d'un double effet inventaire et prix dans le Digital et du maintien d'un bon niveau de performance de l'affiliation.

Ces éléments nous amènent à rehausser notre scénario 2021 sur le CA et l'EBITDA (11,1% vs 9,7% précédemment) ainsi que notre objectif de cours de 4,1€ à 4,9€. La valorisation demeure particulièrement attractive (FCF yield >10%, VE/EBITDA 2021 4,6x).

Source : FactSet Research

Marché	Euronext Growth
ISIN / Mnémonique	FR0010820274 / ALREW
Reuters / Bloomberg	ALREW.PA / ALREW FP
Indice	Euronext GROWTH
Éligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	197,9
Flottant (%)	41,6%
Nbre de Titres (Mio)	54,362
Date de clôture	31-Déc

	19	20e	21e
PER	5,0	14,0	6,3
PCF	ns	11,6	4,6
VE/CA	0,6	0,5	0,5
VE/ROP	ns	19,7	4,7
PAN	1,5	1,8	1,4
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-6,5%	10,0%	16,9%
ROACE	29,6%	25,2%	20,9%

CA	294,4	424,7	425,7
CA précédent	294,4	422,5	411,4
var. n/n-1	65,8%	44,3%	0,2%
EBE	29,6	41,4	47,4
ROC	25,5	37,4	41,8
% CA	8,7%	8,8%	9,8%
ROP	-9,1	11,6	41,8
% CA	-3,1%	2,7%	9,8%
RN Pdg publié	25,4	12,8	28,6
% CA	8,6%	3,0%	6,7%

BNPA	0,52	0,26	0,58
BNPA précédent	0,52	0,26	0,41
var. n/n-1	206,4%	-49,9%	123,7%
BNPA Cor	0,52	0,26	0,58
ANPA	1,7	2,1	2,7
Dividende net	0,00	0,00	0,00
DFN	42,0	24,3	-5,9

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

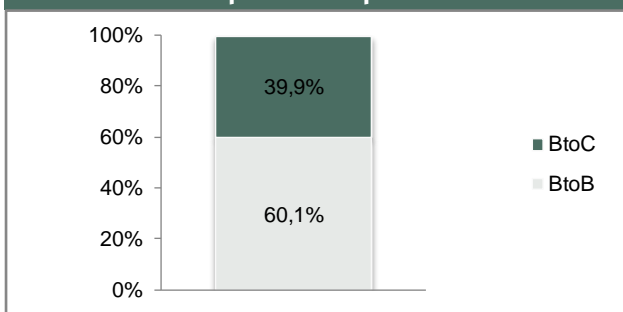
REORLD MEDIA

Exploitation	15	16	17	18	19	20e	21e	22e
CA	60,2	174,1	185,6	177,5	294,4	424,7	425,7	426,4
var. n/n-1	26,2%	+ / ++	6,6%	-4,4%	65,8%	44,3%	0,2%	0,2%
var. organique	-	-	-	-	-1,1%	-8,6%	0,2%	0,2%
EBE	1,1	4,4	7,5	11,1	29,6	41,4	47,4	48,4
ROC	0,1	1,1	3,9	7,9	25,5	37,4	41,8	42,7
var. n/n-1	- / +	+ / ++	+ / ++	+ / ++	+ / ++	46,9%	11,7%	2,3%
ROP	-4,8	-5,3	1,8	8,0	-9,1	11,6	41,8	42,7
RCAI	0,0	0,9	3,6	7,3	21,5	30,6	38,4	42,7
IS	0,0	-0,6	-0,5	-0,6	2,2	-0,1	-10,2	-10,7
RN Pdg publié	3,6	-6,6	1,8	6,9	25,4	12,8	28,6	32,4
RN Pdg corrigé	3,6	-6,6	1,8	6,9	25,4	12,8	28,6	32,4
var. n/n-1	- / +	+ / -	- / +	+ / ++	+ / ++	-49,7%	+ / ++	13,4%
Tmva CA 2017 / 2021e	23,1%							
Marge brute (%)	75,0%	42,5%	43,4%	45,3%	61,9%	67,1%	67,9%	67,9%
Marge opérationnelle (%)	-8,0%	-3,0%	0,9%	4,5%	-3,1%	2,7%	9,8%	10,0%
Marge nette (%)	6,0%	-3,8%	0,9%	3,9%	8,6%	3,0%	6,7%	7,6%
Taux IS (%)	166,7%	63,0%	14,7%	7,7%	-10,1%	0,2%	26,5%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-18,7%	-16,8%	-15,7%	-15,4%	-15,9%	-15,9%	-15,5%	-15,3%
CA/effectif (K€)	287	322	380	392	440	437	447	453
var. n/n-1	38,3%	12,3%	17,9%	3,3%	12,2%	-0,5%	2,3%	1,2%
Effectif moyen	210	541	489	453	670	971	952	942
var. n/n-1	-8,7%	+ / ++	-9,6%	-7,4%	47,8%	45,0%	-2,0%	-1,0%

