

Alternext - SBF 250 - CAC Mid&Small

La TNT 5 ans après : de plus en plus explosive !

Juin 2010

Jean-Baptiste SERGEANT
jean-baptiste.sergeant@gilbertdupont.fr
Tél : 33(0)1.40.22.24.68

1. RESUME.....	3
2. UN SUCCES D'AUDIENCE QUI VA S'AMPLIFIER	4
2.1. VERS LE TOUT NUMERIQUE !.....	4
2.2. VERS LE TOUT GENERALISTE !.....	5
3. UN PARI ECONOMIQUE REUSSI	9
3.1. LA CRISE ? CONNAIT PAS !	9
3.2. RENTABILITE GENERALISEE D'ICI 2012	11
4. UNE CONSOLIDATION ENCADREE.....	12
4.1. LE RENFORCEMENT DE TF1 : AU PRIX FORT ET ETROITEMENT SURVEILLE	12
4.2. DE VIRGIN 17 A DIRECT 17.....	13
4.3. LES REVENDICATIONS LEGITIMES DES NOUVEAUX ENTRANTS.....	15
5. VALORISATION DES CHAINES DE LA TNT	17
5.1. W9 (M6).....	18
5.2. TMC (TF1)	18
5.3. NT1 (TF1).....	19
5.4. NRJ 12 (NRJ GROUP)	19
5.5. BFM TV (NEXTRADIOTV).....	20
6. VALEURS : ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	22
6.1. M6 : OPINION ACHETER, TP DE 19,5 €(vs 23,2 €)	22
6.2. TF1 : OPINION ALLEGER, TP DE 11,5 €(vs 12,6 €)	23
6.3. NRJ GROUP : OPINION ACHETER, TP DE 8,8 €(vs 9,0 €)	24
6.4. NEXTRADIOTV : OPINION ACCUMULER (VS ALLEGER), TP DE 15,5 €(vs 14,8 €).....	25
7. FICHES VALEURS.....	26
7.1. M6 : UNE STRATEGIE TOUJOURS AUSSI PERTINENTE.....	27
7.2. TF1 : LE JUSTE PRIX	29
7.3. NRJ GROUP : TOUJOURS NOTRE NUMBER ONE !.....	31
7.4. NEXTRADIOTV : PLUS DE NUAGE A L'HORIZON	33

1. Résumé

Lancées en mars 2005, les dix nouvelles chaînes gratuites de la TNT ont réussi à s'imposer rapidement, puisqu'elles représentent aujourd'hui 20% de l'audience TV totale.

Ce succès s'explique en premier lieu par la pénétration croissante du numérique (qui touche désormais 86% des foyers) mais également par le repositionnement des chaînes de la TNT vers une offre généraliste, plus à même d'attirer un vaste public que leur thématique initiale.

Grâce à cette audience en hausse, les chaînes de la TNT ont ignoré la crise en 2009, puisque leurs recettes publicitaires ont progressé de 45% — tandis que celles de TF1 et de M6 chutaient respectivement de 13% et 8%.

Cette croissance devrait rester soutenue en 2010 (GD : +25%) et en 2011 (GD : +13%), à la faveur du basculement progressif de l'analogique vers le numérique, qui permettra, selon nous, aux chaînes de la TNT de dépasser le seuil de 25% d'audience fin 2011. Une fois ce switch-off opéré, les chaînes de la TNT devraient bénéficier en 2012 du transfert d'une partie des investissements publicitaires qui se portaient sur France Télévisions en journée — en supposant que la suppression totale de la publicité sur le groupe public sera bien appliquée.

Au final, **les prochaines années s'annoncent particulièrement porteuses pour les chaînes de la TNT, qui devraient toutes avoir atteint l'équilibre d'ici 2012** — en sachant que deux d'entre elles dégagent d'ores et déjà une marge confortable (TMC et W9) et que plusieurs autres atteindront le break-even en 2010 (NRJ 12, BFM TV, Direct 8, Gulli).

Ces perspectives très favorables expliquent pourquoi **les chaînes de la TNT sont devenues des cibles convoitées**, notamment par les chaînes historiques dont l'audience a fortement pâti de cette nouvelle concurrence (TF1 a perdu 6,2 points d'audience en 4 ans, et M6 1,8 point).

Souhaitant rattraper à tout prix son retard sur la TNT, en laquelle elle ne croyait pas à l'origine, TF1 vient ainsi de prendre le contrôle de deux chaînes (TMC et NT1). Par ailleurs, en mars dernier, Bolloré (actionnaire de Direct 8) est entré en négociations exclusives avec Lagardère pour lui racheter Virgin 17.

Malgré ce mouvement de consolidation, le développement des chaînes indépendantes (NRJ 12, BFM TV) ne nous paraît pas menacé, compte tenu des conditions très restrictives imposées à TF1 par l'Autorité de la Concurrence et le CSA, notamment en matière de circulation des œuvres audiovisuelles.

En revanche, **il nous semble peu probable que les nouveaux entrants obtiennent un canal bonus fin 2011**, à l'instar des groupes privés historiques (TF1, M6, Canal+).

A l'occasion de cette étude, nous détaillons nos prévisions pour les chaînes de la TNT détenues par les valeurs Médias de notre univers de couverture, à savoir : W9 (M6), TMC et NT1 (TF1), NRJ 12 (NRJ Group) et BFM TV (NextRadioTV).

Suite à la mise à jour des valorisations de chaque chaîne, nos recommandations sont les suivantes :

- **M6 : opinion Acheter (inchangée), TP de 19,5 € (vs 23,2 €)**
- **TF1 : opinion Alléger (inchangée), TP de 11,5 € (vs 12,6 €)**
- **NRJ Group : opinion Acheter (inchangée), TP de 8,8 € (vs 9,0 €) ; maintien en Liste de Valeurs Favorites Midcaps**
- **NextRadioTV : opinion relevée à Accumuler (vs Alléger), TP de 15,5 € (vs 14,8 €)**

2. Un succès d'audience qui va s'amplifier

Lancées en mars 2005, les nouvelles chaînes gratuites de la TNT ont réussi à s'imposer rapidement, puisqu'elles représentent aujourd'hui 20% de l'audience TV totale.

Cette montée en puissance s'est faite exclusivement au détriment des chaînes hertziennes historiques, qui ont perdu 20,2 points d'audience depuis cinq ans (67,7% en mai 2010 vs 87,9% en 2005). En revanche, les chaînes du câble et du satellite ont vu leur audience légèrement croître (12,2% en mai 2010 vs 11,6% en 2007).

Les raisons de ce succès d'audience de la TNT résident dans :

- la pénétration croissante du numérique, qui touche désormais 86% des foyers et qui sera reçu par la quasi-totalité de la population d'ici fin 2011 ;
- le repositionnement des chaînes de la TNT vers une offre généraliste, plus à même d'attirer un vaste public que leur thématique initiale.

L'audience des chaînes de la TNT devrait continuer à progresser pour s'établir selon nous à 25,5% fin 2011, lors de l'extinction de la diffusion analogique. Cette part d'audience pourrait même, d'ici une dizaine d'années, atteindre le seuil des 30%, selon les prévisions de deux instituts (Group M et Omnicom).

