

Achat

Objectif de cours	11,0€ (vs 9,80€)
Cours au 22/03/2022	5,09 €
Potentiel	116,1%

Données valeur

ALAGA.PA / ALGA:EN	
Euronext Paris	
Capitalisation (M€)	287,7
Nb de titres (en millions)	56,5
Volume moyen 12 mois (titres)	57 496
Extrêmes 12 mois	4,76 € 7,67 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-9,0%	-9,3%	-4,3%	-12,1%
Perf CAC Small	1,8%	-5,3%	4,2%	-10,2%

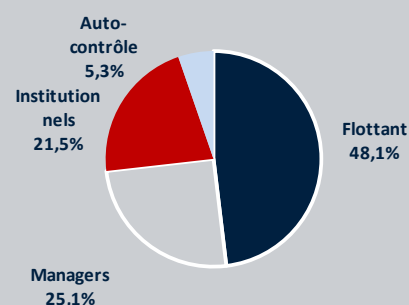
Données financières (en M€)

au 31/12	2021	2022e	2023e	2024e
CA	469,8	505,8	579,5	597,9
var %	10,6%	7,7%	14,6%	3,2%
EBE ajusté	66,8	67,4	76,5	87,0
% CA	14,2%	13,3%	13,2%	14,6%
REX	59,0	62,5	69,0	79,2
% CA	12,6%	12,4%	11,9%	13,3%
RNpg	38,7	43,0	41,8	53,2
% CA	8,2%	8,5%	7,2%	8,9%
Rnpa (€)	0,70	0,76	0,74	0,94
ROCE (%)	20,1%	15,0%	15,5%	16,5%
ROE (%)	25,9%	22,2%	17,6%	18,2%
Gearing (%)	19,1%	51,1%	32,4%	16,0%
Dette nette	28,6	99,1	76,8	46,8
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

	2021	2022e	2023e	2024e
VE/CA (x)	0,7	0,9	0,7	0,6
VE/EBE (x)	4,8	7,0	5,2	4,2
VE/ROC (x)	5,3	7,5	5,7	4,7
P/E (x)	6,7	7,9	6,9	5,4

Actionnariat



Résultats solides et valorisation attractive avec l'intégration du M&A

Publication des résultats 2022

Reworld Media publie des résultats annuels solides au titre de 2022, en ligne avec nos attentes et celles du consensus. Le chiffre d'affaires du groupe dépasse pour la première fois 500 M€ et ressort à 505,8 M€ (+7,7%, dont +3,9% en organique) pour un EBE ajusté (hors charges sociales sur AGA) de 67,4 M€, soit une marge de 13,3% (-110 bps), et un RNpg de 43 M€ (+11,1%). Le contexte inflationniste a, comme prévu, pesé sur la rentabilité du groupe après un exercice 2021 exceptionnel. Sur le moyen terme, l'intégration d'Unify à notre scénario, ainsi que la poursuite du développement du BtoB, laissent entrevoir un beau potentiel pour le titre, potentiel que nous jugeons très largement sous-estimé par le marché étant donné les niveaux de valorisation actuels de Reworld. Nous restons à Achat et relevons notre objectif de cours à 11€ (+116% d'upside).

Rigueur forcée côté BtoC

Dans la lignée du S1, en recul de -2%, le chiffre d'affaires du BtoC a continué de souffrir sur la seconde partie d'exercice pour ressortir à 249,8 M€ (-2,8%). La diversification des revenus (nouvelles thématiques et contenus, paywall, etc), combinée au pricing power du groupe, ne suffisent pas, pour le moment, à contenir le recul structurel des volumes, notamment dans la presse magazine (CA -3,7% vs 2021).

Au niveau de la rentabilité du segment, Reworld a du faire face à une inflation inédite, notamment sur le prix du papier (x2 vs 2021). Nous estimons que la casse a été très limitée grâce à l'agilité du groupe en matière de gestion des coûts et à l'arrêt des formules d'abonnement non rentables. L'EBE BtoC s'établit à 26,5 M€ sur l'année, soit une marge de 10,6% (-340 bps).

Pas de répit pour le BtoB

Le BtoB continue, quant à lui, sa marche en avant, aussi rapide qu'impressionnante. Le CA du segment ressort à 256,1 M€ en consolidé, soit une croissance de +20,4%. La partie digitale (hors pub papier) du BtoB enregistre une progression de +24,5%, soit plus de 2x la croissance du marché (+9,7%). En excluant la contribution d'Unify au T4 (17,7 M€), la croissance organique est elle aussi flatteuse, à +12,1% (+14,8% sur le digital).

Côté marges, le BtoB a généré un EBITDA de 41 M€ (marge de 16%, +160 bps) malgré l'impact pour le moment dilutif d'Unify qui réalise 0,5 M€ d'EBITDA sur le T4 (et qui est donc déjà rentable !). A périmètre constant, la marge atteint même 17%. Rappelons, pour donner un peu de perspective, que le BtoB réalisait en 2020 un peu plus de 170 M€ de CA pour une marge de 11,3%.

