

| | | |
|--------------------------|---------------------|---------------|
| Achat | Potentiel | 102% |
| Objectif de cours | | 4,00 € |
| Cours au 03/07/2020 (c) | | 1,98 € |
| NYSE Euronext growth | | |
| Reuters / Bloomberg | ALREW.PA / ALREW.FP | |

| Performances | Ytd | 1m | 3m | 12m |
|----------------|--------|------|-------|--------|
| Perf. Absolue | -28,2% | 5,1% | 2,1% | -41,0% |
| Perf CAC Small | -16,3% | 0,3% | 20,7% | -13,7% |

Informations boursières (en M €)

| | |
|----------------------------|--------------|
| Capitalisation (M€) | 102,6 |
| Nb de titres (en millions) | 518 |
| Volume 12 mois (titres) | 25 199 |
| Extrêmes 12 mois | 1,51€-3,43 € |

Actionnariat

| | |
|---------------------------|-----|
| Management | 17% |
| ID Invest | 16% |
| Arnoldo Mondadori Editore | 17% |
| Montjoie Investissements | 10% |
| Flottant | 40% |

Données financières (en M €)

| au 31/12 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| CA | 294,4 | 422,4 | 417,9 | 415,1 |
| var % | 65,8% | 43,5% | -1,1% | -0,7% |
| EBE comptable | 31,6 | 36,2 | 40,4 | 44,0 |
| %CA | 10,8% | 8,6% | 9,7% | 10,6% |
| ROC | 25,5 | 28,4 | 32,5 | 36,0 |
| %CA | 8,7% | 6,7% | 7,8% | 8,7% |
| RN pg | 25,4 | 8,9 | 19,6 | 22,0 |
| %CA | 8,6% | 2,1% | 4,7% | 5,3% |
| Bnpa (€) | 0,51 | 0,17 | 0,38 | 0,42 |
| Gearing (%) | 43,5% | 36,3% | 18,5% | 3,1% |
| ROCE (%) | 17,4% | 18,9% | 21,6% | 24,0% |
| ROE (%) | 26,3% | 8,5% | 15,9% | 15,2% |
| Dette nette | 42,0 | 38,0 | 22,8 | 4,6 |
| Dividende n | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Yield (%) | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Ratios

| | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|------------|------|-------|-------|-------|
| VE/CA (x) | 0,5 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| VE/EBE (x) | 4,8 | 3,8 | 3,1 | 2,4 |
| VE/ROC (x) | 6,0 | 4,9 | 3,9 | 3,0 |
| PE (x) | 4,5 | 11,2 | 5,2 | 4,7 |

Analyste :

Cécile Aboulian
01 44 70 20 70
caboulian@elcorp.com

Reworld Media

média

L'immunité digitale

- Avec l'acquisition de Mondadori France le 31 juillet 2019, Reworld Media est devenu le leader des groupes de presse thématiques en France avec 26 millions de lecteurs chaque mois.
- Créée en 2012, le groupe s'est construit par croissance externe en faisant l'acquisition de titres auprès d'Axel Springer (Télé magazine) et du Groupe Marie Claire en 2013 (Marie France), de Lagardère en 2014 (Auto Moto, Maison & Travaux...) et, plus récemment, d'Arnoldo Mondadori Editore SpA (Télé Star, Télé Poche, Auto Plus, Closer, Pleine Vie, Science & Vie...).
- Alors que l'année 2020 devait s'ouvrir sur les bénéfices apportés par l'intégration de Mondadori France, la priorité du S1 est devenue le pilotage d'une activité Print à l'arrêt sur près de trois mois, une monétisation compliquée des espaces publicitaires malgré des audiences en forte hausse et la préservation du cash.
- A partir de mi-mars le groupe a assuré la sortie de chacun de ses numéros et bénéficie d'un profil résilient dans l'univers de la presse magazine grâce à: 1/ une faible exposition à la publicité sur le Print (8,7% du CA 2019 pf), 2/ 3,5 millions d'abonnés papier et 3/ des audiences digitales en très forte hausse.
- Compte tenu de l'amplification des tendances depuis mi-mars 2020 avec une baisse de la consommation des médias papier et une hausse de celle des médias digitaux, la diversification vers le digital de Reworld Media se révèle en parfaite adéquation avec la situation.
- Une fois la vague passée les principaux catalyseurs de la valorisation resteront l'amélioration du mix-produit, les synergies avec Mondadori France et la variabilisation des coûts. Doté d'une trésorerie de 54,0 M € à fin 2019 (gearing de 43,5%) et venant d'obtenir un PGE de 33,0 M€, Reworld devrait passer l'étape du Covid-19 sans difficulté.
- Pour l'exercice 2020, nous attendons un CA en hausse de 43,5% à 422,4 M€ et un EBE de 36,2 M€. A horizon 2022, nous attendons un EBE de 44,0 M€.

Nous initions la couverture de Reworld Media avec une opinion Achat et un objectif de cours à 4,00 € issu de la moyenne des valorisations par DCF (4,00 €) et par somme des parties (4,00 €).

Sommaire

| | |
|---|-----------|
| ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT | 5 |
| MATRICE SWOT | 7 |
| FICHE FLASH | 8 |
| HISTORIQUE | 9 |
| HISTOIRE BOURSIERE | 10 |
| PRESENTATION DES ACTIVITES | 11 |
| UN PORTEFEUILLE DE MARQUES FORTES | 12 |
| PANORAMA DES FORCES CONCURRENTIELLES | 16 |
| UN MARCHE DU MEDIA PAPIER EN PLEINE MUTATION | 19 |
| UN MARCHE DE LA COMMUNICATION DIGITALE EXTREMEMENT DYNAMIQUE | 22 |
| LE BUSINESS MODEL DE REWORLD MEDIA | 23 |
| DES CROISSANCES EXTERNES REUSSIES | 25 |
| PERSPECTIVES STRATEGIQUES ET FINANCIERES | 28 |
| VALORISATION | 31 |
| VALORISATION PAR LES DCF | 31 |
| VALORISATION PAR SOMME DES PARTIES | 33 |
| CONCLUSION | 36 |
| ELEMENTS FINANCIERS | 37 |

Argumentaire d'investissement

- **Des marques non valorisées dans le digital chez Mondadori**

La vingtaine de nouvelles marques Mondadori France ayant intégré le portefeuille de Reworld Media en juillet 2019 a généré un chiffre d'affaires sur le digital de 10,1 M€ en 2019. Avec une audience digitale de 12 millions de visiteurs uniques (VU), le chiffre d'affaires par visiteur unique (ARPU) ressort à 0,84 €. Soit 3 fois moins que l'ARPU des marques historiques de Reworld (2,4 € avec une audience de 8,5 millions de VU et un CA de 20,7 M€ en 2019). Le savoir-faire de Reworld en terme de croissance de l'audience digitale (via le SEO, les newsletters, les réseaux sociaux...), d'optimisation des espaces publicitaires (via la publicité sur les sites, les réseaux, l'exploitation de bases de données) et l'accroissement des verticales avec des profils qualifiés vont mécaniquement jouer sur les volumes et les prix de vente des médias nouvellement intégrés.

- **Une prime au leader**

Avec l'intégration des titres de Mondadori, Reworld atteint, à fin 2019, 26 millions de lecteurs presse, 20 millions de visiteurs uniques chaque mois et dispose de 9 millions d'adresses emails et de 9 millions de fans et followers sur les réseaux sociaux. L'atteinte d'un volume d'audience critique sur 6 thématiques (Féminin, Divertissement, Maison/Jardin/Nature, Auto/Sport, Santé/Bien-être/Cuisine, Science/Culture) couplée à une qualification forte de l'audience permet à Reworld de soutenir ses prix de vente auprès des annonceurs aussi bien en offline qu'en online.

- **Indépendance et qualité éditoriale sous-tendent l'intérêt économique**

Avec seulement 22% du chiffre d'affaires 2019 pf générés par la publicité sur ses médias print et digitaux, Reworld s'affranchit d'une éventuelle dépendance auprès de ses annonceurs sur ses propres médias. Cette indépendance vis-à-vis de la publicité sera maintenue car permet d'avoir plus de visibilité sur la génération de chiffre d'affaires. Par ailleurs, la qualité éditoriale des magazines est également le levier de croissance des volumes et des prix. La sous-traitance via des journalistes free-lance ne s'accompagne pas d'une dégradation de la qualité mais permet de variabiliser les coûts.

- **Un marché du digital porteur**

Reworld est positionné sur un marché de la publicité digitale en forte croissance. Avec une hausse annuelle moyenne de 16% ces cinq dernières années, le marché atteint près de 300 Mds€ dans le monde en 2019 et devrait approcher les 440 Mds€ à horizon 2023. La part du digital passerait ainsi de 46% de la publicité totale à 61% en 2023. Mettant de côté les 6 premiers acteurs qui préemptent 79% du marché en 2019 (Google, Facebook, Alibaba, Baidu, Tencent, Microsoft), la croissance devrait ressortir à près de 14% à horizon 2023 pour les autres acteurs (*source: The Global Internet Industry-août 2019-Xerfi*).

• **Mix-produit favorable et baisse des coûts fixes**

La montée en puissance du Digital Branding avec un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires entre 2019 et 2022 de 16,5% va contribuer à compenser partiellement la baisse attendue sur le Print (-8,2%). Le Digital affichant une marge d'EBE de 15,6% en 2019 (vs 10,2% pour le Print) contribuera au renforcement des résultats. Dans le même temps, Reworld Media va bénéficier de synergies de coûts d'environ 13 M€ avec l'intégration de Mondadori France (~7 M€ de charges de personnel, 5 M€ liés au déménagement et 1,5 M€ liés aux coûts d'impression).

A ce titre, nous attendons une décroissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires contrôlée entre 2019 et 2022 de -3,5% et un EBE de 36,2 M€ en 2020.

• **Un momentum favorable**

Compte tenu d'un marché de la consommation des magazines en format digital en forte hausse, des synergies de chiffres d'affaires et de coûts avec les titres de Mondadori France, du savoir-faire en terme de digitalisation des médias, nous estimons que le niveau de cours actuel de Reworld Media représente une opportunité.

Matrice SWOT

Forces

- Portefeuille de marques sur des thématiques porteuses
- Une puissance de contact multi-supports
- Des équipes expérimentées
- Présence à l'international
- Multiplicité des sources de revenus
- Leviers de monétisation dans le digital
- Savoir-faire en redressement de la rentabilité
- Acteur incontournable pour les annonceurs

Faiblesses

- Poids élevé des coûts fixes dans la presse

Opportunités

- Croissance externe
- Marché de la publicité digitale en forte croissance
- Consolidation du secteur

Menaces

- Poursuite de la dégradation du marché de la presse papier
- Pression sur les prix de la publicité digitale et print



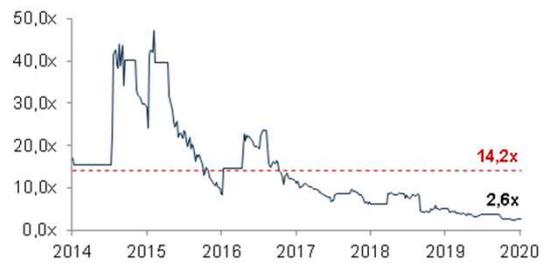
Une croissance historique drivée par l'intégration de nouveaux titres et une rentabilité alimentée par les synergies de coûts et la montée en puissance du digital. Une stratégie qui a porté ses fruits sur un marché de la presse papier compliqué et un marché du digital porteur. Les redressements à court terme et la stratégie adoptée laisse penser à une nouvelle histoire de génération de cash sur les prochains exercices.