Evolution de la part d'audience annuelle des chaînes TV françaises

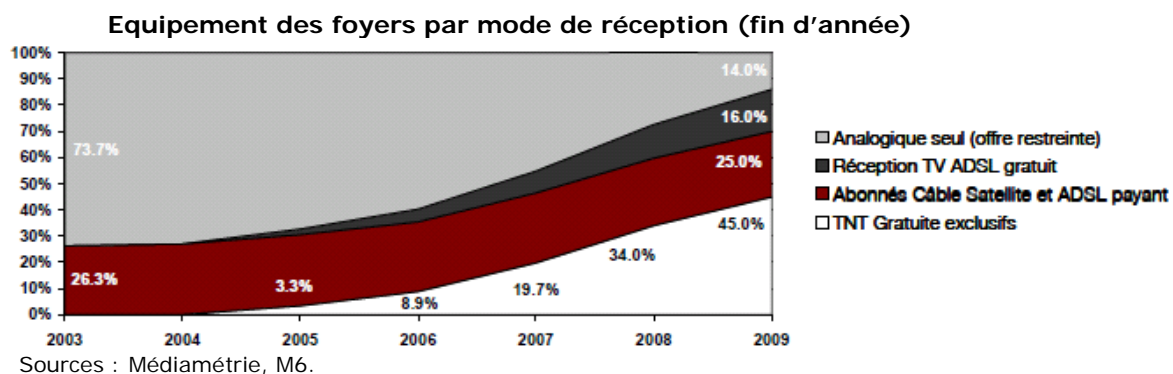
en %	2005	2006	2007	2008	2009	Mai 2010	fin 2011e
Chaînes analogiques	87,9	86,2	82,5	76,3	72,1	67,7	63,0
TF1	32,3	31,6	30,7	27,2	26,1	24,0	22,4
France 2	19,8	19,2	18,1	17,5	16,7	16,4	14,9
France 3	14,7	14,7	14,1	13,3	11,8	10,6	10,2
Canal+	3,6	3,4	3,4	3,3	3,1	3,1	2,7
M6	12,6	12,5	11,5	11,0	10,8	10,2	10,0
France 5 / Arte (analogique)	4,9	4,8	4,7	4,0	3,6	3,4	2,8
Autres chaînes	12,1	13,8	17,5	23,7	27,9	32,3	37,0
dont chaînes CabSat	nc	nc	11,6	12,6	12,7	12,2	11,5
dont chaînes TNT gratuites	nc	nc	5,9	11,1	15,2	20,1	25,5
Direct 8			0,2	0,7	1,4	2,0	2,7
W9			0,9	1,8	2,5	3,0	4,1
TMC			1,2	2,1	2,6	3,1	4,3
NT1			0,6	1,0	1,4	1,6	2,1
NRJ 12			0,4	1,0	1,5	2,1	2,7
France 4			0,4	0,9	1,1	1,7	2,1
BFM TV			0,2	0,4	0,7	0,8	1,0
i>Télé			0,3	0,3	0,5	0,7	0,8
Virgin 17			0,4	0,5	0,7	1,1	1,2
Gulli			0,8	1,5	1,8	2,3	2,7
France 5 / Arte (TNT)			0,5	0,9	1,0	1,7	1,8

Sources : Médiamétrie, Gilbert Dupont.

2.1. Vers le tout numérique !

Le succès des chaînes de la TNT s'explique en premier lieu par le développement de l'équipement multi-chaînes. Ainsi, 86% des foyers peuvent recevoir aujourd'hui la TNT gratuite (vs 50% début 2007), à travers soit un récepteur dédié (foyers exclusifs TNT : 45%), soit un abonnement au câble ou au satellite (25%), soit un abonnement ADSL (16%).

Désormais, seuls 14% des foyers ne disposent que d'une offre analogique restreinte (vs 50% début 2007), ce qui réduit significativement le public « captif » des chaînes hertziennes historiques.



L'extinction de la diffusion hertzienne analogique, programmée pour le 30 novembre 2011, va favoriser la poursuite de la progression des chaînes de la TNT, qui pourront à cette date être captées par 95% de la population. Les 5% restants devront alors se rabattre sur l'ADSL, le câble ou le satellite pour recevoir les chaînes de la TNT.

Couverture TNT (% de la population)

mars-05	fin 2005	fin 2006	fin 2007	fin 2008	fin 2009	fin 2010	fin 2011
35%	50%	65%	85%	87%	89%	92%	95%

Source : CSA

Il est à noter que trois régions ont d'ores et déjà basculé au tout-numérique (l'Alsace en février dernier, la Basse-Normandie en mars et les Pays-de-la-Loire en mai), soit 6,7 millions de personnes. L'Île-de-France doit pour sa part procéder au switch-off en mars 2011.

Le calendrier du passage au tout numérique

Alsace	02-févr-10	Picardie	01-févr-11
Basse-Normandie	09-mars-10	Ile-de-France	08-mars-11
Pays-de-la-Loire	18-mai-10	Aquitaine	29-mars-11
Bretagne	08-juin-10	Limousin	29-mars-11
Lorraine	28-sept-10	Auvergne	10-mai-11
Champagne-Ardenne	28-sept-10	Corse	24-mai-11
Poitou-Charentes	19-oct-10	Côte d'Azur	24-mai-11
Centre	19-oct-10	Rhône-Alpes	14-juin-11
Bourgogne	16-nov-10	Provence-Alpes	05-juil-11
Franche-Comté	16-nov-10	Alpes	20-sept-11
Nord-Pas-de-Calais	07-déc-10	Midi-Pyrénées	08-nov-11
Haute-Normandie	01-févr-11	Languedoc-Roussillon	29-nov-11

Source : CSA

2.2. Vers le tout généraliste !

Au-delà de l'explication technique liée à l'initialisation croissante des foyers, **le succès d'audience des chaînes de la TNT est également dû à leur repositionnement vers une offre généraliste.**

Ainsi, alors qu'en 2005, seulement deux chaînes de la TNT avaient un positionnement généraliste (TMC et NT1), on en compte actuellement six (outre TMC et NT1 : W9, NRJ 12, Direct 8 et France 4)¹ :

- Bien que sa convention stipule toujours que sa programmation est « majoritairement musicale », **W9** a obtenu du CSA un allègement de ses obligations puisqu'elle n'est plus contrainte de consacrer 50% de son temps d'antenne aux vidéoclips. Par ailleurs, le plafond d'œuvres cinématographiques que la chaîne a le droit de diffuser par an a été relevé à 192 (dont 144 entre 20h30 et 22h30) vs 52 initialement. Dès lors, le positionnement de W9 est

¹ cf. « La TNT en phase de virage généraliste ? », NPA Conseil, octobre 2009.

aujourd'hui clairement généraliste, avec une programmation reposant désormais sur la musique, les séries, le cinéma, les magazines de divertissement et le sport (diffusion de certains matches de l'Europa League notamment). Ce changement éditorial s'avère un succès puisque la chaîne a réalisé 69 des 100 meilleures audiences de la TNT en 2009.

- Alors qu'elle consacrait à son lancement 75% de son temps d'antenne aux vidéoclips, **NRJ 12** n'en diffuse plus aujourd'hui. La chaîne a diversifié son antenne avec de nombreux films (192 par an vs 52 initialement, comme W9), des divertissements, des jeux, des magazines, des programmes jeunesse (« Disney Break ») et même un journal d'informations depuis mai 2009 (diffusé à 20h15 et d'une durée de 9 minutes). NRJ 12 se revendique désormais chaîne « généraliste et trans-générationnelle ».
- Alors qu'elle programmait à l'origine 11 heures d'émissions en direct par jour, **Direct 8** n'en diffuse plus en moyenne que 7 heures. La programmation s'est en effet ouverte à de nombreux films et séries ainsi qu'au sport (foot, automobile, rugby à XIII), en attendant le lancement annoncé d'un journal d'informations. Depuis la rentrée 2009, Direct 8 s'autoproclame « la nouvelle grande chaîne généraliste », à destination essentiellement des 25-49 ans.
- Lancée comme la chaîne du spectacle vivant, **France 4** s'est repositionnée en janvier 2007 comme une chaîne généraliste à destination des 15-34 ans, avec des programmes axés sur le cinéma (381 heures en 2008 vs 141 heures en 2005), les divertissements et le sport (300 heures par an, dont la Coupe d'Angleterre de Football).
- **TMC** et **NT1**, pour leur part, se sont positionnées dès l'origine comme des chaînes généralistes, à la faveur de conventions très favorables. Elles ont récemment enrichi leur offre de programmes via le lancement de magazines (« Affaires criminelles » et « Reporters » sur NT1, « Incroyable mais vrai, le mag » sur TMC) et d'émissions de télé-réalité (« Moundir l'aventurier de l'amour » sur TMC, « Love Match » sur NT1).