Un bas de P&L sans surprise

Le RNpg du groupe atteint 43 M€ sur l'exercice. Nous notons quelques éléments intéressants : 1/ une charge financière en hausse (6,3 M€ vs 4,5 M€), en lien avec l'accroissement de l'endettement du groupe dans le cadre de l'acquisition d'Unify et avec la remontée des taux, 2/ des one-offs stabilisés à 5,5 M€ (charges sur AGA + coûts de restructuration), 3/ un impôt effectif en baisse et 4/ une croissance de +10% des BPA (non dilués) du groupe, à 0,76 cts.

FCF conséquent et bilan toujours solide

Reworld a généré un FCF de 24,6 M€ sur l'exercice (>55 M€ cumulés sur 2021 et 2022), soit un taux de conversion (sur le RN) de près de 60%. Le bilan reste bien capitalisé et sans levier excessif : le leverage du groupe atteint 1,5x l'EBITDA, à 98,2 M€, ce qui laisse une marge de manœuvre relativement conséquente en cas de M&A additionnel.



Analyste
Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
plaurent@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

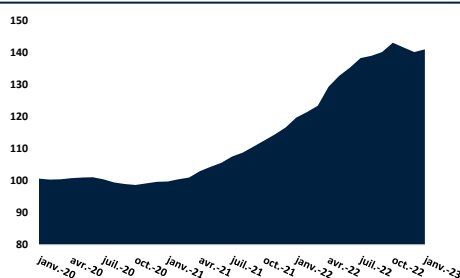
Le B2C devrait rester sous pression...

Sur 2023, nous prévoyons une évolution presque flat de la top line du BtoC et attendons un CA de 251,5 M€ (+0,7%). Nous pensons que la pression structurelle qui pèse sur les volumes devrait persister, sans être entièrement compensée par le pricing power de la société, traduisant une décroissance organique des ventes presque similaire à celle observée sur 2022 (-3%).

Ce recul devrait néanmoins être contrebalancé par le M&A: sur 2023, le segment va bénéficier d'une partie de l'intégration en année pleine du nouveau périmètre Mandadori (marques Grazia et Icon), acquis en mars 2023, que nous avons alloué par simplicité à 50-50 entre les deux segments du groupe. Nous estimons que ce nouvel ensemble va générer 16 M€ de CA en 2023, et donc 8 M€ côté BtoC. A horizon 2025, nous ne voyons pour le moment aucun élément, hors M&A additionnel, qui pourrait inverser le recul organique des volumes de Reworld et tablons ainsi sur un CA 2025e de 241,6 M€ (TCAM 2023-2025e -1%).

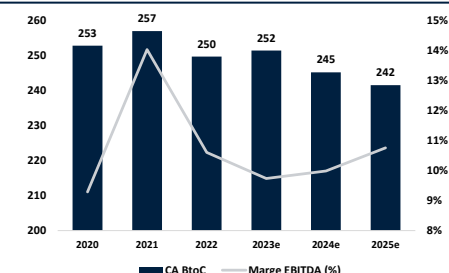
Au niveau de la rentabilité du métier, les prix du papier, s'ils semblent se stabiliser, n'ont toujours pas entamé leur phase de dégonflement et sans plus de visibilité, nous pensons qu'ils devraient à nouveau impacter négativement le segment, notamment sur le S1. Combiné à la décroissance des volumes, nous estimons que le BtoC devrait générer 9,7% de marge d'EBITDA sur l'exercice à venir, soit une dégradation de 90bps. A moyen terme, Reworld devrait retrouver une marge d'EBITDA d'environ 11% sur le BtoC, à la faveur d'un mix produits plus porteur (contenu hors papier, diversification de l'offre), de la très légère contribution des actifs de Mandadori et d'une pression moindre sur la marge brute.

Indice de prix de la production de papier, CPF 17



Sources: INSEE, Euroland

Prévisions BtoC, 2023-2025e - Euroland



Sources: société, Euroland

... Mais le BtoB va porter la société

Le deuxième métier de Reworld, quant à lui, devrait avoir un profil de croissance et de rentabilité plus séduisant, autant sur 2023 qu'à horizon 2025. Si les données pointent toutes vers une croissance du marché du digital de l'ordre de 5-6% sur le prochain exercice, nous estimons que Reworld dispose de tous les atouts pour, à nouveau, surperformer. Nous tablons ainsi une croissance organique moyenne du chiffre d'affaires BtoB de +8,5% sur la période 2023-2025e. A cette croissance organique, nous rajoutons l'intégration d'Unify (60 M€ attendus en 2023e, 66 M€ en 2024e et 73 M€ en 2025e, TCAM >5%) et celle de Mandadori (25 M€ cumulés 2023-2025e). Au total, nous estimons que le CA BtoB de Reworld Media devrait atteindre 328 M€ en 2023e et se rapprocher des 400 M€ en 2025e (387,9 M€, précisément).