Cours de bourse vs CAC small



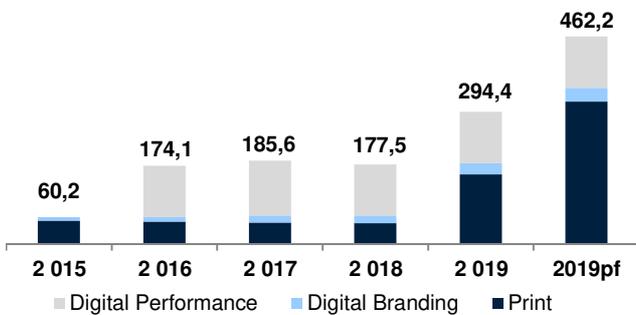
source: Factset / Euroland Corporate

Evolution EV/EBIT depuis 2014



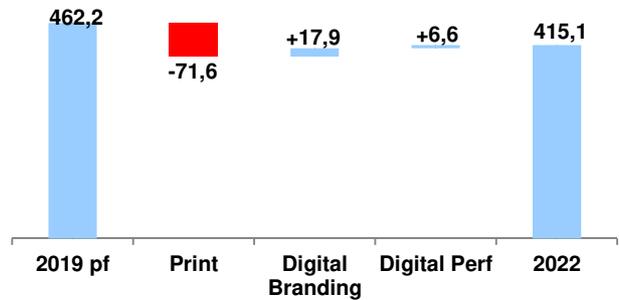
source: Factset / Euroland Corporate

Evolution du chiffre d'affaires 2015-2019 (en M€)



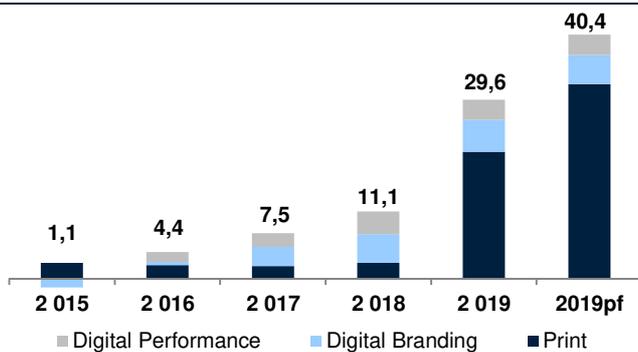
source: Reworld / Euroland Corporate

Bridge chiffre d'affaires 2019 pf-2022e (en M€)



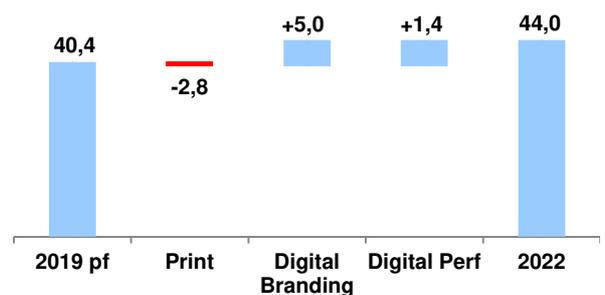
source: Euroland Corporate

Evolution de l'EBE société 2015-2019 (en M€)



source: Reworld / Euroland Corporate

Bridge EBE 2019 pf-2022e (en M€)



source: Euroland Corporate

Historique

L'histoire de Reworld Media s'écrit à coup d'acquisitions et d'intégrations réussies (11 depuis 2012) qui lui ont permis d'enrichir graduellement son portefeuille de marques médias et de compléter sa plateforme technologique. Son histoire peut être décrite en quatre étapes successives.

2013-2014: Constitution d'un portefeuille de 15 marques avec l'acquisition de titres auprès de Marie Claire (Marie France), d'Axel Springer (Télé Magazine, Gourmand, Vie pratique, Papilles...) ou de Lagardère (Auto Moto, Be, Maison & Travaux). Levée de 3,4 M€ de capitaux propres sur la période pour contribuer au financement des reprises (2,0 M€ en avril 2014 et 1,0 M€ en novembre 2014). Les titres repris sont systématiquement déficitaires et vont se développer à travers la digitalisation de leur offre et la maîtrise des coûts (variabilisation des charges de personnel, baisse des coûts d'impression, optimisation des frais de structure).

2015-2018: La stratégie adoptée permet d'afficher dès 2015 un retour à la rentabilité avec un CA de 60,2 M€ et un ROC de 1,1 M€. Reworld prend alors une participation de 19,1% dans Tradedoubler qu'il va consolider de façon globale à partir de 2016. Le CA ressort alors en hausse de près de 115 M€ en 2016. Compte tenu de l'adoption des normes françaises, le RN reste grevé jusqu'en 2015 par des amortissements de Goodwill. Des charges exceptionnelles viennent également grever le résultat net jusqu'en 2017. L'année 2018 est ainsi celle de la maturité, post-restructuration.

2019: Reworld s'est engagé dans l'acquisition de Mondadori France qui lui permet, le 31/07/2019, de disposer d'une vingtaine de titres supplémentaires et d'atteindre un portefeuille de 40 marques. Le CA pro forma 2019 ressort alors à 462,2 M€ et l'EBE à 40,4 M€ (175,6 M€ et 10,0 M€ estimé pour Reworld). L'acquisition a été financée en titres (10,0 M€ contre 14,3% du capital Mondadori) et en numéraire (55,4 M€ dont 9,5 M€ de crédit vendeur + 5 M€ de complément de prix éventuel). L'année a été marquée par un placement privé de 8,95 M€ en avril 2019 à 2,81 €, une augmentation de capital réservée à Arnoldo Mondadori Editore de 10,0 M€ en juillet 2019 à 2,81 € et une seconde en décembre 2019 de 12,6 M€ à 2,49 € avec suppression de DPS. Arnoldo Mondadori Editore détient ainsi 17,3% du groupe.

2020: A partir de mi-mars le groupe a assuré la sortie de chacun de ses numéros. Reworld présente un profil résilient à la crise avec: 1/ une faible exposition à la publicité sur le Print (14% du CA Print en 2019), 2/ 3,5 millions d'abonnés papier et 3/ des audiences digitales en forte hausse. Le S1 est également maqué par la montée au capital de Tradedoubler de 40,21 % à 51,8%. L'opération a été payée en titres (création de 760 122 actions nouvelles, soit une dilution de 1,45% environ).

Histoire boursière

Evolution du cours de bourse depuis 10 ans



source: Factset / Euroland Corporate

- Côté sur le Marché Libre en 2009, repris par Pascal Chevalier et Gautier Normand en 2012, transféré sur Euronext Growth en 2014 et sur le compartiment « Offre au Public » en 2017, le titre a commencé à s'animer à partir de fin 2016 en passant de 1,00 € à 2,00 € en moyenne.
- Le redressement significatif de sa rentabilité opérationnelle de 0,1 M€ en 2015 à 7,9 M€ en 2018 est venu valider la stratégie de développement digital et porter le cours de bourse. A partir de mi-2018, la pression des marchés a eu raison du titre qui est retourné ponctuellement sur les 1,00 € (juillet 2018).
- Une nouvelle phase boursière s'est ouverte avec l'annonce de l'achat de Mondadori France en février 2019. Le titre a alors touché les 3,47 € en mai 2019. Les craintes sur l'intégration de Mondadori France (3x plus gros en terme d'EBE à 30,0 M€ en 2019) a néanmoins pesé sur le titre qui est retourné sur les 2,50 €.
- Alors que le cours de Reworld avait entamé l'année 2020 autour de 2,80 €, le titre évolue autour des 2,00 € depuis la mi-mars et les craintes autour des répercussions économiques de la crise du Covid-19.

Présentation de l'activité

Reworld Media est le seul média européen proposant à ses clients annonceurs d'être présents sur ses marques médias en propre et sur un réseau complémentaire de sites et de base de données rémunérés à la performance.

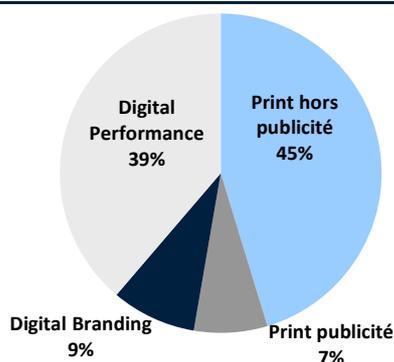
Sur son portefeuille de marques (75% du CA 2019 pf et 35% en moyenne sur Reworld historique ces trois dernières années), le **Print** (68,6% du CA 2019 pf et ~27% du CA des trois dernières années avec un TCAM de -4%) représente l'activité historique de vente de magazines avec près de 40 marques référentes sur 6 thématiques fortes: Auto/Sport, Divertissement, Féminin Maison/Jardin/Nature, Santé/Bien-être/Cuisine et Science/Culture.

Le **Digital Branding** (6,7% du CA 2019 pf et 8,1% du CA sur Reworld historique ces trois dernières années avec un TCAM de +29%) correspond au chiffre d'affaires digital des marques média.

Enfin, le **Digital Performance** (24,7% du CA 2019 pf et 65% du CA Reworld historique ces trois dernières années, TCAM de 0%) est l'activité issue de la consolidation de Tradedoubler, une plateforme d'affiliation leader en Europe, cotée à la bourse de Stockholm. Reworld y est entré en 2016 à 30%, est monté à 40% en 2018 et détient aujourd'hui 51,80% du capital.

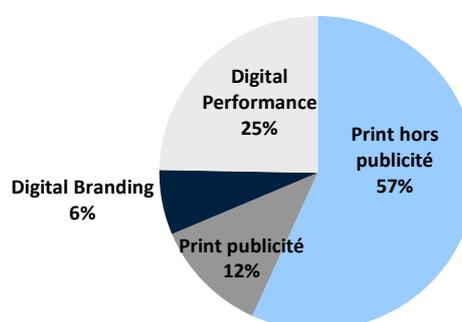
La forte complémentarité des supports de communication et la place de leader sur 6 thématiques de presse spécialisées permettent à Reworld de capter la croissance du marché des médias digitaux et d'adresser, à fin 2019, un portefeuille de 2 500 clients (2 000 sur Tradedoubler et 500 sur Reworld Media).

Répartition du chiffre d'affaires 2019 par segment



source: Reworld / Euroland Corporate

Répartition du chiffre d'affaires 2019 pf par segment



source: Reworld / Euroland Corporate

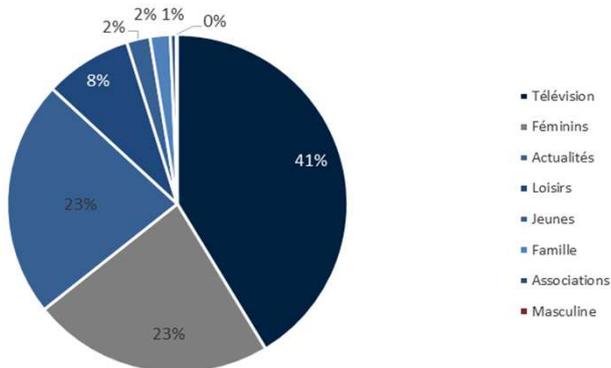
Un portefeuille de marques fortes

A travers ses 40 titres et ses près de 140 millions d'exemplaires vendus par an, Reworld investit les principales verticales thématiques de la presse magazine en France.

Panorama de l'offre média de Reworld à fin 2019

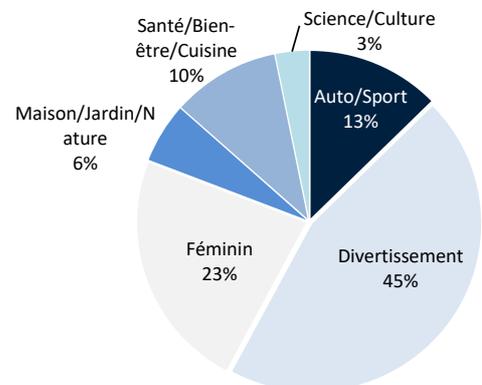
| | | |
|-------------------------------------|--|--|
| Féminin | | 8M de lecteurs dont 6,1M de femmes 7M de VU sur internet par mois |
| Maisons/Jardin/ Nature | | 4,1M de lecteurs 1,5 M de VU sur internet par mois |
| Auto/Sport | | 6,5M de lecteurs dont 5,2 M d'hommes 7,3M de VU sur internet par mois |
| Science/Culture | | 4,2M de lecteurs 384 000 VU sur internet par mois |
| Santé/Bien-être/ Cuisine | | 4M de lecteurs dont 3M de femmes 4,7M de VU sur internet par mois |
| Divertissement | | 5,8M de lecteurs 3,7M de VU sur internet par mois |

Répartition par famille du nombre d'exemplaires de magazines (2018)



source : ACPM

Répartition par famille du nombre d'exemplaires de magazines Reworld (2019) en pf (100% Mondadori)



source : ACPM / Euroland Corporate

En terme de volumes, à l'image du marché de la presse magazine française, **ce sont les magazines TV** qui sont le plus vendus avec **35M d'exemplaires** pour **Télé Star en 2019** et **16M pour Télé Poche**.

Viennent ensuite les magazines féminins avec **Closer** et **Nous Deux**, diffusés à environ 10M d'exemplaires chacun par an, qui représentent les deux tiers de la presse féminine de Reworld.

L'Auto/Sport est une verticale particulièrement bien représentée chez Reworld avec **Auto Plus** et ses **13M d'exemplaires annuels vendus** qui représentent 75% de ce segment.

Au global, ce sont 10 titres qui se vendent à plus de 3M d'exemplaires par an, 13 entre 1M et 3M d'exemplaires et 9 en-dessous de 1M d'exemplaires.