Par ailleurs, deux autres chaînes, sans abandonner leur thématique initiale, sont en cours de repositionnement pour viser un public plus large :

- **Virgin 17** : contrainte par sa convention à consacrer au moins 75% de son temps d'antenne à des programmes musicaux, la chaîne développe depuis deux ans une offre de programmes plus généralistes, avec notamment l'apparition d'une case de cinéma hebdomadaire en prime time, le lancement de magazines (« Ça ne s'invente pas », « Face au danger »,...) et d'émissions de télé-réalité (« L'île de la Tentation », dont la 8^{ème} édition, inédite, a démarré le 29 avril).

De plus, estimant à juste titre que sa thématique musicale est un frein à la progression de l'audience², la chaîne tente actuellement d'obtenir du CSA un allègement de ses obligations, pour ramener la musique à seulement 50% du temps d'antenne (à l'instar de W9).

L'issue de cette négociation étant incertaine, M6 n'a pas fait d'offre sur Virgin 17 lorsque son propriétaire (Lagardère) l'a mise en vente en mars dernier. En revanche, Bolloré Médias n'a pas été rebuté par le format musical de la chaîne et est entré en négociations exclusives avec Lagardère le 19 mars, sans conditionner la reprise de Virgin 17 à un aménagement de sa convention.

- **Gulli** : initialement destinée aux 6-14 ans, la chaîne a élargi sa cible en soirée, en proposant désormais des soirées « familiales », à base de films et de séries.

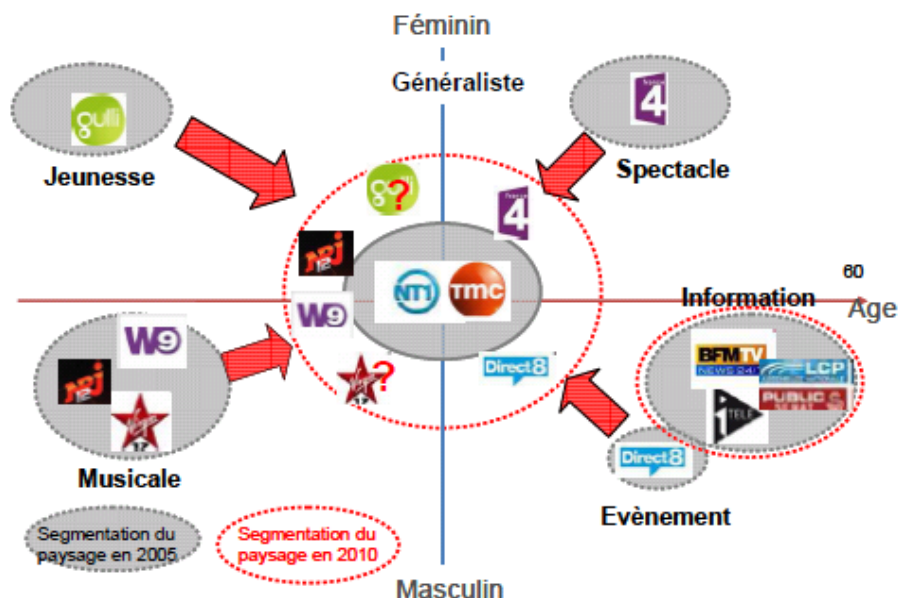
Au final, cinq ans après leur lancement, force est de constater que toutes les chaînes de la TNT, à l'exception des deux chaînes d'informations (BFM TV et i>Télé) convergent vers un positionnement généraliste, comme l'illustre le tableau ci-après.

² Virgin 17 est la chaîne de la TNT (hors chaînes d'informations) dont la part d'audience a le moins progressé : seulement 0,7 point gagné entre 2007 (0,4%) et mai 2010 (1,1%).

Evolution des formats des chaînes de la TNT (2005 -2010)

	2005	2010
Généraliste	TMC, NT1	TMC, NT1, W9, Direct 8, NRJ 12, France 4
Evénement / Direct	Direct 8	-
Information	i>Télé, BFM TV	i>Télé, BFM TV
Musique	W9, NRJ 12, Virgin 17	Virgin 17
Jeunesse	Gulli	Gulli
Culture	France 4	-

Source : NPA Conseil



Source : NPA Conseil

Ce virage généraliste nous semble pertinent, puisque les chaînes qui l'ont effectué ont toutes enregistré leur record d'audience avec des programmes qui ne correspondent pas à leur thématique initiale mais qui appartiennent au registre historique des chaînes généralistes (cinéma ou fiction). Ainsi W9 a obtenu 15 de ses 20 meilleures audiences en 2009 grâce au cinéma, et non à la musique.

De plus, on constate que ce sont les chaînes qui ont opéré le plus franchement le virage généraliste qui ont vu leur audience progresser le plus significativement (Direct 8, W9, NRJ 12 et France 4).

Record d'audience historique par chaîne au 15/03/10

Chaîne	Programme	Audience (en millions de téléspectateurs)	Date
TMC	La ligne verte (film)	1,7 million	07/01/2010
W9	Astérix et les Vikings (film)	1,5 million	27/10/2009
NRJ 12	Le dernier cheyenne (film)	1,3 million	02/02/2010
Direct 8	Le solitaire (film)	1,2 million	21/01/2010
France 4	Rasta Rockett (film)	1,2 million	15/02/2010
Gulli	Le petit monde de Charlotte (film)	1,0 million	09/03/2010
NT1	Road House (film)	1,0 million	17/09/2009
Virgin 17	L'affaire Ranucci (téléfilm)	0,7 million	19/12/2009

Source : Le Figaro du 17/03/10

Cependant, cette convergence vers le format généraliste présente le risque de banaliser l'offre des chaînes, dans la mesure où elles proposent désormais toutes plus ou moins les mêmes genres de programmes, et notamment des films et des séries.

Ainsi, selon NPA Conseil, on dénombre chaque semaine sur les chaînes TNT gratuites : 15 films en prime time, 6 séries américaines et 6 téléfilms français. Il s'agit pour l'essentiel de films de catalogue, à forte notoriété mais déjà multi-

diffusés sur les chaînes historiques, ou des séries « cultes » (« Starsky & Hutch » sur Direct 8, « Les Simpson » sur W9, « Friends » sur NRJ 12, « Une Femme d'Honneur » sur TMC,...).

Pour contourner ce risque d'une offre trop homogène qui lasserait les téléspectateurs, les chaînes de la TNT ont pris conscience de la **nécessité de se différencier via le développement de programmes propres**, tels que :

- des magazines présentés par des animateurs phares de la chaîne (cf. « 90' enquêtes » sur TMC, « Tellement vrai » sur NRJ 12, « Morandini » sur Direct 8 ou « Enquête d'action » sur W9) ;
- des programmes de télé-réalité exclusifs (cf. « X Factor » sur W9, « L'Île de la Tentation » sur Virgin 17, « Moundir l'aventurier de l'amour » sur TMC).

Ces programmes inédits, qui renforcent l'identité des chaînes, permettent en effet de fidéliser les téléspectateurs, particulièrement volatils sur la TNT. En outre, le développement de programmes propres permet aux chaînes de se constituer un catalogue de droits, en vue d'éventuelles rediffusions.

Néanmoins, ils présentent l'inconvénient de coûter plus cher que des programmes acquis sur le marché secondaire. Ainsi, le nouveau programme de télé-réalité de NRJ 12 (« Il était une fois », qui sera diffusé au S2 2010) va coûter 100.000 € vs 40.000 € en moyenne pour un prime time (source : CB News, 02/11/09). De même, la saison inédite de « L'Île de la Tentation » aurait coûté à Virgin 17 près d'un sixième de son budget annuel (soit 5 M€).