La rentabilité du segment devrait, elle aussi, continuer à raconter une belle histoire. Hors Tradedoubler (qui compte pour 60% du CA BtoB 2022 mais environ 18% de l'EBITDA), nous pensons que Reworld génère une marge supérieure à 30% sur ses métiers digitaux et ne voyons aucun élément majeur pouvant empêcher le management d'amener les actifs d'Unify au même niveau de rentabilité à terme, d'autant que les synergies (technologie, overheads, absorption d'une partie des opex fixes) sont très claires. La direction a par ailleurs indiqué que ces actifs, après seulement quelques mois d'intégration, ne constituaient déjà plus un foyer de pertes pour le groupe (0,5 M€ d'EBITDA en 2022). Ce mouvement devrait toutefois être graduel: nous modélisons un EBITDA 2023e de 8 M€ sur Unify, chiffre qui pourrait atteindre 18 M€ en 2025e (25% de marge). Au total, nous attendons 52 M€ d'EBITDA BtoB en 2023e, 62,5 M€ en 2024e et 75 M€ en 2025e, soit une marge de 15,9%, 17,7% et 19,3% respectivement.

Analyste

Pierre LAURENT

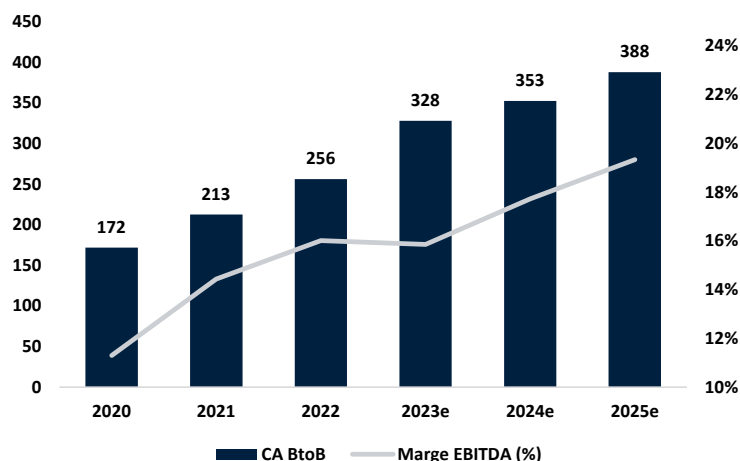
01 44 70 20 78

plarent@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Prévisions BtoB, 2023-2025e - Euroland

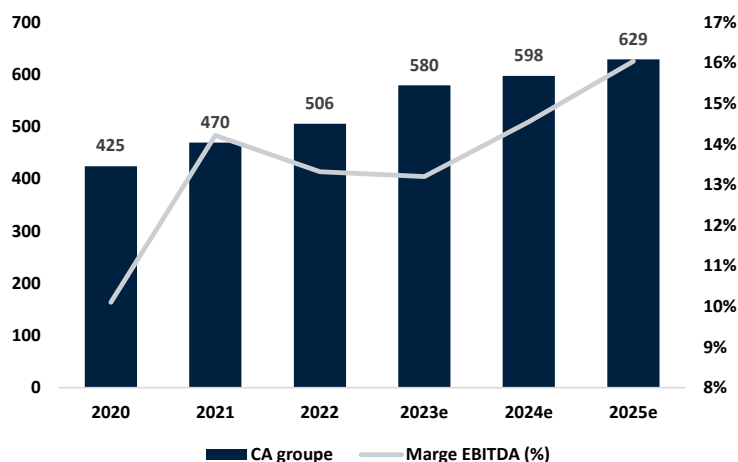


Sources: société, Euroland

Près de 650 M€ de CA et un EBITDA >100 M€ sont attendus en 2025

Au niveau groupe, nous attendons désormais une croissance moyenne légèrement supérieure à +7,5% sur la période 2023-2025e, portée principalement par les récentes opérations de croissance externe et le levier opérationnel du BtoB. Nous n'intégrons pas, à ce stade, de M&A supplémentaire. En matière de rentabilité, l'EBITDA consolidé du groupe est attendu à 76,5 M€ en 2023e, 87 M€ en 2024e et 101 M€ en 2025e, soit une marge qui devrait passer de 13,3% en 2022 à 16% en 2025e (+270 bps).