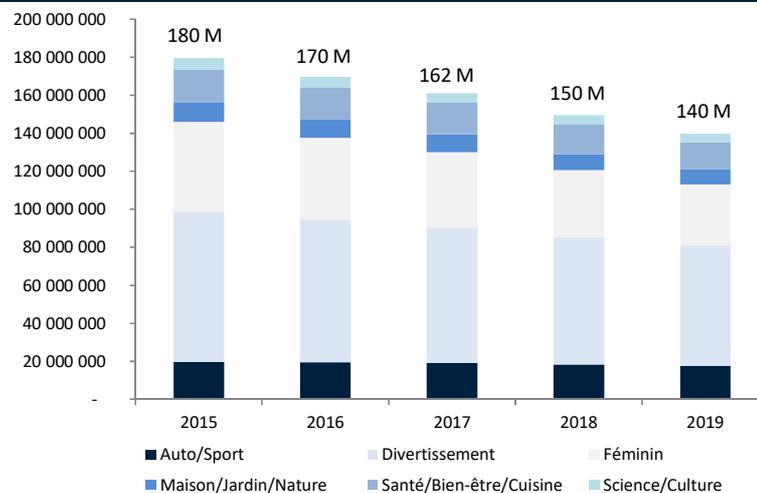
Répartition par titre du nombre d'exemplaires vendus en 2019 en pro forma (Mondadori à 100%)

| Plus de 3M d'exemplaires | | Entre 1M et 3M d'exemplaires | | Moins de 1M d'exemplaires | |
|--------------------------|------|------------------------------|-----|---------------------------------|-----|
| Télé Star | 38,5 | Le Chasseur français | 2,6 | Sport Auto | 0,5 |
| Télé Poche | 17,9 | Science & Vie | 2,5 | Campagne Décoration | 0,5 |
| Auto Plus | 13,3 | Gourmand | 2,4 | La Revue nationale de la chasse | 0,5 |
| Closer | 10,6 | L'Auto-Journal | 2,4 | Vie Pratique Féminin | 0,3 |
| Nous Deux | 9,8 | Biba | 2,1 | Diapason | 0,3 |
| Télé Magazine | 6,5 | Science & Vie Junior | 1,8 | Vital | 0,3 |
| Pleine Vie | 6,4 | Dr. Good | 1,3 | Vital Food | 0,2 |
| Grazia | 5,1 | Auto Moto | 1,3 | Réponses photo | 0,2 |
| Top Santé | 3,6 | Maison & Travaux | 1,2 | Auto-Journal Evasion 4x4 | 0,1 |
| Modes & Travaux | 3,1 | Mon Jardin & Ma Maison | 1,1 | | |
| | | Le Journal de La Maison | 1,1 | | |
| | | Marie France | 1,1 | | |
| | | L'Ami des Jardins | 1,0 | | |

source: ACPM / Euroland corporate

En dynamique, les volumes des titres de Reworld Media suivent la même tendance que l'ensemble du marché (cf. partie Marché p19).

Evolution du nombre d'exemplaires vendus 2015/2019 en pro forma (Mondadori à 100% sur la période)



source : ACPM / Euroland Corporate

Reworld bénéficie d'un pricing power important sur ses titres ce qui lui permet de compenser une partie de la baisse des volumes du print par une hausse annuelle des tarifs.

Selon nos estimations, Reworld a ainsi **augmenté ses tarifs d'environ 4% par an** en moyenne entre 2015 et 2018.

Selon nos estimations, les cinq premiers titres (Télé Star, Auto Plus, Pleine Vie, Nous Deux et Télé Poche) pèsent environ 50% du CA et 60% des volumes.

Estimation par titre du CA Print hors publicité 2019 en pro forma (Mondadori à 100%) en M€

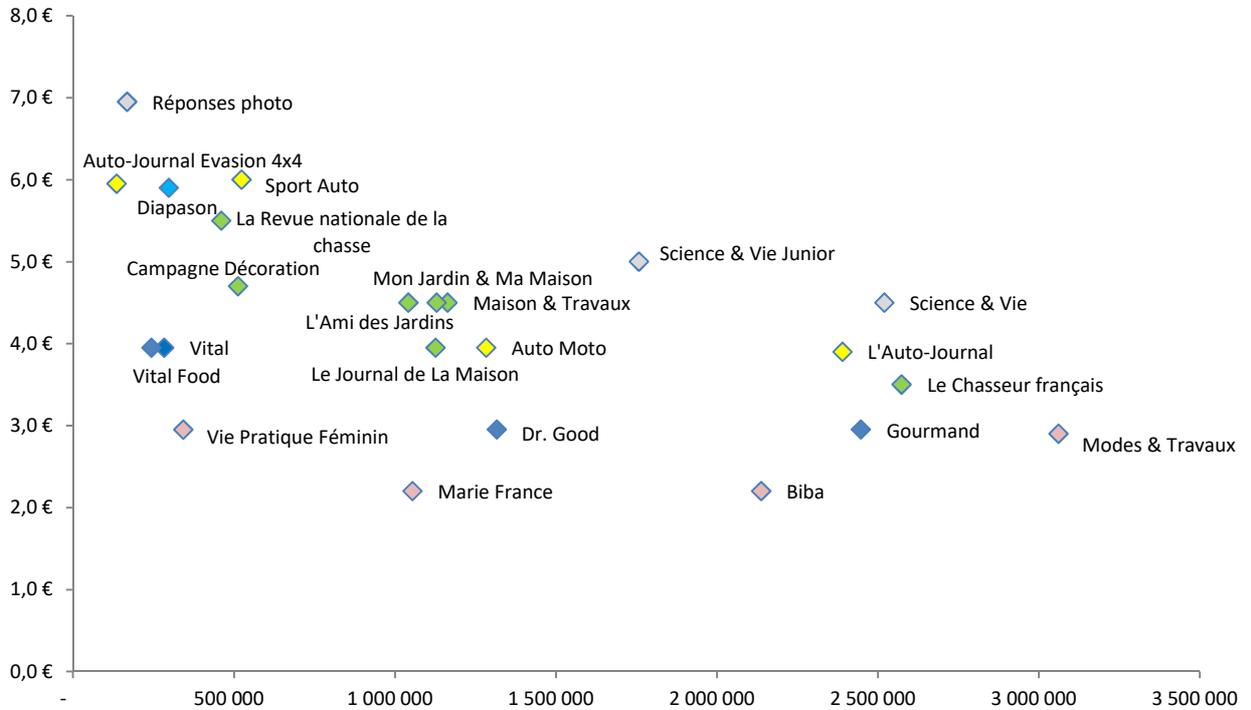
| Plus de 10M€ générés en 2019 | | Entre 4M€ et 10M€ générés en 2019 | | Moins de 4M€ générés en 2019 | |
|------------------------------|------|-----------------------------------|-----|---------------------------------|-----|
| Télé Star | 47,4 | Science & Vie | 9,3 | Le Journal de La Maison | 3,9 |
| Auto Plus | 27,3 | Top Santé | 9,2 | Dr. Good | 3,7 |
| Pleine Vie | 20,3 | L'Auto-Journal | 8,7 | Biba | 3,4 |
| Nous Deux | 20,1 | Modes & Travaux | 8,3 | Sport Auto | 2,6 |
| Télé Poche | 19,9 | Le Chasseur français | 8,2 | La Revue nationale de la chasse | 2,2 |
| Closer | 16,8 | Science & Vie Junior | 7,4 | Marie France | 2,1 |
| Télé Magazine | 10,2 | Gourmand | 6,9 | Campagne Décoration | 2,0 |
| | | Grazia | 5,7 | Diapason | 1,4 |
| | | Mon Jardin & Ma Maison | 4,6 | Vie Pratique Féminin | 1,0 |
| | | Maison & Travaux | 4,5 | Vital | 1,0 |
| | | Auto Moto | 4,3 | Réponses photo | 0,9 |
| | | L'Ami des Jardins | 4,0 | Vital Food | 0,9 |
| | | | | Auto-Journal Evasion 4x4 | 0,7 |

source: ACPM / Euroland corporate

Avec une moyenne de prix de vente au numéro de 4,0 €, Reworld génère, selon nos estimations, près 85% de son CA pro forma Print (hors publicité) sur les titres vendus moins de 2,00 € .

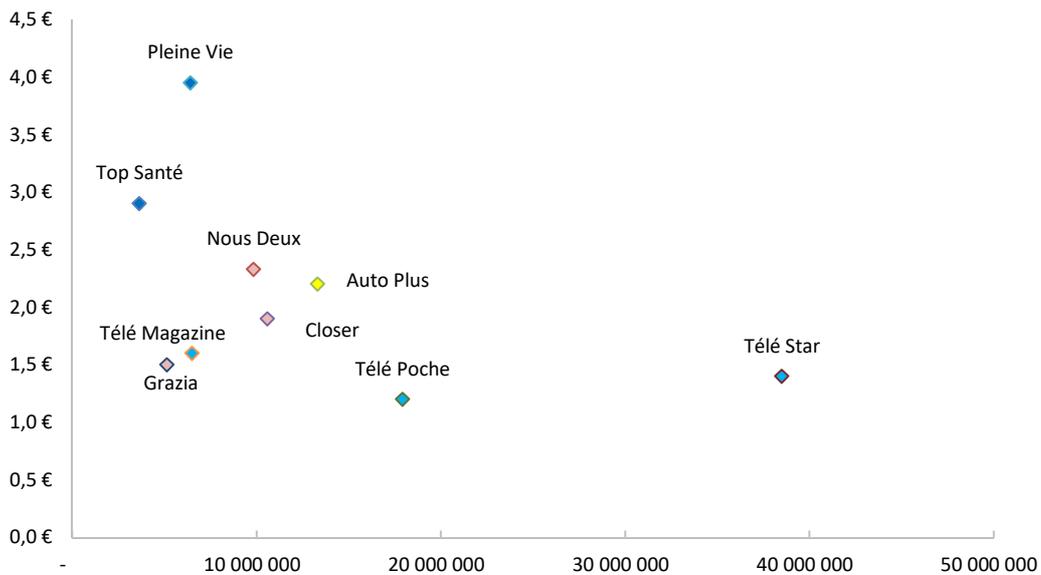
Néanmoins Reworld couvre l'ensemble du spectre qualitatif de la presse magazine avec des revues haut de gamme telles que **Réponses Photo** (bimensuel à 6,95 €) ou **Diapason** (mensuel à 5,90 €) **et bon marché** avec, par exemple, **Télé Poche** (hebdomadaire à 1,20 €) ou **Grazia** (44 exemplaires par an à 1,50 €). Cette diversité permet de cibler un panel de lecteurs et d'annonceurs large et de diversifier les risques.

Mapping des magazines selon prix de vente au numéro et diffusion annuelle 2019 (volumes <3,5M ex)



source : ACPM / Euroland Corporate

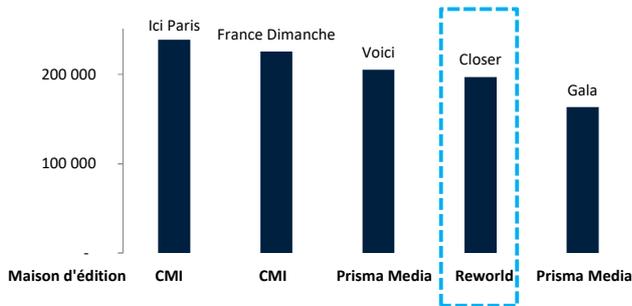
Mapping des magazines selon prix de vente au numéro et diffusion annuelle 2019 (volumes >3,5M ex)



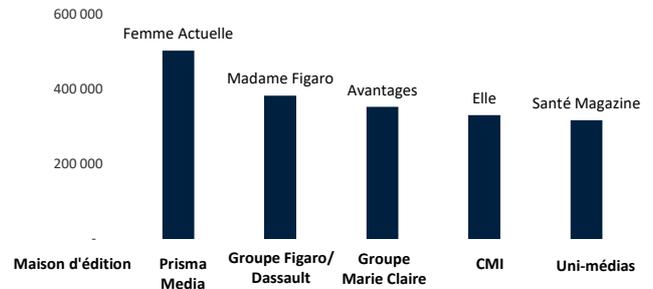
source : ACPM / Euroland Corporate

Panorama des forces concurrentielles

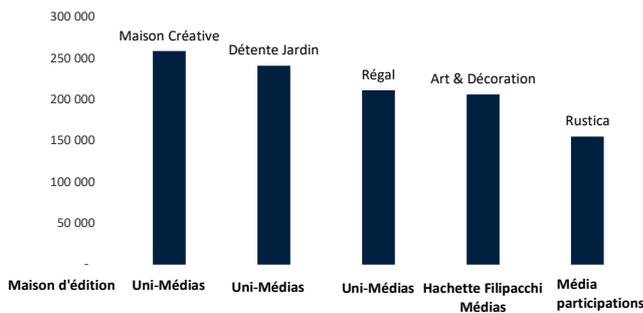
Presse People (nb de diffusion France payée par numéro 2019)