Dès lors, le coût de grille des chaînes de la TNT est en constante augmentation. En effet, pour la saison 2009-10, le coût des programmes a progressé de :

- 40% pour TMC,
- 35% pour NRJ 12
- 27% pour Virgin 17
- 15% pour Gulli

Cette augmentation du coût de grille devrait se poursuivre car les obligations de production des chaînes de la TNT vont progressivement monter en puissance. En effet, l'accord interprofessionnel du 22 octobre dernier prévoit que l'obligation de production passera de 14% du CA des chaînes en 2010-11 à 14,5% en 2012-13 et à 15% du CA à partir de 2014³. Une part de ces investissements devra être consacrée à des œuvres patrimoniales (fiction, animation, documentaires,...).

³ TMC et NT1 seront pour leur part soumises au même régime que TF1, à savoir une obligation d'investissement de 12,5%.

3. Un pari économique réussi

Le succès d'audience des chaînes de la TNT leur a permis d'enregistrer une forte progression de leurs recettes publicitaires en 2009 (+46% en net), malgré la crise qui a violemment frappé les chaînes historiques (TF1 : -13,2%, M6 : -8%).

Cette croissance devrait rester soutenue en 2010 (GD : +25%) et en 2011 (GD : +13%), à la faveur du basculement progressif de l'analogique vers le numérique. Une fois ce switch-off opéré, les chaînes de la TNT devraient bénéficier en 2012 du transfert d'une partie des investissements publicitaires qui se portaient sur France Télévisions en journée — en supposant que la suppression totale de la publicité sur le groupe public sera bien appliquée — ce qui devrait leur permettre de continuer à enregistrer une croissance à deux chiffres (GD : +10%).

Cette forte croissance devrait permettre à l'ensemble des nouvelles chaînes de la TNT d'être rentables en 2012, en sachant que deux d'entre elles dégagent d'ores et déjà une marge confortable (TMC et W9).

3.1. La crise ? Connaît pas !

Malgré la crise publicitaire, **les chaînes de la TNT ont enregistré en 2009 une progression de 60,6% de leurs recettes publicitaires brutes**, alors que celles des chaînes hertziennes historiques ont reculé de 2,3% (source Kantar Media).

En termes de CA publicitaire net (i.e. après remises commerciales), nous estimons la progression des chaînes de la TNT (hors France 4) à +45%, tandis que TF1 et M6 ont vu leurs recettes publicitaires reculer respectivement de 13,2% et de 8,0%.

Estimations du CA publicitaire des chaînes privées de la TNT

(M€)	CA 07	CA 08	Var.	CA 09	Var.	CA 10e	Var.	CA 11e	Var.	CA 12e	Var.
W9	26	52	103%	75	43%	94	25%	105	12%	116	10%
TMC	24	48	102%	65	35%	78	20%	86	10%	93	8%
NRJ 12	9	25	182%	42	71%	59	40%	71	20%	81	15%
Direct 8	8	18	123%	30	66%	40	33%	44	10%	48	10%
Gulli	8	19	141%	30	60%	36	20%	40	10%	44	10%
NT1	11	23	119%	27	17%	31	15%	34	10%	36	5%
BFM TV	8	16	95%	25	61%	35	40%	42	20%	48	15%
i>Télé	10	14	40%	23	64%	26	15%	29	10%	31	5%
Virgin 17*	9	18	100%	21	15%	24	15%	27	15%	30	10%
Total	112	232	108%	338	45%	423	25%	478	13%	526	10%

* en cours de cession à Bolloré

Sources : Gilbert Dupont, chaînes, presse.

NB : à l'exception de NRJ 12 et BFM TV, les autres chaînes n'ont pas encore rendu publics leurs comptes 2009. Nous avons donc procédé à des estimations de leur CA et de leurs résultats.

Cette très bonne performance des chaînes de la TNT est due avant tout à la progression de leur audience et à leur virage généraliste, qui a su attirer des secteurs annonceurs qui investissaient jusqu'alors en priorité sur les chaînes historiques. Ainsi, au sein du Top 10 des principaux secteurs annonceurs de la TNT, 8 sont désormais communs avec les chaînes historiques (l'Alimentation étant en tête, devant les Télécoms).

De plus, les chaînes de la TNT ont profité de l'arrêt de la publicité après 20h sur France Télévisions, qui est entré en vigueur en janvier 2009. En effet, alors que les chaînes privées historiques (TF1 et M6) n'ont bénéficié d'aucun transfert de publicité, une part importante des budgets publicitaires précédemment alloués à France TV s'est reportée sur les chaînes de la TNT, en raison d'un coût-contact plus intéressant.

Du fait de cette surperformance, **les chaînes de la TNT ont vu leur part de marché publicitaire croître fortement**, passant de 3,1% en 2007 à 6,7% en 2008 et 10,9% en 2009.

Cette part de marché des chaînes de la TNT pourrait atteindre selon nous 13,1% en 2010, en tablant sur une progression de 26% de leur CA publicitaire (vs +5,9% pour le marché publicitaire TV total).

Notre estimation est plus optimiste que celle de ZenithOptimedia, qui attend une croissance de 17% des recettes publicitaires des chaînes de la TNT en 2010.

Elle nous semble néanmoins crédible au regard de :

- la progression des recettes brutes des chaînes de la TNT sur les 5 premiers mois de l'année (+43% selon Kantar Media vs +15% pour les chaînes historiques),
- la croissance dégagée au T1 2010 par certaines chaînes : +45% pour BFM TV, +47% pour NRJ 12 (en net).

Remarquons cependant qu'une part de marché publicitaire de 13% en 2010 pour la TNT resterait inférieure à sa part d'audience (que nous estimons à 20% en moyenne sur l'année), ce qui laisse une marge de progression significative.

Estimation de la part de marché publicitaire des chaînes de la TNT

	2008		2009		2010e		2011e		2012e	
	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%
TF1	1 647	47,4%	1 429	46,2%	1 489	45,4%	1 511	44,8%	1 561	48,4%
M6	658	18,9%	605	19,6%	621	18,9%	636	18,8%	671	20,8%
France Télévisions	591	17,0%	405	13,1%	417	12,7%	421	12,5%	115	3,6%
Chaînes gratuites de la TNT	232	6,7%	338	10,9%	428	13,1%	478	14,2%	526	16,3%
Autres (Canal+, Cabsat,...)	348	10,0%	317	10,2%	323	9,9%	329	9,8%	352	10,9%
Marché publicitaire TV	3 476	100,0%	3 094	100,0%	3 277	100,0%	3 375	100,0%	3 225	100,0%

Sources : chaînes, IREP, Gilbert Dupont

Pour 2011, nous tablons sur une croissance de 13% des revenus publicitaires des chaînes de la TNT, là encore à la faveur du basculement progressif de l'analogique vers le numérique qui dopera leur audience.

En 2012, nous nous attendons à une nouvelle croissance à deux chiffres du CA publicitaire des chaînes de la TNT (+10%), grâce au transfert d'une partie des investissements publicitaires qui se portaient sur France Télévisions.

En effet, nous supposons, à ce stade, que la suppression totale de la publicité sur France Télévisions sera bel et bien mise en œuvre, conformément à la loi du 17/12/08 sur la réforme de l'audiovisuel public, et ce malgré l'opposition de certains parlementaires⁴ — le ministre de la Culture ayant déclaré au Sénat le 10 mai dernier que « la suppression de la publicité sera menée à son terme ».

Selon nos estimations, cette réforme devrait faire passer les recettes publicitaires de France Télévisions de 421 M€ en 2011 à 115 M€ en 2012 (correspondant essentiellement aux revenus issus du parrainage, qui sera toujours autorisé). Nous estimons qu'environ la moitié des investissements publicitaires qui se portaient sur France TV seront soit annulés, soit transférés sur d'autres médias (radios, presse, affichage, Internet), tandis que les 150 M€ restants seront répartis par les annonceurs entre les chaînes privées historiques, les chaînes de la TNT et les chaînes du câble et du satellite. C'est pourquoi nous nous attendons à une croissance vigoureuse pour l'ensemble de ces chaînes en 2012 : +3,3% pour TF1, +5,4% pour M6 et +10% pour les chaînes de la TNT.