Prévisions Reworld Media, 2023-2025e - Euroland



Sources: société, Euroland

A moyen terme, Reworld devrait ainsi être principalement porté par ses activités BtoB, dont la diversification constitue une réelle force et sur lesquelles le marché connaît une croissance forte et observe des relais très identifiants (content commerce, réseaux sociaux...). Le cas d'investissement autour du titre s'en retrouve légèrement changé, de manière positive selon nous: la société va être, mécaniquement, moins exposée à ses marchés stagnants, voire décroissants (presse papier, notamment). En partant d'un mix de CA plutôt équilibré, voire dominé historiquement par le BtoC, Reworld va désormais générer plus de 60% de ses revenus à travers le BtoB. La tendance sera encore plus forte sur la rentabilité, puisque le BtoB devrait représenter les 3/4 de l'EBITDA du groupe à horizon 2025 selon nous.

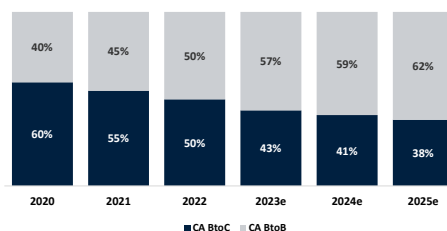
Analyste

Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
plaurent@elcorp.com



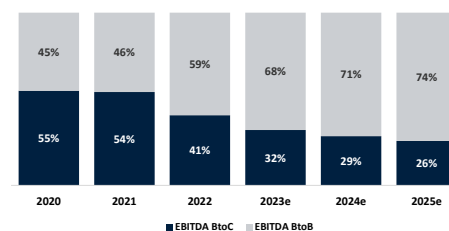
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Mix CA Reworld, 2020-2025e



Sources: société, Euroland

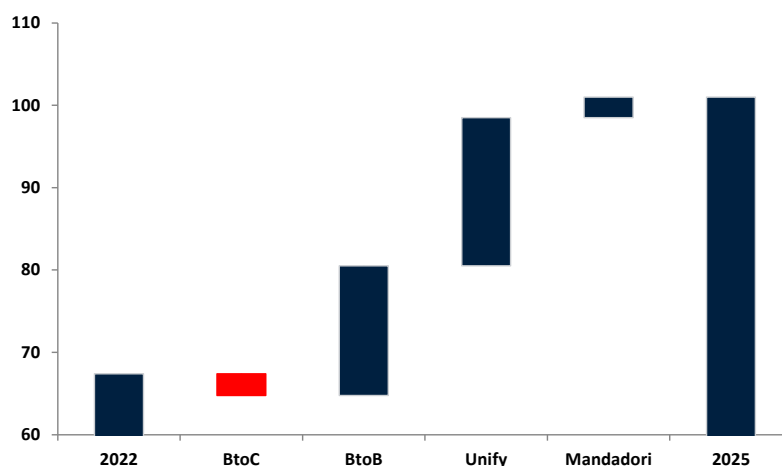
Mix EBE Reworld, 2020-2025e



Sources: société, Euroland

Nous proposons ci-après un bridge d'EBITDA du groupe sur la période 2022-2025e. Nous estimons que le développement de la rentabilité de Reworld passera par deux éléments principaux: la croissance organique du BtoB et l'intégration d'Unify. La contribution du BtoC devrait être légèrement négative sur cet horizon de temps, mais compensée par celle des actifs de Mandadori.

Bridge EBITDA, 2022-2025e - Euroland



Sources: société, Euroland

Révision de nos estimations post intégration: BPA 2024e +8% et BPA 2025e +22%

La révision à la baisse de nos estimations sur le BtoC, l'incorporation d'Unify et de Mandadori et le relèvement de nos prévisions sur le BtoB (périmètre historique) entraînent les ajustements suivants:

- Un chiffre d'affaires groupe 2023e, 2024e, 2025e de 579,5 M€, 597,9 M€ et 629,5 M€ respectivement, avec une croissance organique moyenne (BtoC et BtoB confondus) autour de +5%.

- Une marge d'EBITDA 2023e de 13,2% au niveau groupe, vs 13,9% précédemment, avec un RNpg en baisse de -5,4% à 41,8 M€. Nous intégrons notamment des charges exceptionnelles de 5,0 M€ en 2023, en lien avec la suite de la restructuration d'Unify, ainsi que des charges d'intérêt et un taux d'imposition plus élevé que précédemment. La marge d'EBITDA groupe devrait ensuite atteindre 16% du CA en 2025 (+280 bps vs 2023e).

- Une relation des BPA (non dilués) 2024e et 2025e de +8,2% et +21,7% respectivement suite à l'intégration d'Unify et au développement des synergies existantes. La croissance moyenne que nous calculons sur nos BPA 2023-2025e s'établit à près de +10% post révision.