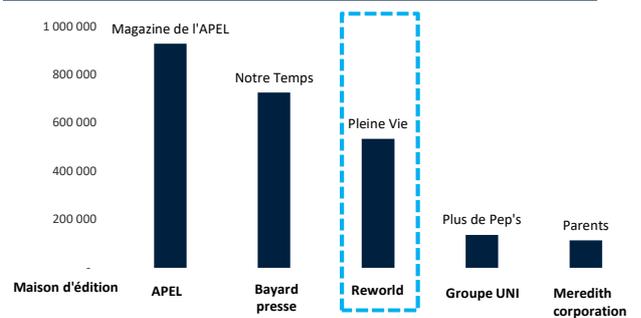
Presse Féminine



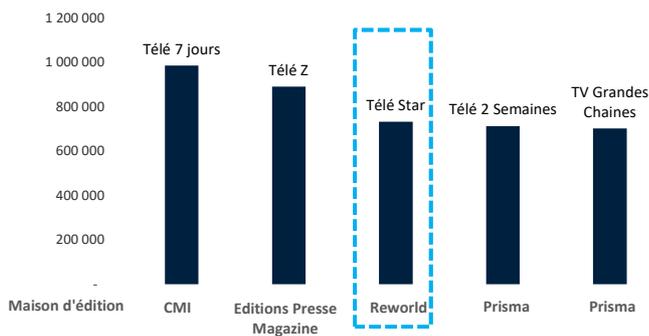
Presse Maison Jardin Décoration



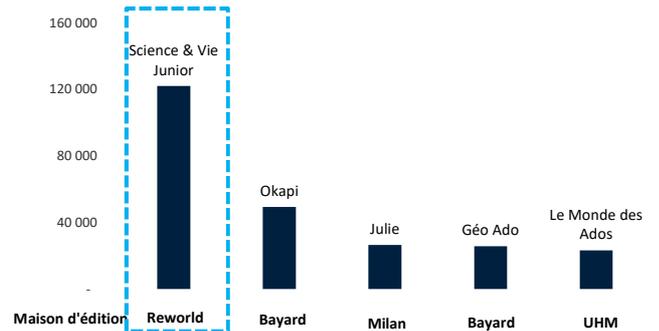
Presse famille



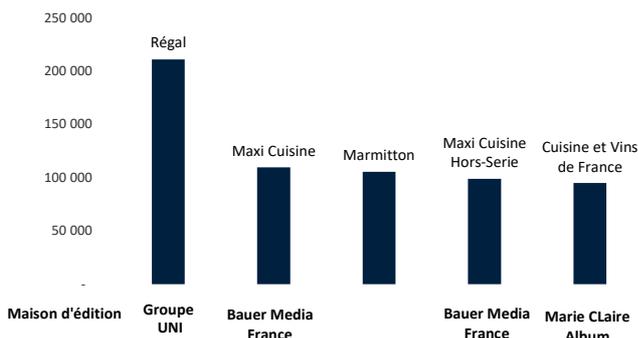
Presse TV



Presse ados / enseignement



Presse cuisine



Panorama des forces concurrentielles

CMI: Czech média Invest (CMI) est une holding tchèque propriétaire de l'un des plus grands groupes de presse tchèque, Czech News Center. En 2018, CMI média (CMI France) procède à ses premiers investissements en rachetant 91,5% du titre *Marianne* et en prenant une participation dans le groupe *Le Monde*, tout deux diffusés à la fois en version print et digital. En février 2019, CMI rachète au groupe Lagardère les titres Elle France, Version Femina, Télé 7 jours et Public, tous diffusés en version print et digital ainsi que France Dimanche, Ici Paris, et Art & Direction, uniquement disponible en version print. Air France Madame et Air France magazine font également parti du catalogue. CMI média réalise un CA 2018 de 319,8 M€ et un résultat net de -3,4 M€.

Prisma Media: Dirigée par Rolf Heinz, Prisma Media est la filiale de l'un des premiers groupes de presse magazine en Europe, l'allemand Gruner + Jahr, lui-même détenu par le groupe Bertelsmann, leader mondial de la communication. Le groupe français détient un catalogue de 20 titres à commencer par Voici, Télé Loisirs, Télé 2 semaines, Néon, National geographic, Management, Harvard Business Review, Geo, Gala, Flow, Femme actuelle senior, Femme actuelle, Cuisine actuelle, Capital, Ça m'intéresse tous disponibles en Print et Digital. TV grande chaîne est uniquement en Print et Prima, Oh My Mag !, Gentside et Business Insider France seulement en Digital. En 2018, Prisma Media obtient un CA de 376,9 M€ et un résultat net de -30,1 M€.

Groupe Figaro: Le groupe Figaro est un éditeur multimédia dont la production couvre à la fois la presse écrite et les contenus & supports numériques. Le groupe se décompose en 3 segments: d'une part les journaux et magazines en print et digital que sont Le Figaro, Le Figaro Magazine, Le Figaro Madame et Le Figaro TV Magazine. D'autre part on note la presse digital avec les sites Le Figaro Immobilier, kelformation, keljob, la chaîne météo, Meteo Consult, Cadremploi, Les Maisons du Voyage, Marco Vasco, Le Particulier, Figaro Store, Cplussur.com, Ticketac.com et Propriétés Le Figaro. Et enfin la presse éditoriale digitale qui regroupe le Figaro Magazine, le Figaro Etudiant, Santé, Sciences, Tech et Web, Bourse, Figaro Immobilier, Art et vivre, Automobile, Vin, Golf, Langue française, Histoire, Programme TV, Jardin, Figaroscope, Fig Data, Carnet du jour, Guide achat et Services. En 2018, le groupe affiche un CA de 600 M€ tandis qu'il était de 550 M€ en 2017.

Groupe Marie Claire: Le groupe Marie Claire est le holding d'un groupe de presse magazine français, détenu par la famille Prouvost. La société possède les titres Marie Claire, Marie Claire Maison, Marie Claire Idées, Cuisine et vins de France, MagicMaman, Cosmopolitan, Stylist, Avantages, Marie Claire Enfants, La revue du vin de France, Marie Claire Fashion Shows, tous disponibles en Print et Digital. A cela s'ajoute Marie Claire International, titre uniquement digital. En 2017, le groupe a réalisé un CA de 200 M€.

Uni-médias: Editeur de presse magazine français, Uni-médias est une filiale du groupe Crédit Agricole. Ses titres et sites internet sont tournés autour de la sphère familiale et du bien-être et regroupent Parents, Santé Magazine, Pep's, Dossier familial, Régal, Bottin Gourmand, Maison Créative, Détente jardin, Détours en France et Secrets d'histoire. La société a enregistré un CA 2018 de 96,47 M€ avec un résultat net de 12,48 M€.

Média-Participations: 4^{ème} groupe français d'édition avec une activité presse divisée en deux secteurs: la presse loisirs et la presse religieuse. La société possède les titres Famille Chrétienne, Magnificat, Rustica, Système D en Print et Digital et les titres La Gazette des petits gourmands, Pilote, Six mois, le journal de Spirou et XXI uniquement en Print. Le CA 2018 est de 555 M€.

Groupe Bayard: Le Groupe Bayard, 5^{ème} groupe de presse français est positionné sur trois segments dans la presse magazine: le religieux, la jeunesse et les seniors. Le titre La Croix appartient à la presse quotidienne du groupe, disponible en Print et Digital. En presse magazine, on compte La Croix l'Hebdo, le Pèlerin, Panorama, les Cahiers Prions en Eglise et le Monde de la Bible en print et digital. Les Cahiers Croire et Prions en Eglise Junior sont uniquement vendus en print. On note également les titres Notre Temps en print et digital et Tempo Santé en print. Du côté de la presse nature, voyage et territoires, on compte Terre Sauvage, Alpes Magazines, Pyrénées Magazine et Bretagne Magazine, tous en print et digital. Destination et Partir en France sont commercialisés en print. Le groupe possède plus de 30 titres de presse jeunesse comme Astrapi et Geo Ado, uniquement vendus en print dont 15 titres sont gérés par sa filiale Milan Presse. Pour la presse internationale, le groupe décline ses titres en fonction des pays qu'il déserte comme Plus Magazine et OwlKids. En 2018/19, le groupe réalise un CA de 344,3 M€ pour un résultat net de 3,9 M€.

Editions Presse Magazine 2000: Entreprise de presse française, elle possède comme unique titre Télé Z avec une diffusion France payée par numéro en 2019 de 890 000.

Le magazine de l'Apel: Avec 957 000 adhérents, l'Apel est l'association de parents d'élèves la plus importante. Situé dans la catégorie presse famille, son unique titre est Famille & éducation en print. Edité à plus de 920 000 exemplaires, il est renouvelé tous les deux mois aux clients abonnés.

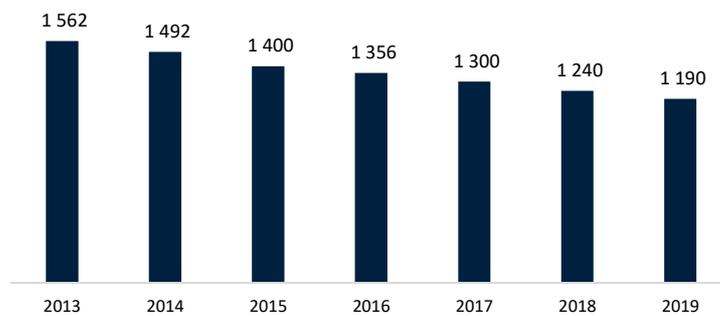
Bauer Media: Filiale française de Bauer Media Group, un des leaders de la presse en Europe implanté dans 17 pays. En France le groupe édite en print, Maxi, Jeux Maxi, Maxi Astro et Maxi Cuisine. En digital on compte Maximag.fr. Les marques de Bauer média France bénéficient d'une audience cumulée de près de 6 millions d'individus (source One Global 2017).

Un marché du média papier en pleine mutation

Reworld opère sur deux médias complémentaires que sont la presse et la communication digitale. Avec 68,6% du chiffre d'affaires 2019 pf réalisé sur le Print, Reworld est exposé au **marché, en pleine mutation, de la presse magazine** représentant un volume de 1,2 milliards d'exemplaires (-5%). Sur le papier, la baisse des ventes d'exemplaires est partiellement compensée par la hausse des tarifs. En 2019, les prix à la consommation de magazines ont augmenté de 4,1%.

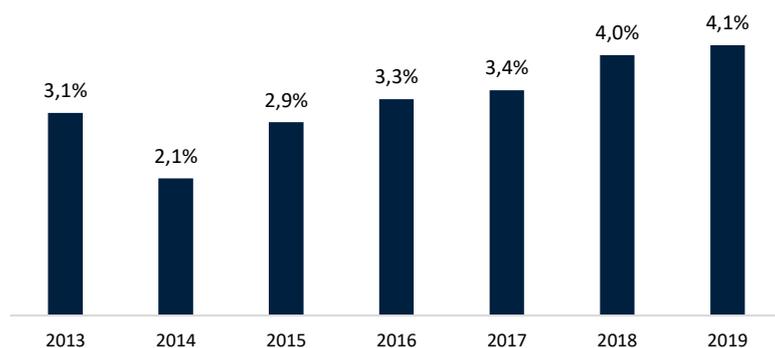
Au global, le marché de la presse magazine en France devrait se stabiliser autour du milliard d'exemplaires d'ici 2023.

Nombre d'exemplaires de presse magazine vendus en France (en millions)



source : ACPM / Euroland Corporate

Inflation des prix à la consommation des revues et périodiques

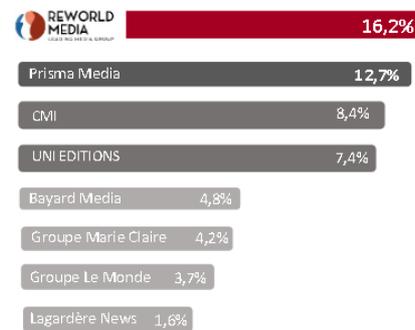


source : Insee / Euroland Corporate

Reworld Media occupe une place de leader avec ses 40 titres dont plusieurs marques sont emblématiques. En terme de diffusion, il est ainsi numéro un sur le segment de la presse magazine thématique.