Dès lors, **la part de marché publicitaire des chaînes de la TNT devrait s'établir à 16,3% en 2012.**

Au-delà de ces prévisions globales, remarquons que certaines chaînes de la TNT devraient connaître une croissance plus soutenue que d'autres, compte tenu soit d'un effet de base plus favorable, soit d'une progression attendue de l'audience plus importante.

⁴ Un groupe de travail parlementaire, destiné à se prononcer sur l'avenir de la publicité en journée de France Télévisions a été créé le 27 mai dernier. Il rendra son rapport le 15 septembre.

Ainsi, NRJ 12 devrait enregistrer une croissance moyenne annuelle de 24,5% sur la période 2009-2012 vs +14% seulement pour Gulli et +13% pour Virgin 17 dont l'audience progresse plus faiblement.

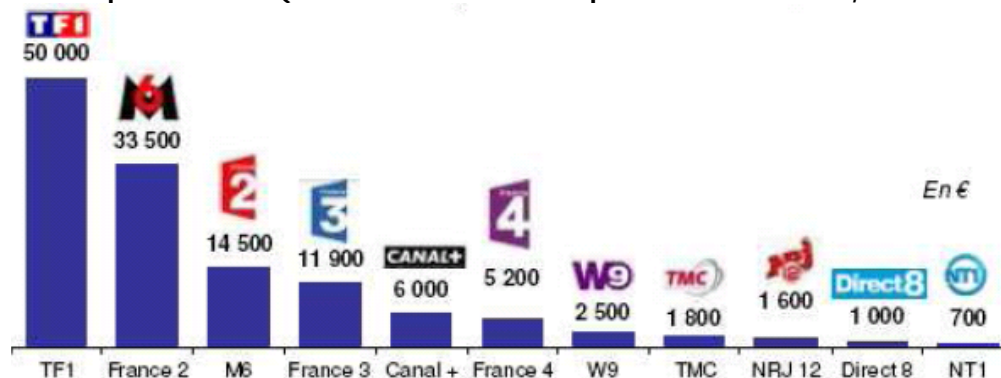
En ce qui concerne les deux leaders du marché, TMC et W9, nous donnons une légère prime à W9 (TMVA de +15,5% sur 2009-12 vs +12,6% pour TMC). En effet, W9 monétise mieux ses écrans que TMC car :

- elle est leader sur les cibles les plus commerciales (15-49 ans : 4,2% d'audience en novembre-décembre 2009 pour W9 vs 3,2% pour TMC) ;
- elle bénéficie d'importantes synergies avec M6, dont elle partage la régie, alors que la régie de TMC est indépendante de celle de TF1.

Rappelons que TF1 s'était vu interdire en 2004 de commercialiser les écrans de TMC (qu'elle avait acquise à 40%), en raison d'une part de marché publicitaire supérieure à 50%. Même si celle-ci s'est effritée (pour s'établir à 46% en 2009), l'Autorité de la Concurrence a réaffirmé en janvier 2010 cette interdiction, lors de l'examen de la prise de contrôle par TF1 de TMC (à 80%) et de NT1 (à 100%). L'instance de régulation a en effet estimé qu'un couplage des écrans puissants de la Une avec ceux de TMC et NT1 renforcerait la position dominante du groupe TF1 et ferait peser des risques d'éviction sur les autres chaînes de la TNT.

Ces avantages concurrentiels de W9 expliquent pourquoi son CA est plus important que celui de TMC (W9 : 75 M€, TMC : 65 M€ en 2009, selon nos estimations), alors que sa part d'audience sur les 4 ans et + est moins élevée (W9 : 2,5%, TMC : 2,6% en moyenne en 2009).

Exemples de tarif (coût net estimé d'un spot de 30'' à 20h40, en mars 2008)



Source : CSA

3.2. Rentabilité généralisée d'ici 2012

La forte croissance des recettes publicitaires des chaînes de la TNT a d'ores et déjà permis à certaines d'entre elles d'atteindre l'équilibre, et même d'être rentables.

Les premières à être rentables ont été TMC et W9 (qui ont dégagé respectivement une MOP de 25% et de 20% en 2009, selon nos estimations) ainsi que NT1 (qui a atteint l'équilibre en 2009), car elles ont pu bénéficier du soutien de leurs maisons-mères (TF1, AB Group et M6), via l'accès à leur catalogue de droits audiovisuels. De plus, comme indiqué précédemment, W9 a tiré profit de la commercialisation de ses écrans publicitaires par la régie de M6.

La plupart des autres chaînes atteignent cette année le break-even opérationnel : NRJ 12 depuis le T1 2010⁵, Direct 8 depuis mars 2010, BFM TV depuis le T2 2010 et Gulli. Les chaînes restantes devraient atteindre l'équilibre en 2011 (i>Télé, dont le budget est plus important que BFM TV : 37 M€ vs 34 M€ en 2009/10) ou, au plus tard, en 2012 (Virgin 17, dont la croissance est bridée par son format musical).

⁵ Le pôle NRJ TV (qui comprend NRJ 12 mais aussi la chaîne locale NRJ Paris et la chaîne musicale NRJ Hits sur le câble et le satellite) n'atteindra, lui, le break-even opérationnel qu'en 2011, car NRJ Paris devrait être encore en perte en 2010 (ROP estimé à -1,5 M€, après -3 M€ en 2009 et -5 M€ en 2008).

4. Une consolidation encadrée

Alors que le lancement de la TNT avait à l'origine l'ambition de favoriser la diversité des opérateurs, le secteur vit actuellement un important mouvement de consolidation, sous l'impulsion de TF1 qui vient de prendre le contrôle de TMC et NT1.

L'autorisation de cette opération majeure a cependant été assortie de conditions très strictes, visant à protéger les nouveaux entrants de la TNT de pratiques anticoncurrentielles.

L'un de ceux-ci, Bolloré (actionnaire de Direct 8), a rapidement riposté, en mettant la main sur Virgin 17, dont souhaitait se défaire Lagardère.

Faute de pouvoir eux aussi procéder à une opération de croissance externe, par manque de cibles potentielles, les autres opérateurs indépendants de la TNT (NRJ Group et NextRadioTV) réclament aux pouvoirs publics l'obtention d'un canal bonus fin 2011, à l'instar des groupes privés historiques (TF1, M6, Canal+). Techniquement possible, cette demande nous semble néanmoins avoir peu de chances d'être entendue.

4.1. Le renforcement de TF1 : au prix fort et étroitement surveillé

Convaincu que « la chance que la TNT marche » était « quasi nulle »⁶, l'ancien PDG de TF1, Patrick Le Lay, n'avait présenté aucun dossier lors du premier appel à candidatures organisé en mars 2002 par le CSA pour l'attribution des fréquences de la TNT gratuite.

Conscient de son erreur, TF1 a rattrapé son retard sur la TNT gratuite en deux temps :

- Acquisition auprès de Pathé de 40% de TMC en février 2005 pour un montant estimé à 20 M€ (valorisation à 100% de TMC : 50 M€) ;
- Acquisition auprès de Claude Berda (actionnaire de AB Group, dont TF1 avait acquis 33,5% en décembre 2006 pour 230 M€) de 40% supplémentaires de TMC⁷ et de 100% de NT1 pour un montant de 192 M€. Annoncée en mai 2009, cette opération ne devrait être finalisée qu'en juin 2010 (elle a été validée sous conditions par l'Autorité de la Concurrence le 26/01/10 et par le CSA le 23/03/10). A noter que TF1 a consenti une option d'achat à Claude Berda pour acquérir pour 155 M€, dans un délai de 2 ans, sa participation dans AB Group (qui ne détient plus qu'un bouquet de 18 chaînes payantes et un catalogue de droits audiovisuels).

