

Achat	Potentiel	39%
Objectif de cours		9,80 €
Cours au 24/03/2022 (c)		7,05 €
Euronext Growth		
Reuters / Bloomberg	ALREW.PA / ALREW.FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-5,6%	26,1%	-8,4%	54,9%
Perf CAC Small	-9,4%	3,5%	-7,4%	1,5%

Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M€)	3912
Nb de titres (en millions)	55,5
Volume 12 mois (titres)	107 743
Extrêmes 12 mois	3,57 € / 7,85 €

Actionnariat

Flottant	48,1%
Management	25,1%
Investisseurs institutionnels	21,5%
Auto-contrôle	5,3%

Données financières (en M €)

au 31/12	2020	2021	2022e	2023e
CA	424,7	469,8	495,0	524,0
var %	44,3%	10,6%	5,4%	5,9%
EBE	42,9	66,8	68,6	74,7
%CA	10,1%	14,2%	13,9%	14,2%
ROC	38,9	62,8	62,0	67,7
%CA	9,2%	13,4%	12,5%	12,9%
RN pg	12,7	38,7	39,4	44,4
%CA	3,0%	8,2%	8,0%	8,5%
Bnpa (€)	0,24	0,71	0,71	0,80
Gearing (%)	21,5%	19,1%	9,8%	1,7%
ROCE (%)	24,5%	33,4%	31,9%	31,7%
ROE (%)	11,2%	25,9%	20,5%	18,5%
Dette nette	24,3	28,6	18,8	4,0
Dividende n	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Ratios

	2020	2021	2022e	2023e
VE/CA (x)	0,4	0,6	0,8	0,8
VE/EBE (x)	3,6	4,5	6,0	5,4
VE/ROC (x)	3,9	4,8	6,6	5,9
PE (x)	9,8	7,0	9,8	8,8

Analyste :

Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
pl Laurent@elcorp.com

Reworld Media

Media

Un exercice impressionnant

Publication des résultats 2021

Reworld Media a annoncé des résultats annuels supérieurs à nos attentes avec un chiffre d'affaires consolidé de 469,8 M€ (+10,6%), un EBE de 66,8 M€ (14,2% de marge, +410bp) et un RNpg de 38,7 M€ (x3.0 vs 2020). Cette performance traduit autant l'exemplaire exécution du groupe que sa propension à anticiper les tendances de son marché, tout en innovant continuellement. Après un exercice record, le contexte inflationniste sera toutefois à surveiller dans les prochains mois car il pourrait peser sur une partie des activités du groupe.

Les synergies portent le BtoC

Le chiffre d'affaires BtoC atteint 257,1 M€ (+1,7%), à la faveur d'une hausse de près de +9,0% du panier moyen, à 4,64 €. Fort de 62 marques propriétaires et d'un pricing power évident étant donné la qualité des contenus et la fidélité de l'audience, le segment a principalement bénéficié, dans la lignée de l'exercice précédent, d'une hausse de ses prix de vente qui a partiellement compensé le déclin structurel des volumes. La diversification de l'offre vers de nouveaux formats (paywall, SVOD, podcasts), qui représente près de 5,0% du CA du segment selon nos estimations, porte par ailleurs ses fruits, avec +76,0% de croissance.

L'EBE du BtoC, à 36,1 M€ ressort en forte hausse, absolue (+12,6 M€ vs 2020), et relative (marge d'EBE de 14,0%, +470bp). Cette exceptionnelle performance est à mettre au crédit de l'intégration exemplaire de Mandadori, dont les synergies de coûts ont atteint leur plein potentiel cette année.

BtoB : toujours plus contributeur

Avec un chiffre d'affaires en hausse de +23,8%, à 212,7 M€, le pôle BtoB a surperformé le marché (+20,0%) pour atteindre un plus haut historique. Sur un effet de base favorable, l'activité a fortement rebondi, notamment dans le digital (+29,0% de croissance), qui représente désormais près de 85,0% du CA du segment, faisant de Reworld l'un des principaux groupes média digital en France.