**N°1 des éditeurs
de presse
magazine en
France**

Part de marché diffusion annuelle par parution

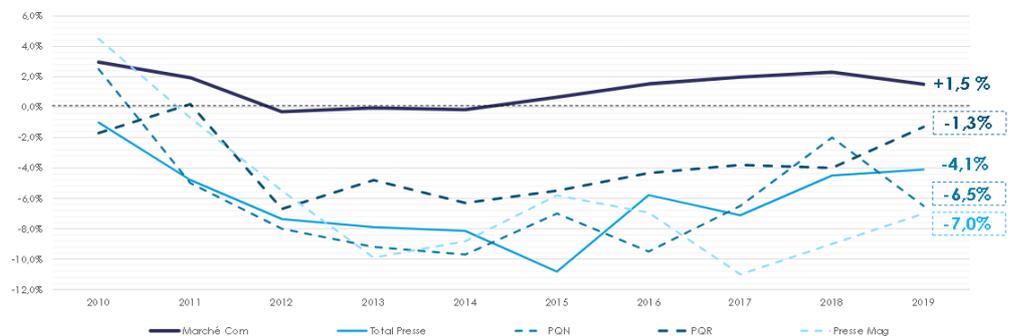


source : OJD

Sur le papier, les revenus sont générés à 80% par la vente d'exemplaires et à 20% par la publicité (DGMIC/Euroland Corporate).

La vente d'espaces publicitaires en presse s'est élevée à 2,0 Mds € (-4,1%). Sur le segment du magazine papier, la pagination publicitaire est ressortie en baisse de 5% en 2019, à mettre en lien avec la baisse de la diffusion.

Evolution de la communication en presse vs marché de la communication



source : BUMP 2019

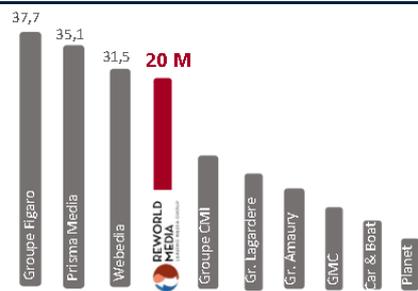
Avec une exposition de seulement 8,7% du CA 2019 pf à la publicité sur les magazines papier, Reworld atténue l'effet du désinvestissement des annonceurs envers ce média.

Son principal relai de croissance est la monétisation de ses marques médias sur le digital (Digital Branding). Cela représente aujourd'hui 6,7% du CA 2019 pf et 8,9% du CA généré par les marques. Le Digital Branding pesait 27% du CA généré par les marques sur Reworld en 2018. Cela donne une idée de l'ambition sur ce pôle.

**N°4 des médias
thématiques
dans le digital**

Le digital représente un relai de croissance d'audience significatif pour le marché du magazine avec une audience de 7,7 milliards de visites (+10,1%) et une très bonne dynamique des formats mobiles (sites et appli) qui affichent une hausse de +19,4% à 5,8 mds de visites. La vente d'exemplaires numériques affiche encore une fois en hausse de plus de 20% (+24,6% à 125,7 millions d'ex) et représente une part encore mineure du chiffre d'affaires digital, principalement généré par la publicité.

Nombre de visiteurs uniques/mois 2019



source : Médiamétrie octobre 2019 - ONE Next 2019 V

Lors de la crise du Covid-19 à partir de mi-mars 2020, la consommation des médias sur internet s'est accrue de façon très importante. A ce titre, les audiences des sites d'information, comme des médias thématiques ont explosé durant cette période.

Volume de visites enregistrées sur les sites et applis d'Info du 1er février au 26 mai



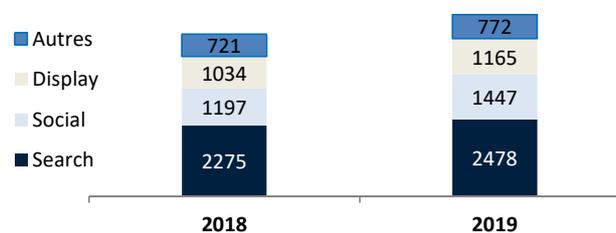
source : ACPM

Le confinement lié à la crise sanitaire ayant affecté les plus grands annonceurs, cette hausse des audiences ne s'est pas traduite par une hausse des investissements publicitaires. 3 des 10 plus grands annonceurs en 2019 étaient issus du secteur automobile (Renault, Peugeot et Citroën) qui ont vu leur activité à l'arrêt sur le T2 2020.

Un marché de la communication digitale extrêmement dynamique

Reworld se positionne sur les deux tiers du marché de la communication digitale en hausse de 12% à 5,9 Mds €. Le tiers restant étant préempté par les GAFAs. Son segment de marché, composé de campagnes display, d'affiliation et emailing, affiche la plus forte croissance (+13%).

Evolution du marché de la publicité digitale 2018-2019 (M€)



source : SRI 2019

La vidéo (+33% en 2019) et l'audio (+19%) sont des leviers de croissance de la monétisation de l'audience digitale largement explorés par Reworld sur ses sites médias. A ce titre, Reworld dispose d'un catalogue de **21 000 vidéos propriétaires**.

Tradedoubler (plateforme **d'affiliation** qui regroupe 180 000 sites dans le monde), permet aux annonceurs de générer leads et ventes tout en maîtrisant les coûts d'acquisition grâce à son système de rémunération à la performance. Misant sur le volume plus que sur la data, ce marché affiche une hausse de 7% en France à 277 M€.

Avec **9 millions d'adresses mails opt'in**, Reworld peut également proposer une offre emailing à ses clients et prospects. La segmentation fine de sa base de données permet aux annonceurs de trouver des mails ciblés et à Reworld d'avoir un pricing power intéressant sur sa base de données. Ce marché représente 145 M€ en France (+3%).

Cette base de données est également un socle de dynamisation de l'audience du groupe avec des renvois sur les sites médias de la marque. Nous estimons que 30% à 40% de l'audience internet des marques médias sont générées par les newsletters. L'acquisition d'audience se fait néanmoins majoritairement par SEO (recherche gratuite sur moteurs de recherche) et le reste via les réseaux sociaux (9 millions de fans et de followers).

Le business model de Reworld Media

Le chiffre d'affaires regroupe essentiellement des recettes liées aux ventes de magazines, à la publicité via les marques médias, à la publicité à la performance ainsi qu'à d'autres prestations telles que l'organisation d'événements.

Les recettes liées aux ventes de magazines (volume x prix de vente hors publicité) sont reconnues à la date de parution des titres (celles des abonnements sont étalées sur la durée de l'abonnement). Elles représentent 56,8% du CA 2019 pf et 23,9% des ventes de Reworld depuis 2 ans.

A l'image du marché de la presse, les volumes de ventes sont orientés à la baisse mais Reworld dispose d'un pricing power important et contient une partie de la baisse par la hausse régulière des prix de vente.

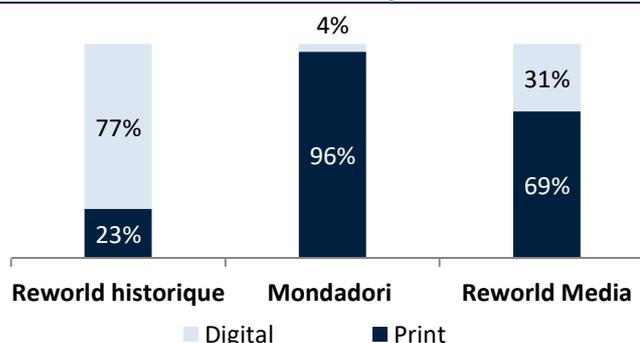
Les recettes publicitaires sont reconnues lorsque la publicité a été effectivement diffusée sur le support presse ou digital. Trois types de revenus publicitaires peuvent être enregistrés:

1/ **Les revenus publicitaires liés au Print**, (8,7% du CA 2019 pf vs 2,0% des revenus de Reworld ces trois dernières années) souffrent directement de la baisse des volumes vendus. L'ambition de Reworld est ainsi de maintenir la part du chiffre d'affaires publicitaire généré par le Print en-dessous de 10% sur l'ensemble du groupe à horizon 3 ans.

2/ **Les revenus publicitaires digitaux liés aux marques médias - Digital Branding** - représentent 6,7% du CA 2019 pf (vs 9,8% du CA de Reworld ces trois dernières années). C'est le principal levier de croissance du groupe compte tenu de la demande forte de contenus sur le digital. Ils reprennent également les revenus, encore marginaux, générés par la diversification vers l'événementiel ou encore la production TV (Reworld Media TV).

3/ **Les revenus publicitaires liés à Tradedoubler - Digital Performance** - représentent 24,7% du CA 2019 pf de Reworld. Ils sont reconnus au moment de la diffusion des campagnes d'affiliation. Ils représentent les montants versés par les annonceurs en amont du reversement aux éditeurs (inclus dans les achats consommés).

Répartition du chiffre d'affaires 2019 pf



source : Reworld / Euroland Corporate

Le groupe adresse principalement des grands comptes sur son activité liée aux marques médias. Il vend aux principaux réseaux de diffusion et aux grands annonceurs.

Avec 35% du chiffre d'affaires générés à l'international, le risque de change est maîtrisé. Néanmoins des variations importantes Euro/SEK pourrait venir affecter la partie Digital Performance (comptes de Tradedoubler convertis de la couronne suédoise à l'euro).

La saisonnalité du chiffre d'affaires est marquée sur le T4 aussi bien pour le Branding que le Digital Performance.

Le principal poste de charges est celui des **achats consommés** (41% du CA 2019). Il est constitué, à près de 90%, par les reversements que Tradedoubler fait aux éditeurs de son réseau. Avec l'intégration de Mondadori et de ses marques en propre, la part des achats consommés/CA a naturellement baissé de 56,4% en 2018 à 41,2% en 2019. Le poste est appelé à baisser encore en pourcentage du chiffre d'affaires avec l'intégration de Mondadori France en année pleine.

Les autres achats et charges externes représentent 33% du CA 2019. Ces coûts englobent les **charges variables liées à la diffusion des titres papiers** en kiosque (rémunération des réseaux de diffusion), **les frais de logistique** (imprimerie, acheminement, stockage) et **la sous-traitance auprès des journalistes free-lance**. A ce titre, ce poste est passé de 21,9% du CA 2018 à 33,5% du CA 2019 avec l'intégration de Mondadori sur 6 mois et est appelé à augmenter avec l'intégration en année pleine de Mondadori.

Les charges de personnel pèsent en moyenne 16% du chiffre d'affaires.

Evolution des effectifs depuis 2015

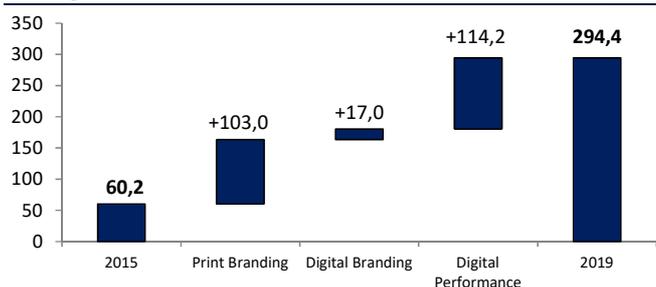
| | 2 015 | 2 016 | 2 017 | 2 018 | 2 019 |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Effectifs fin de période | 210 | 541 | 489 | 453 | 973 |
| Branding | 210 | 187 | 195 | 199 | 734 |
| Performance | - | 354 | 294 | 254 | 239 |
| Effectifs moyens | 220 | 376 | 515 | 471 | 713 |

source : Reworld / Euroland Corporate

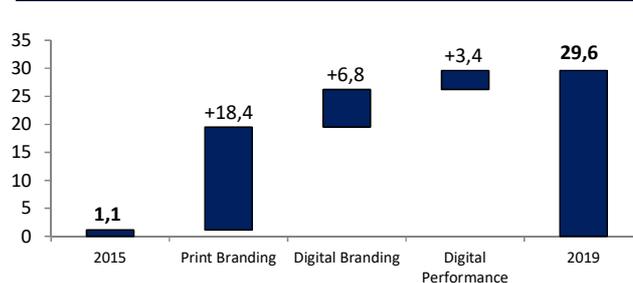
Reworld: des croissances externes réussies

Depuis 2015, Reworld Media a connu une croissance importante de son chiffre d'affaires (taux de croissance annuel moyen de 48,7%) liée principalement à ses opérations de croissance externe. Cela lui a permis de renforcer chacun de ses pôles Print, Digital Branding et Digital Performance.

Bridge de chiffre d'affaires entre 2015 et 2019 (M€)



Bridge d'EBE société entre 2015 et 2019 (M€)



source : Reworld / Euroland Corporate

source : Reworld / Euroland Corporate

Le Print, à l'image de la presse magazine, est structurellement en baisse, et s'est exclusivement renforcé avec l'acquisition des titres Mondadori sur la période (consolidation de 114 M€ supplémentaires en 2019). -6% en moyenne sur le périmètre historique entre 2015 et 2019.