Par conséquent, **le coût réel de l'acquisition de 40% de TMC et de 100% de NT1 s'élève à 267 M€** — soit 192 + (230 - 155) — ce qui valorise ces deux chaînes 6,3 X leur CA 08 cumulé (et 4,7 X le CA 09).

Le prix payé par TF1 pour rattraper son retard nous semble excessif au regard des conditions posées par l'Autorité de la Concurrence et le CSA, qui ont significativement limité l'intérêt de l'opération.

TF1 a en effet été contrainte par l'Autorité de la Concurrence de prendre un nombre important d'engagements comportementaux visant à remédier aux risques d'atteinte à la concurrence induits par l'opération :

- en matière de droits audiovisuels (films et fictions), TF1 s'est engagée à faciliter la circulation des droits au profit des chaînes concurrentes et à limiter les possibilités de rediffusion des programmes sur plus de deux chaînes ;
- en matière de droits sportifs, TF1 ne pourra pas répondre à un même appel d'offres pour l'acquisition de droits pour plus de deux chaînes ;

⁶ Source : *Le Figaro* du 07/03/2002.

⁷ Les 20% restants sont détenus par la Principauté de Monaco.

- en matière de publicité, TF1 s'est engagée à commercialiser les espaces publicitaires de TMC et NT1 via une régie indépendante et à ne pratiquer aucun couplage publicitaire⁸ ;
- enfin, TF1 renonce à toute promotion croisée des programmes.

Par ailleurs, le CSA a ajouté une série de conditions concernant essentiellement les programmes de TMC et NT1 :

- TMC et NT1 devront diffuser des programmes inédits (365 heures par an pour TMC et 456 heures pour NT1), alors que ces chaînes n'avaient jusqu'à présent aucune obligation en la matière ;
- NT1 s'engage à diffuser une émission culturelle par semaine à une heure d'écoute convenable (aucune autre chaîne privée gratuite n'étant soumise à cette obligation) ;
- les deux chaînes s'engagent à diffuser des captations de spectacles vivants (6 par an pour TMC, 12 pour NT1) ;
- les heures de grande écoute pour NT1 s'étalent désormais entre 18 et 23 heures (vs 12 et 24 heures avant), ce qui signifie que NT1 devra désormais diffuser son quota de 60% d'œuvres européennes (dont 40% d'œuvres françaises) en prime time et non plus en journée ;
- NT1 s'engage à diffuser chaque année 15 heures de programmes en faveur de l'alimentation équilibrée et de l'exercice physique.

Au final, les concessions qu'a dû effectuer TF1 limitent l'intérêt de l'opération car :

- elles réduisent fortement les synergies potentielles entre les trois chaînes (qui se limitent à la mise en commun de certains services, tels que les études de marché et l'informatique) ;
- elles modifient substantiellement le cahier des charges de TMC et de NT1 et devraient donc impliquer une modification de leur programmation. Ces nouvelles contraintes font donc peser un risque sur l'audience de ces chaînes, qui bénéficiaient jusqu'alors d'obligations allégées.

Cependant, à l'issue de cette opération, TF1 est devenu le groupe le plus présent sur la TNT gratuite, avec 3 fréquences (TF1, TMC, NT1) vs 2 seulement pour M6 (M6 et W9).

Ce nombre sera porté à 4 fin novembre 2011, puisque TF1 se verra octroyer, comme M6 et Canal+, un canal « bonus » (ou « compensatoire ») lors de l'extinction de l'analogique. TF1 a d'ores et déjà indiqué que cette nouvelle chaîne serait TV Breizh, une mini-généraliste diffusée sur le câble et le satellite, qui a abandonné sa thématique bretonne d'origine⁹. TF1 disposera alors du nombre maximal de fréquences hertziennes autorisées par la loi (7), puisqu'elle détient également 3 chaînes diffusées sur la TNT payante (LCI, Eurosport et TF6, codétenue avec M6).

4.2. De Virgin 17 à Direct 17

Forte d'une trésorerie nette de l'ordre de 250 M€ (post-dividende de 303 M€ versé mi-mai), M6 aurait pu elle aussi se renforcer sur la TNT en rachetant Virgin 17, mise en vente par le groupe Lagardère en mars dernier.

Or c'est finalement Bolloré qui est entré en négociations exclusives avec Lagardère, M6 ayant été rebutée par le format musical de la chaîne — ce qui se comprend d'autant mieux qu'elle possède déjà une chaîne ayant des obligations musicales (W9).

⁸ Cette condition avait déjà été imposée en 2005 lors de la première prise de participation dans TMC, pour cause de part de marché trop importante (TF1 captant la moitié des recettes publicitaires TV). Faute d'avoir respecté cette règle, TF1 a été condamnée fin 2008 à une amende de 0,25 M€.

⁹ Il aurait été plus logique pour TF1 de transférer LCI sur le canal bonus, car le contrat liant celle-ci à CanalSatellite (qui lui assure une redevance de 15 M€ par an) se termine en 2012 et risque de ne pas être renouvelé. Néanmoins, la présence sur la TNT gratuite de 2 chaînes d'informations en continu (i>Télé et BFM TV) a dû dissuader TF1 de retenir cette solution.

Bolloré va ainsi détenir une 2^{ème} chaîne sur la TNT, aux côtés de Direct 8 qui, après des débuts difficiles, a finalement réussi son pari (part d'audience de 2,0% en mai 2010 et break-even atteint au T2 2010).

Yannick Bolloré (DG de Bolloré Médias) a indiqué qu'il souhaitait conserver la convention majoritairement musicale de Virgin 17, jugeant que la chaîne (qui vise les 15-34 ans) était complémentaire de Direct 8 (qui cible les 25-49 ans). Dans cette optique, il aurait décidé de confier les rênes de Virgin 17 à Christophe Sabot, ex-DG du pôle Musique de Lagardère et ex-Directeur délégué de NRJ Group.

Il est néanmoins probable qu'un allègement des obligations musicales de Virgin 17 sera demandé au CSA, pour réduire de 75 à 50% le temps d'antenne consacré à la musique.

Même si le prix payé par Bolloré (70 M€) nous semble élevé au vu des résultats de Virgin 17 (estimation GD : CA 09 de 21 M€ et ROP 09 de -10 M€), la valorisation ramenée au point d'audience moyen de 2009 est inférieure à celle retenue lors du deal TF1/TMC/NT1 (1% d'audience étant valorisé 100 M€ par Bolloré vs 109 M€ par TF1). De plus, Bolloré devrait être en mesure de faire baisser rapidement les coûts de Virgin 17, en mutualisant avec Direct 8 les achats de programmes et les frais de régie.

En conclusion, nous estimons donc que **cette acquisition fait sens et est d'autant plus intéressante que Virgin 17 était la dernière cible potentielle sur la TNT gratuite.**

En effet, les chaînes indépendantes restantes ne sont pas à vendre, du moins à ce stade :

- **NRJ 12 a vocation à rester dans le giron de NRJ Group**, dont elle constitue le relais de croissance principal, alors que les radios sont confrontées depuis plusieurs années à un effritement de leur audience. D'ailleurs, NRJ Group (dont la trésorerie nette ressortait à 118 M€ fin 2009) souhaite au contraire se renforcer sur la TNT et aurait été intéressé par Virgin 17 si Lagardère lui avait soumis le dossier ;
- **BFM TV n'est pas non plus à vendre**, compte tenu là encore de son statut de relais de croissance pour NextRadioTV. Par ailleurs, son format de chaîne d'informations est moins attractif qu'un format généraliste (M6 nous a par exemple indiqué n'être pas intéressée par ce type de chaîne).

Dès lors, **seul le capital de Gulli — actuellement détenu par Lagardère (66%) et France TV (34%) — est susceptible d'évoluer mais pas avant fin 2010**, en vertu d'un accord passé entre les deux groupes. La stratégie de Lagardère dans le secteur de la TV étant peu lisible, il est difficile à ce stade d'anticiper le sens de cette évolution.