Analyste
Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
plaurent@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Estimations Euroland, 2023e-2025e

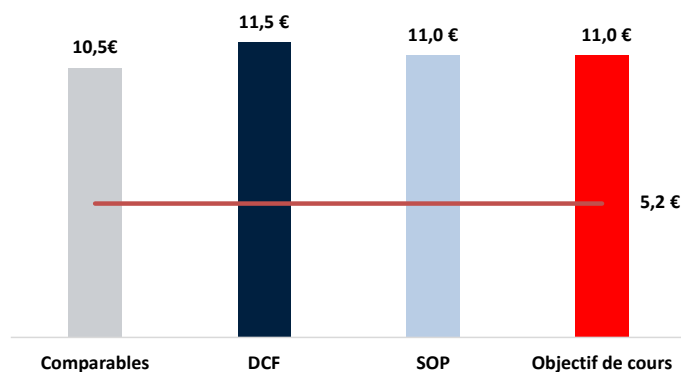
M€	2023E			2024E			2025E		
	Avant	Après	Var (%)	Avant	Après	Var (%)	Avant	Après	Var (%)
CA	518,8	579,5	11,7%	549,6	597,9	8,8%	582,6	629,5	8,1%
Croissance (%)	2,6%	14,6%		5,9%	3,2%		6,0%	5,3%	
Dont BtoC	254,5	251,5	-1,2%	250,1	245,3	-1,9%	248,4	241,6	-2,7%
Croissance (%)	1,9%	0,7%		-1,7%	-2,5%		-0,7%	-1,5%	
Dont BtoB	264,3	328,0	24,1%	299,5	352,6	17,7%	334,2	387,9	16,1%
Croissance (%)	3,2%	28,1%		13,3%	7,5%		11,6%	10,0%	
EBITDA ajusté	72,1	76,5	6,1%	77,8	87,0	11,8%	85,6	101,0	18,0%
Marge (%)	13,9%	13,2%	-69,6	14,2%	14,6%	39,5	14,7%	16,0%	135,2
Dont BtoC	30,5	24,5	-19,7%	29,8	24,5	-17,8%	28,2	26,0	-7,8%
Marge (%)	12,0%	9,7%	-224,3	11,9%	10,0%	-192,7	11,4%	10,8%	-59,2
Dont BtoB	41,6	52,0	25,0%	48,0	62,5	30,2%	57,4	75,0	30,7%
Marge (%)	15,7%	15,9%	11,4	16,0%	17,7%	169,9	17,2%	19,3%	216,0
RNpg ajusté	44,2	41,8	-5,4%	48,0	53,2	10,8%	53,5	63,3	18,3%
Marge (%)	8,5%	7,2%	-130,7	8,7%	8,9%	16,2	9,2%	10,1%	
BPA	0,80	0,74	-7,6%	0,87	0,94	8,2%	0,92	1,12	21,7%

Sources: société, Euroland

Achat, objectif de cours relevé à 11,0€ (vs 9,8€). Upside +116%

Suite à la revue de notre modèle et de nos estimations, nous relevons notre objectif de cours de 9,8€ à 11,0€. Notre valorisation est issue de la moyenne équi pondérée d'un DCF (11,5€/action), d'une approche par comparables (10,5€/action) et d'une somme des parties (11€/action).

Valorisation Euroland vs prix/action (€)



Sources: société, Euroland

Notre valorisation moyenne, à 11,0€/action, fait ressortir des multiples implicites de 9,0x EV/EBITDA 2023e et 8,2x EV/EBITDA 2024e, impliquant un fort rerating de la valeur, dans lequel nous croyons étant donné 1/ le potentiel à terme d'Unify, 2/ le savoir-faire éprouvé de la société en matière d'intégration, 3/ la remarquable solidité des fondamentaux économiques de Reworld et 4/ le mix du groupe en matière de revenus et de rentabilité, qui va être de plus en plus dominé par le BtoB. En d'autres termes, nous pensons que Reworld doit progressivement être perçu et valorisé par le marché comme une « Adtech », qui se traite, en moyenne longue, autour de 8x EBITDA plutôt que comme un éditeur de contenus (valorisation autour de 5-6x EBITDA).

Ceci étant dit, la valorisation actuelle de Reworld fait ressortir une décote moyenne de c54%, c34% et c50% sur les multiples 2023e de CA, EBITDA et EBIT des comparables (nous ferons abstraction des différences de traitements comptables entre les différentes sociétés de notre échantillon).



Analyste
Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
plaurent@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Valorisation Reworld vs comparables, 2023-2025e