Avec une marge d'EBE de 5,0% en moyenne entre 2015 et 2019 sur Reworld et de 10% environ sur Mondadori, elle est passée de 5,0% en 2015 à 6,1% en 2019. Elle a bénéficié d'un effet volume, du contrôle des coûts et des premières synergies avec Mondadori. Entre 2018 et 2019, l'EBE Print est passé de 2,6 M€ à 21 M€ (dont 2,5 M€ sur le périmètre historique compte tenu du focus des équipes sur l'intégration de Mondadori sur l'année).

Le Digital Branding est le segment le plus dynamique du Groupe avec une croissance annuelle moyenne de chiffre d'affaires de 33% (dont 26% en organique). La croissance est soutenue par une monétisation optimisée des sites médias, de la base de données et une hausse des audiences sur le digital.

Reworld a adopté une stratégie différente de Mondadori France avec 34% de son CA 2019 généré par le digital contre 4% pour Mondadori. Ce savoir-faire est la pierre angulaire des synergies du nouveau groupe.

La marge d'EBE est ressortie en moyenne à 18% depuis 2016 avec une croissance régulière de 4,9% en 2015 à 27,8% en 2018 compte tenu du faible niveau de coûts fixes du pôle et du fort levier opérationnel. L'année 2019 est marquée néanmoins par une dégradation de la marge d'EBE sur l'historique à 19,8%. Sur Mondadori, la marge d'EBE ressort plus faible que celle de Reworld historique sur ce segment.

Digital Performance: la reconnaissance de 100% du chiffre d'affaires de Tradedouler à partir du 1^{er} mars 2016 (date de la prise de contrôle de la société avec 30% du capital et 3 sièges au Conseil d'Administration), est venue renforcer le chiffre d'affaires Groupe, outiller Reworld dans le domaine du marketing à la performance et a permis d'internaliser la marge sur les campagnes réalisées sur ses propres sites médias. Cette contribution en chiffre d'affaires n'est pas proportionnelle en terme d'EBE compte tenu des plus faibles marges générées par Tradedouler qui affiche une marge d'EBE de 2,4% en moyenne depuis 2016. Celle-ci a néanmoins doublé à 3,0% entre 2016 et 2019 compte tenu de son repositionnement sur l'affiliation, de la progression des marges par client et de la baisse du nombre de désabonnement des clients. Le S2 2019 a toutefois été ponctuellement marqué par un retrait de de l'EBE de -25% à 1,9 M€.

Répartition du chiffre d'affaires par activité 2015/2019

| CA annuel par activité (M€) | 2 015 | 2 016 | 2 017 | 2 018 | 2019 pf | 2 019 |
|---------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total Print | 52,1 | 49,9 | 47,6 | 46,4 | 317,2 | 155,1 |
| Print hors publicité | 45,8 | 44,8 | 43,9 | 42,7 | 277,0 | 133,4 |
| Print publicité | 6,3 | 5,1 | 3,7 | 3,7 | 40,2 | 21,7 |
| Digital Branding | 8,1 | 10,3 | 16,2 | 17,1 | 30,8 | 25,1 |
| Digital Performance | 0,0 | 113,9 | 121,7 | 114,0 | 114,2 | 114,2 |
| Total Digital | 8,1 | 124,2 | 138,0 | 131,1 | 145,0 | 139,3 |
| Total chiffre d'affaires | 60,2 | 174,1 | 185,6 | 177,5 | 462,2 | 294,4 |

| Var CA par activité (%) | 2 015 | 2 016 | 2 017 | 2 018 | 2019 pf | 2 019 |
|----------------------------|-------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Total Print | | -4,2% | -4,6% | -2,5% | -9,2% | 234,3% |
| Print hors publicité | | -2,2% | -2,1% | -2,7% | -0,9% | 212,3% |
| Publicité | | -18,9% | -26,8% | -1,0% | -25,7% | 489,6% |
| Digital Branding | | 27,2% | 57,7% | 5,3% | 10,4% | 46,8% |
| Digital Performance | | ns | 6,9% | -6,4% | 0,2% | 0,2% |
| Total Digital | | ns | 11,1% | -5,0% | 2,2% | 6,3% |
| Total | | 189,2% | 6,6% | -4,4% | -5,9% | 65,9% |

source : Reworld / Euroland Corporate

Répartition de l'EBE comptable société par activité 2015/2019

| EBE annuel par activité (M€) | 2 015 | 2 016 | 2 017 | 2 018 | 2019 pf | 2 019 |
|------------------------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Total Print | 2,6 | 2,2 | 2,1 | 2,6 | 32,2 | 21,0 |
| Digital Branding | -1,5 | 0,5 | 3,2 | 4,8 | 4,8 | 5,3 |
| Total Media Branding | 1,1 | 2,7 | 5,3 | 7,4 | 37,0 | 26,3 |
| Digital Performance | 0,0 | 1,6 | 2,3 | 3,8 | 3,4 | 3,4 |
| Total Digital | -1,5 | 2,1 | 5,5 | 8,5 | 8,2 | 8,6 |
| Autres | | 0,1 | 0,4 | 0,4 | 0,0 | 2,0 |
| Total | 1,1 | 4,4 | 7,9 | 11,5 | 40,4 | 31,6 |

| Marge d'EBE (%) | 2 015 | 2 016 | 2 017 | 2 018 | 2019 pf | 2 019 |
|-----------------------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total Print | 5,0% | 4,4% | 4,3% | 5,5% | 10,2% | 13,5% |
| Digital Branding | -18,5% | 4,9% | 19,7% | 29,2% | 15,6% | 21,1% |
| Total Media branding | | 4,5% | 8,2% | 11,6% | 10,6% | 14,6% |
| Digital Performance | | 1,4% | 1,8% | 3,1% | 3,0% | 3,0% |
| Total Digital | -18,5% | 1,7% | 3,9% | 6,2% | 5,7% | 6,2% |
| Total | 1,8% | 2,5% | 4,3% | 6,2% | 8,7% | 10,7% |

source : Reworld / Euroland Corporate

Compte de résultat depuis 2015 (M€)

| Compte de résultat (M€) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires | 60,2 | 174,1 | 185,6 | 177,5 | 294,4 |
| Achats | 15,7 | 102,8 | 107,7 | 100,0 | 121,4 |
| %CA | 26,1% | 59,0% | 58,1% | 56,4% | 41,2% |
| Charges externes | 32,1 | 39,8 | 41,8 | 39,0 | 98,7 |
| %CA | 53,4% | 22,9% | 22,5% | 21,9% | 33,5% |
| Charges de personnel | 11,3 | 29,2 | 29,2 | 27,4 | 46,9 |
| %CA | 18,7% | 16,8% | 15,7% | 15,4% | 15,9% |
| Autres | 0,4 | 2,6 | 1,9 | 1,0 | 6,2 |
| %CA | 1% | 1% | 1% | 1% | 2% |
| Excédent brut d'exploitation | 1,1 | 4,4 | 8,0 | 11,5 | 31,6 |
| %CA | 1,9% | 2,5% | 4,3% | 6,5% | 10,8% |
| DAP | 1,0 | 3,2 | 4,1 | 3,5 | 6,2 |
| %CA | 1,7% | 1,8% | 2,2% | 2,0% | 2,1% |
| Résultat opérationnel courant | 0,1 | 1,1 | 3,9 | 7,9 | 25,5 |
| %CA | 0,2% | 0,7% | 2,1% | 4,5% | 8,7% |

source : Reworld / Euroland Corporate

Le bas du compte de résultat révèle également le renforcement du Groupe avec un résultat net passé de 3,6 M€ en 2015 et 25,4 M€ en 2019. A noter toutefois la forte hausse des charges financières passées de 120 k€ à 4,0 M€ entre 2015 et 2019 prenant en compte les charges sur les intérêts bancaires contractés pour l'acquisition de Mondadori. A ce titre 93,3 M€ ont été levés auprès d'établissements bancaires (dont 13,0 M€ destinés au refinancement de la dette obligataire de 6,0 M€ et d'une partie de la dette bancaire de 20,7 M€). Au global, Reworld Media aura payé 55,4 M€ en cash pour l'acquisition de 85,7% des titres de Mondadori auxquels s'ajouterait éventuellement un complément de prix de 5,0 M€. Reworld a également procédé à l'émission de 3 558 718 titres à 2,81 € en complément de la rémunération en cash (soit un montant de 10,0 M€) en juillet 2019 (pour 14,3% du capital de Mondadori France).

La génération de trésorerie de l'activité en 2019 a été grevée par une hausse du BFR de 6,5 M€ liée à l'intégration de Mondadori France. La société est toutefois soutenue par un BFR structurellement négatif. Ces trois dernières années, les investissements se sont élevés en moyenne à 4,0 M €. Compte tenu des emprunts contractés pour financer l'acquisition, la variation de trésorerie ressort finalement à 37,1 M€ sur 2019. La dette nette est de 42,0 M€, soit un gearing de 43,5% à fin 2019.

Perspectives stratégiques et financières

La diversification des activités vers le digital constitue la pierre angulaire de la stratégie de Reworld Media.

Les synergies avec Mondadori France sont importantes avec une audience web des titres Mondadori qui est très peu développée et monétisée. D'ici 2022, nous anticipons une baisse annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 3,5% (vs 2019 pf) intégrant une baisse de 8,2% sur le print et une hausse de 5,3% sur le digital (+1,9% sur le Digital Performance et +16,5% sur le Digital Branding).

Notre scénario de développement se base sur la hausse de la branche Digital Branding avec la consolidation des audiences du groupe, l'optimisation de la monétisation des sites et des bases de données et la diversification des revenus (chaînes TV, évènements...). A ce titre, le Digital Branding devrait être le principal contributeur à la croissance du chiffre d'affaires et de l'EBE de Reworld Media dans les trois années à venir. Nous attendons une hausse du chiffre d'affaires de 16,5% sur cette branche.

Cette bonne dynamique sera accompagnée d'une légère hausse des revenus du pôle Digital Performance (+1,9% entre 2019 et 2022) prenant en compte une pression concurrentielle forte sur ce segment.

A contrario, le segment Print continuera de baisser avec un chiffre d'affaires attendu en baisse de 8,2% entre 2019 et 2022. Prenant en compte une forte baisse en 2020 (-15,1%).

Répartition du chiffre d'affaires par activité 2019/2022e

| CA annuel par activité (M€) | 2019 pf | 2 019 | 2020e | 2021e | 2022e | 2019pf/2022 |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total Print | 317,2 | 155,1 | 269,3 | 257,2 | 245,6 | -8,2% |
| Print hors publicité | 277,0 | 133,4 | 248,8 | 237,1 | 226,0 | -6,6% |
| Print publicité | 40,2 | 21,7 | 20,5 | 20,0 | 19,6 | -21,3% |
| Digital Branding | 30,8 | 25,1 | 36,8 | 42,3 | 48,7 | 16,5% |
| Digital Performance | 114,2 | 114,2 | 116,3 | 118,4 | 120,8 | 1,9% |
| Total Digital | 145,0 | 139,3 | 153,1 | 160,7 | 169,5 | 5,3% |
| Total chiffre d'affaires | 462,2 | 294,4 | 422,4 | 417,9 | 415,1 | -3,5% |

| Var CA par activité (%) | 2019 pf | 2 019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|----------------------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Total Print | -9,2% | 234,3% | -15,1% | -4,5% | -4,5% |
| Print hors publicité | -0,9% | 212,3% | -10,2% | -4,7% | -4,7% |
| Publicité | -25,7% | 489,6% | -49,1% | -2,2% | -2,2% |
| Digital Branding | 10,4% | 46,8% | 19,4% | 15,0% | 15,0% |
| Digital Performance | 0,2% | 0,2% | 1,8% | 1,8% | 2,0% |
| Total Digital | 2,2% | 6,3% | 5,6% | 5,0% | 5,4% |
| Total | -5,9% | 65,9% | -8,6% | -1,1% | -0,7% |

source : Euroland Corporate

Compte tenu d'un meilleur mix-produit, nous attendons une amélioration de l'EBE à 44,0 M€ à horizon 2022 (vs 31,6 M€ en 2019 et 40,4 M€ pf).