Notons également que **France Ô (la chaîne de l'outre-mer de France TV) va faire son apparition sur la TNT nationale en juillet 2010**. Jusqu'à présent diffusée uniquement sur la TNT en Ile-de-France et sur le câble et le satellite, la chaîne a en effet bénéficié de la libération des fréquences de deux chaînes sur la TNT payante (AB1 et Canal J).

Evolution de l'actionnariat des chaînes gratuites de la TNT (2005-2012e)

Actionnaire	Chaînes TNT gratuites en 2005	Actionnaire	Chaînes TNT gratuites en 2012
TF1	TF1	TF1	TF1, TMC (80%), NT1, chaîne bonus (2012)
M6	M6, W9	M6	M6, W9, chaîne bonus (2012)
Canal+	i>Télé	Canal+	i>Télé, chaîne bonus (2012)
Bolloré	Direct 8	Bolloré	Direct 8, Virgin 17
Lagardère	Virgin 17, Gulli (66%)	Lagardère	Gulli (66%)
NRJ	NRJ 12	NRJ	NRJ 12
NextRadioTV	BFM TV	NextRadioTV	BFM TV
AB	TMC (40%), NT1	AB	-
France TV	France 4, Gulli (34%)	France TV	France 4, Gulli (34%), France Ô

Sources : chaînes, Gilbert Dupont

4.3. Les revendications légitimes des nouveaux entrants

Lors du rachat de TMC et NT1 par TF1, les nouveaux entrants de la TNT (NRJ Group, NextRadioTV, Bolloré et Lagardère) ont alerté les pouvoirs publics sur les risques que présentait cette opération en termes d'accès aux œuvres audiovisuelles.

Certains ont également saisi l'occasion pour revendiquer un canal bonus, à l'instar des opérateurs historiques (TF1, M6 et Canal+) qui se verront octroyer une fréquence supplémentaire sur la TNT gratuite fin novembre 2011, à l'extinction de l'analogique.

4.3.1. Le problème de la circulation des œuvres

Depuis le lancement de la TNT, les nouvelles chaînes (notamment NRJ 12 et Direct 8) soulignent qu'elles connaissent des difficultés pour avoir accès aux films et fictions achetés ou produits par les groupes historiques (TF1, M6, Canal+, France TV), dans la mesure où la circulation des œuvres s'effectue principalement entre chaînes d'un même groupe. Ainsi, 80% des fictions initiées en 2002 par les chaînes historiques ont été rediffusées sur les antennes de leurs filiales (source : CSA).

Cette difficulté d'approvisionnement risquant de s'aggraver avec l'acquisition de TMC et NT1 par TF1, les nouveaux entrants ont demandé aux pouvoirs publics de garantir une meilleure circulation des œuvres, sous peine de voir leur développement menacé.

Sur ce point, **les nouveaux entrants ont obtenu gain de cause** puisque :

- l'Autorité de la Concurrence a obligé TF1 à favoriser la circulation des droits au profit des chaînes concurrentes et à limiter les possibilités de rediffusion des programmes sur plus de deux chaînes ;
- le CSA a lancé en mai 2010 une consultation publique pour améliorer la circulation des œuvres.
Parmi les mesures envisagées par le CSA, citons : 1/ la restitution des droits de diffusion à l'issue de la dernière diffusion contractuelle (sans attendre la fin de la période d'exclusivité inscrite dans le contrat), 2/ l'ouverture du financement des œuvres aux chaînes non contrôlées par les grands groupes historiques, 3/ la restriction de la durée des droits de « premier et dernier refus » qui empêchent la rediffusion d'œuvres sur des chaînes concurrentes, 4/ la désignation d'un médiateur qui interviendra en cas de litiges.

Si elles sont appliquées, nous estimons que ces mesures devraient protéger correctement les chaînes non adossées à un groupe historique (telles que NRJ 12 ou BFM TV).

La pérennité des chaînes indépendantes ne nous semble donc pas menacée, même s'il serait souhaitable pour elles qu'elles puissent se renforcer, par exemple via l'octroi d'un canal bonus.

4.3.2. La demande d'un canal bonus : légitime mais peu probable

Estimant que le renforcement de TF1 dans la TNT modifie substantiellement l'équilibre du paysage audiovisuel, les nouveaux entrants redoublent actuellement d'efforts pour demander qu'un canal bonus leur soit également octroyé fin novembre 2011, à l'instar de TF1, M6 et Canal+.

Certains nouveaux entrants ont même déjà précisé leur projet de chaîne :

- « Nostalgie TV » pour NRJ Group, une chaîne axée sur les émissions et les séries « vintage » ;
- « RMC Sports » pour NextRadioTV, une chaîne d'informations sportives en continu, au coût de grille modéré (pas d'acquisition de droits).

Sur un plan technique, l'octroi d'un canal bonus aux nouveaux entrants serait envisageable, compte tenu des fréquences qui sont libérées par l'arrêt progressif de la télévision analogique.

Néanmoins, le CSA préfère à ce stade attribuer les fréquences libérées à :

- la reprise en HD des chaînes existantes (un appel à candidatures vient d'être lancé pour 2 chaînes) ;
- de nouvelles chaînes sur la TNT payante (un appel à candidatures portant sur 3 chaînes vient d'être lancé), pour étoffer le bouquet de base qui ne comprend plus que 5 chaînes (Paris Première, TF6, Planète, LCI et Eurosport), suite au retrait d'AB 1 (11/08) et de Canal J (04/09) — ces chaînes estimaient que le nombre d'abonnés (environ 300.000) était insuffisant pour couvrir les coûts de diffusion (6 M€ par an) ;
- des services de vidéo à la demande.

Sur un plan juridique, en revanche, la difficulté nous semble plus grande, puisque l'octroi d'un canal bonus aux nouveaux entrants reviendrait à contredire la loi du 1^{er} août 2000 qui a institué la TNT. En effet, si cette loi a prévu un canal compensatoire pour les opérateurs historiques, c'est précisément afin de les dédommager de la concurrence des nouveaux entrants.

Au final, nous estimons relativement faible la probabilité que les nouveaux entrants disposent d'un canal bonus fin 2011.

5. Valorisation des chaînes de la TNT

Nous nous attachons ici à valoriser les chaînes de la TNT détenues par les quatre groupes que nous couvrons, à savoir TMC et NT1 (TF1), W9 (M6), NRJ 12 (NRJ Group) et BFM TV (NextRadioTV).

Dans la mesure où ces chaînes sont soit rentables (W9, TMC), soit à l'équilibre (NT1) ou sur le point de l'être (NRJ 12 et BFM TV), la méthode des DCF nous semble particulièrement appropriée.

Nous allons détailler ci-après les hypothèses retenues pour chacune des chaînes, en sachant que nous avons retenu le même taux d'actualisation dans l'ensemble de nos modèles. Celui-ci ressort à 8,4% sur la base d'un rendement actuel des OAT de 3,0%, d'une prime de risque de 4,5% (source FactSet, moyenne 4 ans) et d'un bêta de 1,2.

Nous avons raisonné à dette nulle dans chacun de ces modèles (l'éventuel endettement étant porté au niveau de la maison-mère).

Synthèse des valorisations obtenues par DCF

Chaîne TNT	Actionnaire	Audience 2009	Audience mai 2010	CA 10e	VE à 100% (M€)	Hypothèses DCF
W9	M6 (100%)	2,5%	3,0%	94	263	MOP normative : 26%, croissance LT : 1,5%
TMC	TF1 (80%) / Monaco (20%)	2,6%	3,1%	78	237	MOP normative : 29%, croissance LT : 1,5%
NT1	TF1 (100%)	1,4%	1,6%	31	56	MOP normative : 20%, croissance LT : 1,5%
NRJ 12	NRJ Group (100%)	1,5%	2,1%	59	121	MOP normative : 20%, croissance LT : 1,5%
BFM TV	NextRadioTV (100%)	0,7%	0,8%	35	99	MOP normative : 25%, croissance LT : 1,5%

Source : Gilbert Dupont

Si l'on avait décidé d'évaluer ces chaînes en fonction de leur audience (avec 1% d'audience moyenne 2009 = 100 M€, méthode retenue lors de l'acquisition de Virgin 17 en mars dernier), nous aurions obtenu des résultats différents des évaluations par DCF : 250 M€ pour W9, 260 M€ pour TMC, 140 M€ pour NT1, 150 M€ pour NRJ 12 et 70 M€ pour BFM TV.