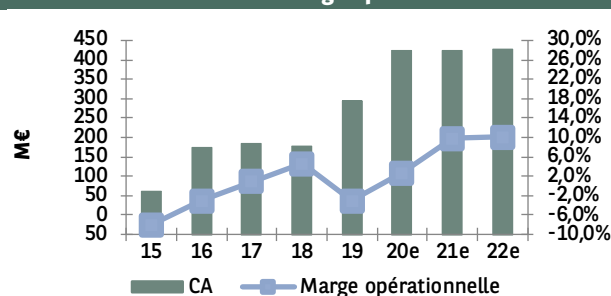
Bilan	15	16	17	18	19	20e	21e	22e
Fonds propres Pdg	9,2	7,7	19,8	26,8	85,2	102,1	130,6	163,0
Dettes financières nettes	-11,3	-0,8	8,2	10,4	42,0	24,3	-5,9	-37,8
Autres	-7,7	-2,1	-5,7	-7,3	10,5	10,4	10,4	10,4
Capitaux investis	-9,8	4,9	22,2	30,0	149,0	147,6	145,7	145,8
Immobilisations nettes	19,6	36,3	45,0	46,3	219,1	222,9	220,7	219,6
dont écarts d'acquisition	0,1	24,6	33,6	35,3	34,8	37,1	37,1	37,1
dont financières	18,2	4,6	4,7	4,4	6,6	5,3	5,3	5,3
BFR	-11,1	-26,8	-18,1	-12,0	-63,6	-69,9	-69,7	-68,5
Actif économique	-9,8	4,9	22,2	30,0	149,0	147,6	145,7	145,8
Gearing (%)	-123,1%	-10,0%	41,3%	38,9%	43,5%	21,5%	-4,2%	-21,8%
BFR/CA (%)	-18,5%	-15,4%	-9,8%	-6,7%	-21,6%	-16,5%	-16,4%	-16,1%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	1,1	0,9	1,4	0,6	ns	ns
ROE (%)	39,3%	ns	8,9%	25,6%	29,8%	12,5%	21,9%	19,9%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	25,9%	28,1%	29,6%	25,2%	20,9%	22,0%

Financement	15	16	17	18	19	20e	21e	22e
Cash Flow	-6,7	-1,6	2,8	7,0	2,2	15,5	38,4	42,3
Variation BFR	1,4	-2,4	-9,0	-4,9	-6,6	9,3	-0,2	-1,2
Investissements industriels	-1,2	-3,9	-3,5	-3,3	-3,8	-7,0	-8,0	-9,1
% du CA	2,0%	2,3%	1,9%	1,9%	1,3%	1,6%	1,9%	2,1%
Cash Flow Libre	-6,5	-7,9	-9,7	-1,3	-8,2	17,8	30,2	31,9
Cessions d'actifs	0,9	0,7	0,2	0,3	0,1	1,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	23,3	-0,1	-1,8	-52,3	-2,5	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	7,2	-0,3	0,0	-0,1	30,8	3,0	0,0	0,0
Autres	-0,3	-5,3	18,5	5,0	-1,9	-1,5	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	1,3	10,5	9,0	2,3	31,5	-17,7	-30,2	-31,9
Dettes financières nettes	-11,3	-0,8	8,2	10,4	42,0	24,3	-5,9	-37,8