Répartition de l'EBE 2019-2022e

| EBE annuel par activité (M€) | 2019 pf | 2 019 | 2020e | 2021e | 2022e | 2019pf/22 |
|------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| Total Print | 32,2 | 21,0 | 26,7 | 28,6 | 29,4 | -3,0% |
| Digital Branding | 4,8 | 5,3 | 6,1 | 7,8 | 9,8 | 26,9% |
| Digital Performance | 3,4 | 3,4 | 3,5 | 4,1 | 4,8 | 12,2% |
| Total Digital | 8,2 | 8,6 | 9,5 | 11,9 | 14,6 | 21,2% |
| Autres | 0,0 | 2,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Total | 40,4 | 31,6 | 36,2 | 40,4 | 44,0 | 2,9% |

| Marge d'EBE (%) | 2019 pf | 2 019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|----------------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| Total Print | 10,2% | 13,5% | 9,9% | 11,1% | 12,0% |
| Digital Branding | 15,6% | 21,1% | 16,5% | 18,3% | 20,2% |
| Total Media branding | 10,6% | 14,6% | 10,7% | 12,1% | 13,3% |
| Digital Performance | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,5% | 4,0% |
| Total Digital | 5,7% | 6,2% | 6,2% | 7,4% | 8,6% |
| Total | 8,7% | 10,7% | 8,6% | 9,7% | 10,6% |

Focus 2020

Sur le S1 2020, le digital va permettre d'amortir la baisse du chiffre d'affaires avec une dynamique que nous attendons négative mais plus modérée que sur le Print. **A moyen terme, le digital continue de constituer le principal levier de croissance et de rentabilité du groupe.**

Afin de limiter les répercussions des baisses de vente de magazines en print, Reworld a annoncé mi-juin la forte baisse de la diffusion du magazine déficitaire Grazia avec 4 numéros (vs 44) et une version digitale maintenue. Selon nos estimations, cela correspond à un chiffre d'affaires de 5,7 M€ environ en année pleine et une perte nette récurrente.

La société devrait bénéficier sur ses marges 2020: 1/ des synergies avec Mondadori France évaluées à 13 M€ (7 M€ de charges de personnel, 5 M€ liés au déménagement et 1,5 M€ de frais d'impression), 2/ des mesures gouvernementales sur l'activité partielle dont ont bénéficié 30% des employés (entre 50% et 100% de leur activité) entre mi-mars et le mois de juin.

Le bas du compte de résultat 2020 devrait néanmoins être grevé par des éléments exceptionnels: 1/ des créances irrécouvrables sur Presstalis que nous estimons à 9,0 M€, 2/ un PSE sur Grazia que nous estimons à 3,0 M€.

La société a par ailleurs annoncé l'obtention d'un PGE de 33,0 M€ qui va lui permettre de traverser la crise et de renforcer un bilan qui était déjà solide (capitaux propres 2019 de 96,5 M€ et gearing de 43,5%) .

Compte de résultat prospectif

Principalement composé des reversements aux éditeurs de Tradedoubler, ce poste évolue au rythme de la dynamique de la société (activité logée dans Digital Performance: +1,9%e 2019/22)

Principalement composé des charges liées au Print (logistique, réseau de distribution, freelance), ce poste évolue au rythme de sa dynamique (-8,2%e 2019/22) et de la variabilisation des coûts

| Compte de résultat (M€) | | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|--------------------------------------|-----|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires | | 294,4 | 422,4 | 417,9 | 415,1 |
| Achats | | 121,4 | 160,5 | 163,5 | 166,8 |
| | %CA | 41,2% | 38,0% | 39,1% | 40,2% |
| Charges externes | | 98,7 | 166,1 | 152,8 | 141,3 |
| | %CA | 33,5% | 39,3% | 36,6% | 34,0% |
| Charges de personnel | | 46,9 | 67,2 | 68,6 | 70,0 |
| | %CA | 15,9% | 15,9% | 16,4% | 16,9% |
| Autres | | 6,2 | 10,0 | 10,0 | 10,0 |
| | %CA | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Excédent brut d'exploitation | | 31,6 | 36,2 | 40,4 | 44,0 |
| | %CA | 10,8% | 8,6% | 9,7% | 10,6% |
| DAP | | 6,2 | 7,8 | 7,9 | 8,0 |
| | %CA | 2,1% | 1,8% | 1,9% | 1,9% |
| Résultat opérationnel courant | | 25,5 | 28,4 | 32,5 | 36,0 |
| | %CA | 8,7% | 6,7% | 7,8% | 8,7% |

Sur les trois prochaines années, compte tenu du poids de la dette, nous misons sur des charges financières de 3,9 M€ et un taux d'imposition de 33,33%.

En terme de génération de trésorerie, nous estimons que le BFR devrait atteindre un niveau normatif de -15% du chiffre d'affaires dès 2020 (vs -7% en 2018 et -14% du CA 2019).

Compte tenu de son profil digital, la société est peu capitalistique avec un niveau d'investissement que nous projetons à moins de 2,0% du chiffre d'affaires.

Valorisation

Nous valorisons Reworld Media par la méthode des DCF et par comparables.

Valorisation par les DCF

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- **Evolution du chiffre d'affaires** : nous retenons un taux de croissance annuel moyen de -3,5% de 2019 pf à 2022 compte tenu de la baisse structurelle de consommation du média print et malgré la très bonne dynamique attendue sur le digital. De 2022 à 2029, nous retenons un TCAM du CA de 0,2% puis un taux à l'infini de 1,0 %.

- **Résultat d'exploitation** : la marge d'exploitation devrait s'améliorer d'ici 2022 en raison de l'effet volume, de la maîtrise des coûts et de la montée en puissance du digital. La marge opérationnelle est ainsi attendue à 8,7% en 2022. Nous prenons, par la suite, l'hypothèse d'une marge s'ajustant à 9,4% en 2029.

- **Investissements** : nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de renouvellement et de développement de l'ordre de 2,0% du chiffre d'affaires par an jusqu'en 2029 pour financer l'innovation.

- **BFR** : nous retenons un niveau de BFR de près de -15,0% du chiffre d'affaires hors taxe.

- **Dette financière nette** : prise en compte de celle du 31/12/2020 estimée (38 M€)

• Synthèse des hypothèses de calcul du cmpc

| | |
|--------------------------------------|--------------|
| Taux sans risque (OAT 10 ans) | -0,2% |
| Prime de risque | 6,8% |
| Bêta sans dette | 1,6 |
| Bêta endetté | 2,0 |
| Coût des capitaux propres | 13,4% |
| Coût de la dette après impôt | 4,0% |
| Coût moyen pondéré du capital | 10,9% |
| Taux de croissance à l'infini | 1,0% |

source : Euroland Corporate

Tableau des flux prévisionnels 2017e-2026e

| En M€ | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| CA | 422,4 | 417,9 | 415,1 | 413,2 | 412,1 | 411,8 | 412,5 | 414,1 | 416,6 | 420,3 |
| Croissance | 43% | -1% | -1% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 1% | 1% |
| Résultat opérationnel courant | 28,4 | 32,5 | 36,0 | 36,0 | 36,2 | 36,5 | 36,9 | 37,6 | 38,4 | 39,3 |
| Marge opérationnelle courante | 6,7% | 7,8% | 8,7% | 8,7% | 8,8% | 8,9% | 9,0% | 9,1% | 9,2% | 9,4% |
| Taux d'impôt | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 33,3% |
| Impôts sur les sociétés corrigé | 9,5 | 10,8 | 12,0 | 12,0 | 12,1 | 12,2 | 12,3 | 12,5 | 12,8 | 13,1 |
| Dotations aux amortissements et provisions | 7,8 | 7,9 | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 8,0 |
| Cash flow | 26,8 | 29,6 | 32,0 | 32,0 | 32,1 | 32,3 | 32,6 | 33,0 | 33,6 | 34,2 |
| Variation de BFR | 4,2 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | -0,1 | -0,2 | -0,4 | -0,5 |
| Investissements | -7,6 | -7,5 | -7,5 | -7,6 | -7,7 | -7,8 | -7,9 | -8,0 | -8,1 | -8,2 |
| Capex en % du CA | -1,8% | -1,8% | -1,8% | -1,8% | -1,9% | -1,9% | -1,9% | -1,9% | -1,9% | -1,9% |
| Free cash flow | 14,9 | 21,7 | 24,4 | 24,2 | 24,3 | 24,5 | 24,8 | 25,3 | 25,9 | 26,6 |
| Free cash flow actualisé | 14,2 | 18,6 | 18,8 | 16,8 | 15,3 | 13,9 | 12,7 | 11,7 | 10,8 | 10,0 |

Matrice de sensibilité de valorisation

| | | Taux de croissance à l'infini | | | | |
|----------------------------|--------------|-------------------------------|------|------------|------|------|
| | | 0,0% | 0,5% | 1,0% | 1,5% | 2,0% |
| C M P C | 9,9% | 4,3 | 4,4 | 4,5 | 4,7 | 4,9 |
| | 10,4% | 4,0 | 4,1 | 4,3 | 4,4 | 4,5 |
| | 10,9% | 3,8 | 3,9 | 4,0 | 4,1 | 4,2 |
| | 11,4% | 3,6 | 3,7 | 3,8 | 3,9 | 4,0 |
| | 11,9% | 3,4 | 3,5 | 3,6 | 3,7 | 3,8 |

Notre valorisation fully diluted de Reworld Media par DCF ressort à 4,00 € par action avec un cmcpc à 10,90% et une croissance à l'infini de 1,0%.

Valorisation par somme des parties

Compte tenu du profil de Reworld, nous avons retenu un échantillon d'éditeurs de presse internationaux pour valoriser la partie Branding par comparables et de spécialistes du marketing digital pour la partie Digital Performance.

Branding

Arnoldo Mondadori Editore : Mondadori est l'un des plus grands groupes d'éditions en Europe, dont le siège est en Italie. La société possède un large portefeuille d'activités autant digitalisées que reposant sur un format plus traditionnel : l'édition, la vente de livres, les magazines, la radio ou encore la gestion de concessions de musées et l'organisation d'événements culturels. L'éditeur Einaudi et le magazine culinaire Giallozafferano sont parmi les titres les plus établis de la société.

GEDI : Le groupe GEDI est un acteur important dans le milieu de l'édition italien. Les activités de la société s'étendent de la presse à la radio, en passant par la publicité et le numérique. Le groupe propose aussi bien des titres en digital, à l'image du Huffpost et de Business Insider Italia, que sous format print avec l'Espresso et National Geographic.

RCS média Group : Premier groupe de presse quotidienne en Italie et en Espagne. Présent également dans les domaines de la télévision, de la radio, des nouveaux médias, de la publicité, du livre et des magazines (16,7% de digital). La société propose des titres 100% digitalisés, mais aussi sous double format print/digital. Le très populaire quotidien Carriere della Sera et les magazines lo Donna et Oggi font partis du catalogue de la société.

Future Plc : Groupe de médias britannique présent en Angleterre, EU et Australie. Le société opère dans les secteurs des médias, des magazines (avec des formats en print et en digital) et de l'évènementiel. Le catalogue de la société est composé de titres variés, dont Mac Format, Mac Life ou encore PC Gamer et Tech Life.

Marketing Digital

Numberly (ex 1000mercis) : Créé en 2019, Numberly est un fournisseur de prestations de publicité et de marketing interactif. Allant de la collecte de données à l'activation (email, SMS, vidéo...), la mission du groupe est de concevoir des dispositifs incrémentaux dans la conquête et la fidélisation des clients. Numberly a fait l'acquisition en 2008 d'Ocito et, en 2013, du spécialiste français du RTB Matiro.

Antevenio : Société espagnole d'e-marketing spécialisée dans la performance et le marketing de marque. Fondée en 1997, Antevenio est organisée autour de 4 activités : la régie publicitaire en ligne, l'emailing, la performance et les portails propriétaires. Le groupe s'est récemment implanté aux EU avec l'acquisition de l'agence marketing digital React2Media en 2017.

Ad pepper : Groupe allemand de performance marketing et spécialisé dans la génération d'opportunités et le ciblage de publics spécifiques. Créé en 1999, Ad pepper s'est élargi en faisant l'acquisition en 2006 de la société française de marketing d'affiliation Webgains ainsi que de l'agence allemande de marketing online ad agents en 2007.

Bilendi SA : Société du groupe Bilendi fondé en 1999. La société conçoit et commercialise des programmes de fidélisation sur Internet. Son activité repose principalement sur la proposition de panels en ligne et sur le développement et la commercialisation des programmes de fidélité et de gestion de la relation client.

Qwamplify: Groupe fondé en 1997 de marketing & digital. La société accompagne les marques dans la définition et la mise en œuvre de leurs stratégies d'acquisition, d'activation et de fidélisation auprès de leurs clients. L'activité du groupe s'articule autour de la personnalisation promotionnelle, logistique, licensing et web. Après la double acquisition des agences digitales La Revanche des Sites et Meet Your Data, Qwamplify s'est offert le spécialiste du social média et du brand content Kamden Media.

Alkemy : Groupe Italien créé en 2012 et spécialisé dans la transformation digitale. Les principales activités d'Alkemy s'articulent autour de l'accompagnement à la transformation et à l'innovation, ainsi que de l'améliorer de la performance.

Reply : Société italienne œuvrant dans le secteur des technologies de l'information et de la communication. La société est spécialisée dans le conseil, l'intégration de systèmes et les services numériques basés sur les nouveaux réseaux de communication et les médias numériques. Le groupe a récemment renforcé sa présence en Allemagne en intégrant la société Elbkind en 2019.