Cette croissance a été fortement contributrice à l'EBITDA du segment, qui s'établit à 30,7 M€, soit une marge de 14,4% (+310bp) : les coûts fixes du métier sont importants et génèrent du levier opérationnel, le groupe étant entièrement propriétaire de son audience. Par ailleurs, d'après nos estimations, Tradedoubler, la filiale d'affiliation du groupe, a généré près de 120 M€ de CA sur l'année pour une marge d'EBITDA de 4,6%, ce qui implique que le reste du segment BtoB a margé à près de 30,0%.

Une lisibilité accrue au niveau du P&L

Le résultat net part du groupe a triplé sur l'exercice pour atteindre 38,7 M€. Sur les deux dernières années, Reworld a été très actif en matière de M&A, ce qui a entraîné un effet périmètre important mais aussi de lourdes charges exceptionnelles (36,6 M€ en 2019, 25,8 M€ en 2020) et impacté le bas du compte de résultat. Sur 2021, la forte baisse de ces charges (5,0 M€) permet ainsi une bien meilleure lisibilité des comptes. Le niveau d'activité présenté est purement organique, et les résultats financiers qui en découlent, normalisés.

De la génération de cash et un bilan solide

Reworld a généré un FCF de 30,6 M€ en 2021, contre 20,9 M€ en 2020, soit un taux de conversion de près de 50,0%. En matière de bilan, les principaux indicateurs sont là aussi très solides. La dette nette ressort à 28,6 M€ pour 150,0 M€ de capitaux propres, (gearing de 19% contre 21% l'année dernière), offrant au groupe la possibilité de continuer sa rigoureuse politique de croissance externe, parfaitement exécutée jusqu'à présent.

Perspectives et estimations

Cette publication nous conforte dans notre vision long-terme du groupe et la pertinence de sa stratégie. La thèse d'investissement est claire. Le management a su transformer une société 100% offline en un groupe agile, innovant, qui a su faire évoluer son modèle économique en faveur d'un rééquilibrage essentiel entre le physique et le digital. Le BtoB et le BtoC sont parfaitement complémentaires et pleinement aptes à capter, à moindre coût, les nouveaux relais de croissance du marché. En une décennie, Reworld a développé des marques fortes, est devenu le leader des médias thématiques, et a bâti des fondamentaux économiques de premier plan parmi les acteurs du marché.

A court terme, le BtoC pourrait être partiellement exposé aux pressions inflationnistes sur les matières premières (coût du papier, électricité). Reworld dispose d'un élément différenciant pour maîtriser cet impact : le pricing power. Ce dernier devra être utilisé avec parcimonie, au risque d'endommager durablement son actif. Nous tablons ainsi sur un CA BtoC 2022e de 258,4 M€ (+0,5%). En matière de rentabilité, nous estimons que la rationalisation des coûts dans le segment a été poussée à son maximum, et qu'un futur développement de la marge passera par la croissance de la top line, une fois passés les potentiels impacts de l'inflation. Nous prévoyons ainsi une marge d'EBE BtoC 2022e de 13,0%, soit un EBITDA de 33,6 M€.

Sur le segment BtoB, la groupe devrait poursuivre sa tendance de croissance rentable, tant les catalyseurs sont clairs sur un marché amené à davantage grossir. Nous estimons que le CA BtoB 2022e devrait atteindre 236,6 M€ pour une marge d'EBITDA de 14,8% (+40bp). Au niveau groupe, nous attendons donc un CA 2022e de 495,0 M€, un EBITDA de 68,6 M€ et un RNpg de 39,4 M€.

Recommandation

Suite à cette publication, nous demeurons toujours très confiants sur les perspectives du groupe et réitérons notre objectif de cours à 9,80€ avec une recommandation à l'Achat. Sur nos estimations, Reworld Media se valorise actuellement moins de 1,0x son CA 2022e et moins de 6,0x son EBITDA 2022e, ce qui nous semble peu cher payé, tant relativement que dans l'absolu, pour une société avec une croissance et un niveau de rentabilité presque sans équivalents dans son secteur.

Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'affaires	177,5	294,4	424,7	469,8	495,0	524,0
Excédent brut d'exploitation	11,5	31,6	42,9	66,8	68,6	74,7
Résultat opérationnel courant	7,9	25,5	38,9	62,8	62,0	67,7
Résultat opérationnel	7,9	25,5	37,4	59,0	62,0	67,7
Résultat financier	-0,6	-3,9	-6,8	-4,5	-5,0	-4,0
Impôts	0,4	-2,6	-4,3	11,1	14,3	15,9
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	-0,7	-0,3	3,4	3,4	3,4
Résultat net part du groupe	6,9	25,4	12,7	38,7	39,4	44,4
Bilan (M€)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e
Actifs non courants	50,3	219,2	222,9	243,1	260,3	277,8
<i>dont goodwill</i>	35,3	34,8	37,1	45,3	45,2	45,2
BFR	-13,0	-65,9	-67,7	-52,4	-36,6	-20,1
Disponibilités + VMP	16,6	54,0	104,1	122,9	132,7	147,5
Capitaux propres	26,8	96,5	113,0	149,4	192,2	239,9
Emprunts et dettes financières	27,0	96,0	128,4	151,5	151,5	151,5
Total Bilan	124,3	409,9	467,5	510,0	544,4	591,4
Tableau de flux (M€)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e
Marge Brute d'autofinancemen	8,7	5,0	19,5	44,8	49,4	54,7
Variation de BFR	4,9	6,5	-9,3	9,5	15,8	16,5
Flux net de trésorerie générés	3,8	-1,5	28,8	35,3	33,6	38,2
Investissements opérationnels	-3,9	-3,8	-9,6	-6,8	-8,9	-9,4
Investissements financiers net	0,0	-1,9	0,0	-15,9	-15,0	-15,0
Flux nets de trésorerie liés aux	-5,6	-58,1	-9,6	-26,2	-23,9	-24,4
Augmentation de capital	-0,1	30,8	-9,6	-5,2	0,0	0,0
Variation emprunts	4,9	68,4	28,9	19,1	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au finan	2,9	96,8	31,8	10,0	0,0	0,0
Variation de l'endettement finan	0,5	37,1	50,5	18,8	9,7	13,8
Ratios (%)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e
Variation chiffre d'affaires	-4,4%	65,8%	44,3%	10,6%	5,4%	5,9%
Marge EBE	6,5%	10,8%	10,1%	14,2%	13,9%	14,2%
Marge opérationnelle courante	4,5%	8,7%	9,2%	13,4%	12,5%	12,9%
Marge opérationnelle	4,5%	8,7%	8,8%	12,6%	12,5%	12,9%
Marge nette	3,9%	8,6%	3,0%	8,2%	8,0%	8,5%
Capex/CA	-2,2%	-1,3%	-2,2%	-1,4%	-1,8%	-1,8%
BFR/CA	-7,3%	-22,4%	-15,9%	-11,2%	-7,4%	-3,8%
ROCE	22,1%	16,9%	24,5%	33,4%	31,9%	31,7%
ROCE hors GW	ns	22,2%	32,5%	45,0%	41,1%	39,9%
ROE	25,6%	26,3%	11,2%	25,9%	20,5%	18,5%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e
Gearing (%)	39%	43%	21%	19%	10%	2%
Dette nette/EBE	0,9	1,3	0,6	0,4	0,3	0,1
EBE/charges financières	17,9	8,1	6,3	14,9	13,7	18,7
Valorisation	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e
Nombre d'actions (en millions)	37,6	49,7	52,6	54,3	55,5	55,5
Nombre d'actions moyen (en m	37,3	43,6	51,1	53,4	54,9	55,5
Cours (moyenne annuelle en e	1,53	2,60	2,43	5,04	6,53	6,53
(1) Capitalisation boursière moy	57,2	113,3	124,2	269,3	358,4	362,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie n	10,4	42,0	24,3	28,6	18,8	4,0
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	4,0	4,0	4,0	5,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(67,7	155,3	152,4	301,8	381,2	371,3
PER	8,3	4,5	9,8	7,0	9,1	8,2
VE/EBE	5,9	4,9	3,6	4,5	5,6	5,0
VE/ROC	8,5	6,1	3,9	4,8	6,1	5,5
VE/CA	0,4	0,5	0,4	0,6	0,8	0,7
P/B	2,1	1,2	1,1	1,8	1,9	1,5
Données par action €)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e
Bnpa	0,18	0,51	0,24	0,71	0,71	0,80
Book value/action	0,7	1,9	2,2	2,8	3,5	4,3
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations depuis 12 mois:

Achat: Depuis le 06/07/2020

Accumuler: (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

"Disclaimer / Avertissement

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de BigbBen Interactive (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif. Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80