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Alkemy SpA	73,8	0,9x	0,9x	0,8x	7,6x	6,5x	6,0x	9,6x	8,0x	6,7x	10,4x	8,4x	7,4x
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	475,9	0,6x	0,6x	0,7x	4,4x	4,3x	4,3x	6,8x	6,6x	6,5x	8,2x	7,9x	7,5x
Bilendi SA	76,5	1,2x	1,1x	1,0x	5,8x	5,1x	4,8x	9,3x	8,0x	6,5x	13,4x	11,8x	9,9x
Criteo SA Sponsored ADR	1 558,0	1,2x	1,1x	0,9x	4,2x	3,6x	3,1x	6,1x	5,1x	4,2x	10,1x	8,7x	8,1x
Future plc	1 563,9	2,0x	2,0x	1,9x	5,7x	5,4x	5,2x	6,1x	5,8x	5,5x	7,6x	7,2x	6,7x
Qwamplify SA	19,0	0,5x	0,5x	0,5x	4,0x	3,8x	3,6x	4,5x	4,1x	2,9x	6,8x	6,3x	5,4x
RCS MediaGroup S.p.A.	374,2	0,6x	0,6x	0,6x	3,7x	3,6x	3,6x	5,8x	5,6x	5,3x	7,7x	7,3x	7,1x
Schibsted Asa Class A	4 222,0	3,4x	3,2x	3,1x	20,2x	17,1x	15,2x	34,6x	25,8x	22,0x	45,6x	29,2x	24,2x
Moyenne	1 045,4	1,3x	1,2x	1,2x	6,9x	6,2x	5,7x	10,3x	8,6x	7,4x	13,7x	10,8x	9,5x
Médiane	475,9	1,0x	1,0x	0,9x	5,0x	4,7x	4,5x	6,5x	6,2x	6,0x	9,1x	8,2x	7,4x

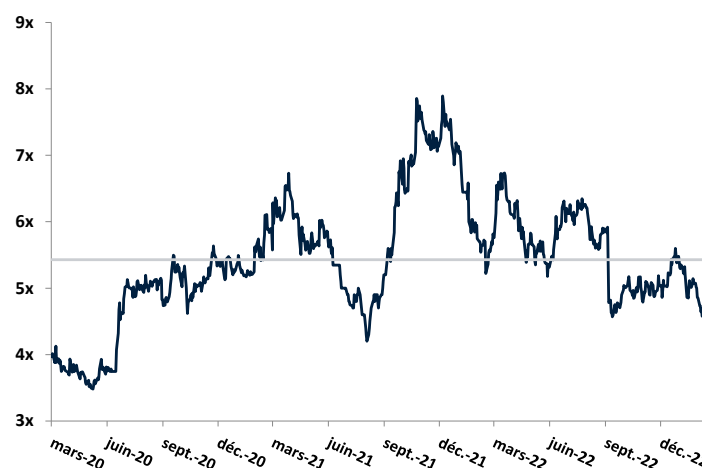
	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Moyenne comparables	1 045,4	1,3x	1,2x	1,2x	6,9x	6,2x	5,7x	10,3x	8,6x	7,4x	13,7x	10,8x	9,5x
ReWorld Media SA	295,6	0,6x	0,6x	0,5x	4,6x	3,7x	3,3x	5,1x	4,1x	3,6x	7,3x	5,2x	4,2x
Prime/discount		-54,2%	-54,4%	-54,1%	-34,1%	-39,5%	-42,4%	-50,6%	-52,0%	-51,5%	-46,5%	-52,1%	-56,0%

Sources: Factset, Euroland

La valorisation absolue de la société confirme également toute l'attractivité du titre. Reworld se traite 4,3x EV/EBITDA NTM, soit une décote de près de 30% par rapport à sa moyenne trois ans. Le titre est au plus bas de sa valorisation depuis juin 2020.

Nous pensons que ces multiples (et par ricochets, le cours du titre) reflètent 1/ un sentiment négatif « historique » du marché envers les dirigeants, qui tend à perdurer, 2/ une sous-estimation, voire des craintes infondées autour du potentiel de création de valeur d'Unify et 3/ une vraie décorrélation avec la valeur fondamentale de la société. Nous espérons qu'à terme, cette dernière finira par converger avec la valeur de marché du groupe. Pour le moment, le titre offre de manière évidente un point d'entrée attractif, ainsi qu'un couple rendement/risque qui penche du bon côté pour tout investisseur long-terme (FCF yield 2023-2025e c14%).

Reworld Media, EV/EBITDA NTM (x) vs EV/EBITDA moyen (x)



Sources: société, Euroland



Analyste
Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
plaurent@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Présentation de la société

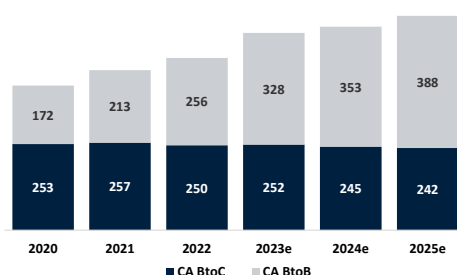
Fondé en 2012, Reworld Media est le leader de la presse payante thématique en France et l'un des principaux groupes media digitaux de l'hexagone. D'un éditeur de presse papier, les fondateurs de Reworld ont su progressivement transformer la société en un groupe agile, digital et qui offre aujourd'hui une pleine complémentarité entre ses deux métiers, le BtoC (offre physique et digitale de contenus à travers plus de 60 marques propriétaires) et le BtoB (solutions de communication, principalement digitale, des entreprises).