Principaux agrégats de l'échantillon

| Société | Capitalisation | Dette nette | VE | CA | | | EBITDA | | | EBIT | | | RN | | |
|------------------------------------|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| | | | | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Media | | | | | | | | | | | | | | | |
| Arnoldo Mondadori Editore S.p.A. | 263 | 162 | 425 | 751,0 | 786,0 | 784,0 | 77,0 | 81,0 | 91,0 | 42,0 | 55,0 | 66,0 | 19,0 | 26,0 | 32,0 |
| GEDI Gruppo Editoriale S.p.A. | 234 | 102 | 336 | 593,0 | 571,0 | | 42,0 | 41,0 | | | | | 7,0 | 3,0 | |
| RCS MediaGroup S.p.A. | 325 | 320 | 644 | 803,0 | 862,0 | 871,0 | 87,0 | 112,0 | 112,0 | 39,0 | 63,0 | 70,0 | 22,0 | 41,0 | 47,0 |
| Future plc | 1 363 | 44 | 1 407 | 354,0 | 476,0 | 489,0 | 97,0 | 122,0 | 130,0 | 84,0 | 104,0 | 111,0 | 67,0 | 83,0 | 89,0 |
| Digital Marketing | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1000mercis SA | 53 | 4 | 57 | 53,0 | 66,0 | | 2,0 | 6,0 | | 2,0 | 2,0 | | 2,0 | 2,0 | |
| Antevenio, S.A. | 31 | -1 | 29 | 21,0 | 24,0 | 26,0 | - | 1,0 | 2,0 | - | 1,0 | 2,0 | - | 1,0 | 1,0 |
| ad pepper media International N.V. | 68 | -23 | 45 | 23,0 | 26,0 | 29,0 | 4,0 | 5,0 | 6,0 | 3,0 | 4,0 | 5,0 | 2,0 | 2,0 | 3,0 |
| Bilendi SA | 45 | -1 | 44 | 32,0 | 34,0 | 37,0 | 5,0 | 6,0 | 7,0 | 3,0 | 4,0 | 4,0 | 2,0 | 3,0 | 3,0 |
| Qwamplify SA | 34 | 1 | 35 | 22,0 | 27,0 | 29,0 | 2,0 | 3,0 | 4,0 | 2,0 | 3,0 | 4,0 | 3,0 | 2,0 | 3,0 |
| Alkemy SpA | 34 | 6 | 40 | 85,0 | 95,0 | 104,0 | 6,0 | 8,0 | 9,0 | 4,0 | 5,0 | 7,0 | 2,0 | 3,0 | 4,0 |
| Reply S.p.A. | 2 780 | -105 | 2 675 | 1 220,0 | 1 348,0 | 1 469,0 | 187,0 | 214,0 | 229,0 | 149,0 | 175,0 | 193,0 | 102,0 | 123,0 | 136,0 |
| Reworld Media | 98,5 | 10,4 | 108,9 | 422,4 | 417,9 | 415,1 | 36,2 | 40,4 | 44,0 | 28,4 | 32,5 | 36,0 | 8,9 | 19,6 | 22,0 |

source: FactSet / Euroland Corporate

Multiples de valorisation de l'échantillon

| | VE/CA | | | VE/EBITDA | | | VE/EBIT | | | PER | | |
|------------------------------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Media | | | | | | | | | | | | |
| Arnoldo Mondadori Editore S.p.A. | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 5,5 | 5,2 | 4,7 | 10,1 | 7,7 | 6,4 | 13,8 | 10,1 | 8,2 |
| GEDI Gruppo Editoriale S.p.A. | 0,6 | 0,6 | | 8,0 | 8,2 | | | | | 33,4 | 78,0 | |
| RCS MediaGroup S.p.A. | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 7,4 | 5,8 | 5,8 | 16,5 | 10,2 | 9,2 | 14,8 | 7,9 | 6,9 |
| Future plc | 4,0 | 3,0 | 2,9 | 14,5 | 11,5 | 10,8 | 16,7 | 13,5 | 12,7 | 20,3 | 16,4 | 15,3 |
| Moyenne Media | 1,5 | 1,2 | 1,4 | 8,9 | 7,7 | 7,1 | 14,5 | 10,5 | 9,4 | 20,6 | 28,1 | 10,1 |
| Mediane Media | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 7,7 | 7,0 | 5,8 | 16,5 | 10,2 | 9,2 | 17,5 | 13,3 | 8,2 |
| Digital marketing | | | | | | | | | | | | |
| ad pepper media International N.V. | 2,0 | 1,7 | 1,6 | 11,3 | 9,1 | 7,6 | 15,1 | 11,3 | 9,1 | 34,2 | 34,2 | 22,8 |
| Bilendi SA | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 8,8 | 7,3 | 6,3 | 14,7 | 11,0 | 11,0 | 22,7 | 15,1 | 15,1 |
| Qwamplify SA | 1,6 | 1,3 | 1,2 | 17,3 | 11,5 | 8,6 | 17,3 | 11,5 | 8,6 | 11,3 | 16,9 | 11,3 |
| Alkemy SpA | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 6,7 | 5,0 | 4,4 | 10,0 | 8,0 | 5,7 | 17,1 | 11,4 | 8,5 |
| Reply S.p.A. | 2,2 | 2,0 | 1,8 | 14,3 | 12,5 | 11,7 | 18,0 | 15,3 | 13,9 | 27,3 | 22,6 | 20,4 |
| Moyenne Marketing Digital | 1,5 | 1,3 | 1,2 | 11,7 | 9,1 | 7,7 | 15,0 | 11,4 | 9,7 | 22,5 | 20,0 | 15,6 |
| Mediane Marketing Digital | 1,6 | 1,3 | 1,2 | 11,3 | 9,1 | 7,6 | 15,1 | 11,3 | 9,1 | 22,7 | 16,9 | 15,1 |

Nous appliquons la moyenne des ratios de l'échantillon aux agrégats d'EBE de Reworld sur les années 2020, 2021 et 2022.

Etant entendu que les ratios Media sont appliqués au Branding (Digital + Print) et que les ratios Digital Marketing sont appliqués aux agrégats de la branche Digital Performance.

A ce titre, la branche Branding ressort avec une valeur des capitaux propres de 182 M€ (décote de taille de 10%), soit 3,50 € par action et la branche Digital Performance à 22,6 M€, soit 0,50 € par action.

Notre valorisation par somme des parties par comparables ressort à ce titre à 4,00 €.

Conclusion

Pour conclure, nous initions la couverture de Reworld Media avec une opinion Achat et un objectif de cours de 4,00 €, issu de la moyenne des valorisations par DCF (4,00 €) et par comparables (4,00 €).

| Compte de résultat (M€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|--|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires | 185,6 | 177,5 | 294,4 | 422,4 | 417,9 | 415,1 |
| Excédent brut d'exploitation | 8,0 | 11,5 | 31,6 | 36,2 | 40,4 | 44,0 |
| Résultat opérationnel courant | 3,9 | 7,9 | 25,5 | 28,4 | 32,5 | 36,0 |
| Résultat opérationnel | 3,9 | 7,9 | 25,5 | 28,4 | 32,5 | 36,0 |
| Résultat financier | -0,3 | -0,6 | -3,9 | -3,9 | -3,9 | -3,9 |
| Impôts | -0,3 | 0,4 | -2,6 | 4,2 | 9,5 | 10,7 |
| Mise en équivalence | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Part des minoritaires | 0,0 | 0,0 | -0,7 | -0,6 | -0,6 | -0,6 |
| Résultat net part du groupe | 1,8 | 6,9 | 25,4 | 8,9 | 19,6 | 22,0 |
| Bilan (M€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| Actifs non courants | 47,8 | 50,3 | 219,2 | 219,0 | 218,6 | 218,1 |
| <i>dont goodwill</i> | 33,6 | 35,3 | 34,8 | 34,8 | 34,8 | 34,8 |
| BFR | -19,1 | -13,0 | -65,9 | -61,6 | -61,3 | -61,2 |
| Disponibilités + VMP | 16,1 | 16,6 | 54,0 | 90,7 | 105,8 | 124,1 |
| Capitaux propres | 19,8 | 26,8 | 96,5 | 104,6 | 123,7 | 145,1 |
| Emprunts et dettes financières | 24,3 | 27,0 | 96,0 | 128,7 | 128,7 | 128,7 |
| Total Bilan | 124,8 | 124,3 | 409,9 | 503,0 | 515,8 | 532,3 |
| Tableau de flux (M€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| Marge Brute d'autofinancement | 4,3 | 8,7 | 5,0 | 16,2 | 27,0 | 29,4 |
| Variation de BFR | -9,0 | 4,9 | 6,5 | 4,2 | 0,3 | 0,2 |
| Flux net de trésorerie généré par l'activité | -4,7 | 3,8 | -1,5 | 11,9 | 26,7 | 29,2 |
| Investissements opérationnels nets | -3,8 | -3,9 | -3,8 | -7,6 | -7,5 | -7,5 |
| Investissements financiers nets | 0,0 | 0,0 | -1,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Flux nets de trésorerie liés aux investissements | -3,9 | -5,6 | -58,1 | -7,6 | -7,5 | -7,5 |
| Augmentation de capital | 0,0 | -0,1 | 30,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variation emprunts | -2,0 | 4,9 | 68,4 | 32,7 | 0,0 | 0,0 |
| Dividendes versés | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Flux de trésorerie liés au financement | -3,4 | 2,9 | 96,8 | 32,7 | 0,0 | 0,0 |
| Variation de l'endettement financier net | -12,5 | 0,5 | 37,1 | 37,0 | 19,2 | 21,8 |
| Ratios (%) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| Variation chiffre d'affaires | 6,6% | -4,4% | 65,8% | 43,5% | -1,1% | -0,7% |
| Marge EBE | 4,3% | 6,5% | 10,8% | 8,6% | 9,7% | 10,6% |
| Marge opérationnelle courante | 2,1% | 4,5% | 8,7% | 6,7% | 7,8% | 8,7% |
| Marge opérationnelle | 2,1% | 4,5% | 8,7% | 6,7% | 7,8% | 8,7% |
| Marge nette | 0,9% | 3,9% | 8,6% | 2,1% | 4,7% | 5,3% |
| Capex/CA | -2,0% | -2,2% | -1,3% | -1,8% | -1,8% | -1,8% |
| BFR/CA | -10,3% | -7,3% | -22,4% | -14,6% | -14,7% | -14,7% |
| ROCE | 16,1% | 24,1% | 17,4% | 18,9% | 21,6% | 24,0% |
| ROCE hors GW | ns | ns | 22,8% | 24,5% | 28,0% | 31,2% |
| ROE | 8,9% | 25,6% | 26,3% | 8,5% | 15,9% | 15,2% |
| 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 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| Gearing (%) | 41% | 39% | 43% | 36% | 18% | 3% |
| Dettes nettes/EBE | 1,0 | 0,9 | 1,3 | 1,0 | 0,6 | 0,1 |
| EBE/charges financières | 27,4 | 17,9 | 8,1 | 9,3 | 10,4 | 11,2 |
| Valorisation | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| Nombre d'actions (en millions) | 37,1 | 37,6 | 49,7 | 51,8 | 51,8 | 51,8 |
| Nombre d'actions moyen (en millions) | 34,5 | 37,3 | 43,6 | 50,7 | 51,8 | 51,8 |
| Cours (moyenne annuelle en euros) | 2,00 | 1,53 | 2,60 | 1,98 | 1,98 | 1,98 |
| (1) Capitalisation boursière moyenne | 69,0 | 57,2 | 113,3 | 100,5 | 102,6 | 102,6 |
| (2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-) | 8,2 | 10,4 | 42,0 | 38,0 | 22,8 | 4,6 |
| (3) Valeur des minoritaires | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 4,0 | 4,0 | 4,0 |
| (4) Valeur des actifs financiers | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4) | 73,7 | 64,2 | 151,8 | 138,9 | 125,9 | 107,7 |
| PER | 39,4 | 8,3 | 4,5 | 11,2 | 5,2 | 4,7 |
| VE/ EBE | 9,2 | 5,6 | 4,8 | 3,8 | 3,1 | 2,4 |
| VE/ROC | 19,0 | 8,1 | 6,0 | 4,9 | 3,9 | 3,0 |
| VE/CA | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| P/B | 3,5 | 2,1 | 1,2 | 1,0 | 0,8 | 0,7 |
| Données par action (€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| Bnpa | 0,05 | 0,18 | 0,51 | 0,17 | 0,38 | 0,42 |
| Book value/action | 0,5 | 0,7 | 1,9 | 2,0 | 2,4 | 2,8 |
| 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 5% 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 5% 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 sur les 12 derniers 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 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. 3

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