Répartition CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



REWORLD MEDIA

Données par action	15	16	17	18	19	20e	21e	22e
BNPA	0,10	-0,18	0,04	0,17	0,52	0,26	0,58	0,66
var. n/n-1	-/+	+/-	-/+	+/>+	+/>+	-49,9%	+/>+	13,4%
CFPA	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,0	0,3	0,8	0,9
ANPA	0,3	0,2	0,5	0,7	1,7	2,1	2,7	3,3
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2017 / 2021e	91,9%							
Tmva CFPA 2017 / 2021e	84,0%							

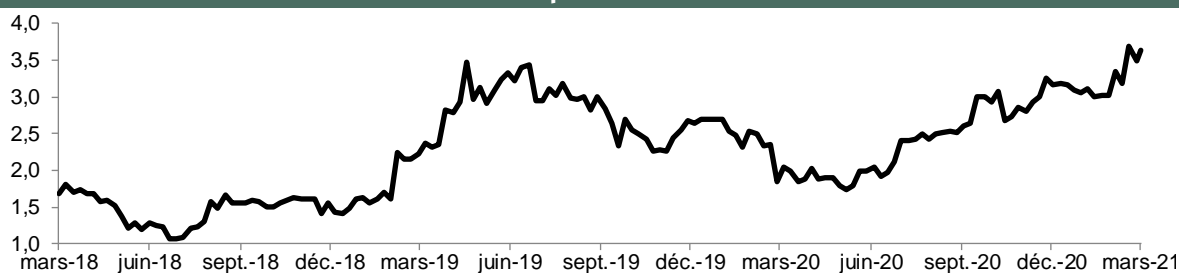
Valorisation	15	16	17	18	19	20e	21e	22e
PER (x)	10,8	ns	46,6	9,1	5,0	14,0	6,3	5,5
PCF (x)	ns	ns	29,3	8,9	ns	11,6	4,6	4,2
PAN (x)	4,2	4,9	4,1	2,3	1,5	1,8	1,4	1,1
VE/CA (x)	0,0	0,2	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4
VE/EBE (x)	1,6	6,3	10,4	5,7	5,9	5,5	4,2	3,4
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	7,9	ns	19,7	4,7	3,9
Free Cash Flow Yield (%)	-16,6%	-20,8%	-11,8%	-2,0%	-6,5%	10,0%	16,9%	17,9%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	31,3	33,0	74,1	57,8	129,0	197,9	197,9	197,9
Valeur d'Entreprise (VE)	1,8	27,6	77,6	63,9	175,6	227,8	197,3	165,0
Cours de référence (€)	1,1	1,0	2,0	1,5	2,6	3,6	3,6	3,6
Nb de titres (Mio)	28,470	31,929	37,073	37,617	49,655	54,362	54,362	54,362
Nb de titres corrigé (Mio)	35,419	36,931	40,893	40,584	55,924	54,049	54,049	54,049
% de la dilution	24,4%	17,7%	12,8%	10,3%	14,2%	9,1%	9,1%	9,1%
Date d'introduction	24/11/2009							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	15	16	17	18	19	20
CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-
CA S1	-	77,3	95,2	87,0	86,5	200,7
ROP S1	-	-1,2	0,7	1,9	1,0	-7,0
RN pdg corrigé S1	-	-3,2	0,9	1,9	0,3	0,7
Marge opérationnelle S1	-	-1,6%	0,7%	2,2%	1,2%	-3,5%
Marge nette S1	-	-4,1%	0,9%	2,1%	0,4%	0,3%
CA T3	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-
CA S2	-	96,8	90,4	90,5	207,9	224,0
ROP S2	-	-4,0	1,1	6,1	-10,2	18,6
RN pdg corrigé S2	-	-3,4	0,9	5,0	25,0	12,1
Marge opérationnelle S2	-	-4,2%	1,2%	6,7%	-4,9%	8,3%
Marge nette S2	-	-3,5%	0,9%	5,5%	12,0%	5,4%

Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-
CA S1	-	-/+	23,2%	-8,5%	-0,6%	+/>+
CA S2	-	-/+	-6,6%	0,1%	+/>+	7,7%
ROP S1	-	-/-	-/+	+/>+	-46,4%	+/-
ROP S2	-	-/-	-/+	+/>+	+/-	-/+

Historique de cours



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).

Pas de changement de recommandation sur les 12 derniers mois

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