Fort de c506 M€ de CA en 2021, largement rentable, la société s'est principalement construite par croissance externe et est devenue experte dans le redressement et l'intégration de ses acquisitions. Les relais de croissance du marché sont bien identifiés et Reworld, qui vise un milliard de CA à terme, a amplement les moyens de les capter.

Evolution du cours (base 100)



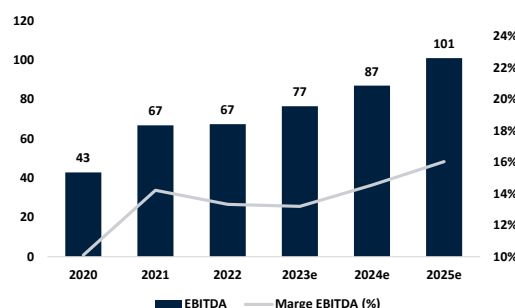
Evolution du CA (en M€)



Argumentaire d'investissement

- Un modèle dans l'air du temps.** Reworld a su capitaliser sur son héritage historique (la presse papier) pour transformer le groupe et en faire un acteur agile, présent sur tous les canaux. Avec plus de 30m de visiteurs uniques par mois, c'est près de 6 français sur 10 qui sont touchés par les marques détenues par Reworld, que ce soit à travers les magazines ou ses marques 100% digitales. Les passerelles entre le BtoC et le BtoB sont nombreuses, et Reworld sait parfaitement en extraire leur valeur en monétisant son audience.
- Un acquéreur en série.** Dirigée d'une main de maître, Reworld s'est faite la spécialiste de la reprise d'actifs à la casse et de leur redressement. Que ce soit avec Mondadori, plus récemment dans le jeu vidéo avec Meltgroup ou encore sur le segment féminin (groupe psychologies), Reworld est très actif sur sa politique de build-up. Annoncé au Q2 2022, la reprise d'Unify (aufeminin, marmiton, Doctissimo) marque une nouvelle étape dans le développement de Reworld et devrait faire rentrer la société dans une nouvelle dimension.
- Des relais de croissance clairs.** Si le segment BtoC devrait connaître quelques turbulences du fait du déclin structurel de la presse papier, le groupe dispose tout de même de catalyseurs forts (pricing power conséquent, développement de nouveaux formats digitaux). Sur le BtoB, les relais sont multiples (content commerce, social media, live shopping, évènementiel). A plus long terme, l'expansion à l'international devrait également largement bénéficier au groupe.
- Une valorisation largement injustifiée.** A 0,6x EV/sales 2023e et 4,6x EV/EBITDA 2023e, la valeur se traite avec une décote de près de 50% par rapport à ses pairs. Injustifiée d'après nous, au regard du potentiel de croissance, de l'histoire du groupe et de la rentabilité du modèle.

Evolution de l'EBITDA (en M€)



Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Alkemy SpA	73,8	0,9x	0,9x	0,8x	7,6x	6,5x	6,0x	9,6x	8,0x	6,7x	10,4x	8,4x	7,4x
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	475,9	0,6x	0,6x	0,7x	4,4x	4,3x	4,3x	6,8x	6,6x	6,5x	8,2x	7,9x	7,5x
Bilendi SA	76,5	1,2x	1,1x	1,0x	5,8x	5,1x	4,8x	9,3x	8,0x	6,5x	13,4x	11,8x	9,9x
Críteo SA Sponsored ADR	1 558,0	1,2x	1,1x	0,9x	4,2x	3,6x	3,1x	6,1x	5,1x	4,2x	10,1x	8,7x	8,1x
Future plc	1 563,9	2,0x	2,0x	1,9x	5,7x	5,4x	5,2x	6,1x	5,8x	5,5x	7,6x	7,2x	6,7x
Qwamplify SA	19,0	0,5x	0,5x	0,5x	4,0x	3,8x	3,6x	4,5x	4,1x	2,9x	6,8x	6,3x	5,4x
RCS MediaGroup S.p.A.	374,2	0,6x	0,6x	0,6x	3,7x	3,6x	3,6x	5,8x	5,6x	5,3x	7,7x	7,3x	7,1x
Schibsted Asa Class A	4 222,0	3,4x	3,2x	3,1x	20,2x	17,1x	15,2x	34,6x	25,8x	22,0x	45,6x	29,2x	24,2x
Moyenne	1 045,4	1,3x	1,2x	1,2x	6,9x	6,2x	5,7x	10,3x	8,6x	7,4x	13,7x	10,8x	9,5x
Médiane	475,9	1,0x	1,0x	0,9x	5,0x	4,7x	4,5x	6,5x	6,2x	6,0x	9,1x	8,2x	7,4x

Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plarent@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	294,4	424,7	469,8	505,8	579,5	597,9	629,5
EBE	31,7	48,9	65,2	67,4	76,5	87,0	101,0
EBE ajusté	29,6	42,9	66,8	67,4	76,5	87,0	101,0
Résultat d'exploitation	25,5	37,4	59,0	62,5	69,0	79,2	92,8
Résultat financier	-4,0	-6,8	-4,5	-6,3	-9,7	-10,1	-10,6
Impôts	2,6	4,3	-11,1	-8,1	-10,9	-13,8	-16,4
Mise en équivalence	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0
Part des minoritaires	-0,7	-0,3	3,4	1,7	1,7	2,1	2,5
Résultat net part du groupe	25,3	12,7	38,7	43,0	41,8	53,2	63,3
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	223,6	231,6	248,9	346,1	362,2	383,4	409,7
<i>dont goodwill</i>	34,8	37,1	45,3	47,3	47,3	47,3	47,3
BFR	-63,6	-69,9	-52,9	-33,2	-28,2	-24,1	-24,1
Disponibilités + VMP	54,0	104,1	122,9	118,3	150,6	190,6	240,1
Capitaux propres	96,5	113,0	149,4	193,8	237,2	292,5	358,3
Emprunts et dettes financières	96,0	128,4	151,5	217,4	227,4	237,4	247,4
Total Bilan	409,9	467,5	510,0	600,6	649,0	710,2	786,0
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	5,0	19,4	44,7	49,6	51,0	63,1	74,0
Variation de BFR	-6,6	9,3	-9,5	-19,7	-5,0	-4,1	0,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-1,6	28,8	35,3	29,9	46,0	59,0	74,0
CAPEX nets	-3,8	-7,0	-6,8	-5,2	-8,7	-9,0	-9,4
Free cash flow	-5,4	21,8	28,5	24,7	37,3	50,0	64,5
Augmentation de capital	30,8	3,0	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	68,4	32,9	19,1	65,9	10,0	10,0	10,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	96,8	31,8	10,0	65,9	10,0	10,0	10,0
Variation de l'endettement financier net	37,0	50,5	18,7	-4,6	32,3	40,0	49,5
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	65,9%	44,3%	10,6%	7,7%	14,6%	3,2%	5,3%
Marge EBE	10,1%	10,1%	14,2%	13,3%	13,2%	14,6%	16,0%
Marge d'exploitation (%)	8,7%	8,8%	12,6%	12,4%	11,9%	13,3%	14,7%
Marge nette (%)	8,6%	3,0%	8,2%	8,5%	7,2%	8,9%	10,1%
Capex (% CA)	1,3%	1,6%	1,4%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%
BFR (% CA)	-21,6%	-16,5%	-11,3%	-6,6%	-4,9%	-4,0%	-3,8%
ROCE	10,6%	15,4%	20,1%	15,0%	15,5%	16,5%	18,0%
ROCE hors GW	13,6%	20,0%	26,1%	17,7%	18,0%	19,0%	20,6%
ROE	26,2%	11,2%	25,9%	22,2%	17,6%	18,2%	17,7%
FCF (% CA)	-1,8%	5,1%	6,1%	4,9%	6,4%	8,4%	10,2%
FCF yield (%)	-3,1%	13,1%	9,0%	5,2%	9,4%	13,6%	19,5%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	43,5%	21,5%	19,1%	51,1%	32,4%	16,0%	2,0%
Dettes nettes/EBE	1,3	0,5	0,4	1,5	1,0	0,5	0,1
EBE/charges financières	7,9	7,2	14,6	10,8	7,9	8,6	9,6
Valorisation	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	49,7	54,4	55,5	56,5	56,5	56,5	56,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	43,6	52,0	54,9	56,5	56,5	56,5	56,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,6	2,4	4,7	6,0	5,1	5,1	5,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	113,5	126,4	257,6	340,8	287,7	287,7	287,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	42,0	24,3	28,6	99,1	76,8	46,8	7,3
(3) Valeur des minoritaires	11,3	10,9	14,3	16,0	17,7	19,8	22,3
(4) Valeur des actifs financiers	-6,6	-5,3	-14,4	-14,4	-14,4	-14,4	-14,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	173,3	166,9	314,8	470,3	396,5	368,7	331,6
VE/CA	0,6	0,4	0,7	0,9	0,7	0,6	0,5
VE/EBE	5,5	3,4	4,8	7,0	5,2	4,2	3,3
VE/ROC	6,8	4,5	5,3	7,5	5,7	4,7	3,6
P/E	4,5	10,0	6,7	7,9	6,9	5,4	4,5
P/B	1,2	1,1	1,7	1,8	1,2	1,0	0,8
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Bnpa	0,5	0,2	0,7	0,8	0,7	0,9	1,1
Book value/action	1,9	2,1	2,7	3,4	4,2	5,2	6,3
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurent@elcorp.com



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:

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	Non	Non	Oui

« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Reworld Media (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."