NT1 est la chaîne pour laquelle l'écart entre les deux approches est le plus élevé (DCF : 56 M€ ; valorisation par point d'audience : 140 M€) dans la mesure où :

- NT1 a du mal à monétiser son audience, faute de pouvoir commercialiser ses écrans avec ceux de TF1 ou d'un autre pôle Médias d'envergure. Ainsi, son CA en 2009 a été inférieur de 36% à celui de NRJ 12, malgré une audience moyenne quasi-identique en 2009 (NT1 : 1,4%, NRJ 12 : 1,5%)¹⁰ ;
- les obligations imposées par le CSA devraient exercer un impact négatif sur son audience (cf. page 13).

De même, TMC pâtit du mode de commercialisation de ses écrans, qui est confiée à une régie extérieure au groupe TF1 (obligation imposée par l'Autorité de la Concurrence). Ainsi, son CA 09 a été, selon nos estimations, inférieur de 13% à celui de W9 alors que son audience moyenne était légèrement supérieure à celle de sa rivale (TMC : 2,6%, W9 : 2,5%). Par conséquent, l'évaluation par DCF de TMC est inférieure à sa valorisation par point d'audience (et l'évaluation par DCF de W9).

¹⁰ On peut également supposer que NT1 a pâti d'un certain manque de dynamisme commercial à compter de l'ouverture des négociations exclusives entre AB Group et TF1 (mai 2009).

5.1. W9 (M6)

Nous retenons les hypothèses suivantes :

- Croissance du CA de 25% en 2010, 12% en 2011 et 10% en 2012, suivie d'un ralentissement en 2013 (+3%). Au-delà, nous avons retenu une croissance annuelle de 1,5%, qui est également notre hypothèse de croissance à l'infini.
- MOP stabilisée à 22% (vs 20% en 2009) sur la période 2010-12, malgré la forte croissance du CA, en raison de la hausse attendue du coût de grille et des frais de diffusion. A compter de 2013, nous attendons une amélioration progressive de la MOP — du fait d'une croissance des recettes publicitaires légèrement supérieure à celle du coût de grille (+1%) ainsi que de la stabilisation des frais de diffusion — pour atteindre à terme 26%, que nous retenons comme MOP normative.

(M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires	93,8	105,0	115,5	119,0	120,7	122,6	124,4	126,3	128,2	130,1
var.	25,0%	12,0%	10,0%	3,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
ROP	20,6	23,1	25,4	28,0	28,9	29,9	30,9	31,9	32,9	33,8
ROP / CA	22,0%	22,0%	22,0%	23,5%	24,0%	24,4%	24,8%	25,2%	25,6%	26,0%
IS	7,1	7,9	8,7	9,6	10,0	10,3	10,6	11,0	11,3	11,6
Amortissements & prov.	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,5	4,0
Cash flow d'exploitation	16,5	18,2	19,7	21,4	22,0	22,6	23,2	23,9	25,1	26,2
Investissements industriels	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Variation du BFR	2,3	1,4	1,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Cash flow disponible	10,3	12,8	14,4	16,9	17,8	18,4	19,0	19,7	20,8	22,0
Taux d'actualisation	8,4%									
Somme des CF actualisés	112,6									
Valeur terminale	323,0									
Valeur terminale actualisée	150,1									
Endettement net	0,0									
Valeur d'entreprise	262,7									

Ce modèle fait ressortir une valeur de 263 M€ pour W9 (détenue à 100% par M6).

5.2. TMC (TF1)

Nous retenons les hypothèses suivantes :

- Croissance du CA de 20% en 2010, 10% en 2011 et 8% en 2012, suivie d'un ralentissement en 2013 (+3%). Au-delà, nous avons retenu une croissance annuelle de 1,5%, qui est également notre hypothèse de croissance à l'infini.
- Stabilisation de la MOP à 25% (vs 23,5% en 2009) sur la période 2010-12, en raison de la hausse du coût de grille et des frais de diffusion. A compter de 2013, nous attendons une amélioration progressive de la rentabilité, qui devrait atteindre à terme 29% (MOP normative).

(M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CA	78,0	85,8	92,7	95,4	96,9	98,3	99,8	101,3	102,8	104,4
var.	20,0%	10,0%	8,0%	3,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
ROP	19,5	21,5	23,2	25,3	26,0	26,7	27,6	28,5	29,5	30,3
ROP / CA	25,0%	25,0%	25,0%	26,5%	26,8%	27,2%	27,7%	28,2%	28,7%	29,0%
IS	6,7	7,4	8,0	8,7	8,9	9,2	9,5	9,8	10,1	10,4
Amortissements & prov.	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,5	4,0
Cash flow d'exploitation	15,8	17,1	18,2	19,6	20,0	20,5	21,1	21,7	22,8	23,9
Investissements industriels	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Variation du BFR	1,6	0,9	0,8	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Cash flow disponible	10,2	12,1	13,4	15,2	15,9	16,4	16,9	17,5	18,7	19,7
Taux d'actualisation	8,4%									
Somme des CF actualisés	102,7									
Valeur terminale	289,3									
Valeur terminale actualisée	134,5									
Endettement net	0,0									
Valeur d'entreprise	237,2									

Ce modèle fait ressortir une valeur de 237 M€ pour 100% de TMC. La participation de 80% de TF1 est donc évaluée à 190 M€.

5.3. NT1 (TF1)

Nous retenons les hypothèses suivantes :

- Croissance du CA de 15% en 2010, 10% en 2011 et 5% en 2012, suivie d'un ralentissement progressif. A compter de 2015, nous tablons sur une croissance annuelle de 1,5%, qui est également notre hypothèse de croissance à l'infini.

Notre prévision de croissance pour la période 2009-13, relativement modérée par rapport aux autres chaînes de la TNT¹¹, s'explique par deux principaux handicaps :

1/ les nombreuses contraintes de programmation imposées par le CSA risquent de peser sur l'audience de NT1 et donc sur ses recettes publicitaires ;

2/ la commercialisation des écrans publicitaires de NT1 par une régie extérieure à TF1 va l'empêcher de maximiser la monétisation de son audience.

- Le ROP devrait selon nous s'établir à environ 2,3 M€ en 2010, compte tenu d'un coût de grille estimé à 21 M€ et des frais de diffusion de l'ordre de 7,5 M€. Nous tablons ensuite sur une croissance modérée du coût de grille (+2,5% en 2011-12 et +1% au-delà) ainsi que sur une stabilité des frais de diffusion à compter de 2012, ce qui devrait permettre une amélioration progressive de la rentabilité, pour atteindre à terme 20% (MOP normative).

(M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CA	31,1	34,2	35,9	36,9	37,7	38,2	38,8	39,4	40,0	40,6
var.	15,0%	10,0%	5,0%	3,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
ROP	2,3	4,3	4,6	5,4	5,9	6,2	6,7	7,1	7,6	8,1
ROP / CA	7,3%	12,6%	12,8%	14,7%	15,7%	16,3%	17,2%	18,1%	19,0%	20,0%
IS	0,8	1,5	1,6	1,9	2,0	2,1	2,3	2,5	2,6	2,8
Amortissements & prov.	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,8	2,0
Cash flow d'exploitation	3,0	4,3	4,5	5,1	5,4	5,6	5,9	6,2	6,7	7,3
Investissements industriels	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Variation du BFR	0,5	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Cash flow disponible	0,5	2,0	2,3	2,9	3,3	3,5	3,8	4,1	4,7	5,3
Taux d'actualisation	8,4%									
Somme des CF actualisés	20,2									
Valeur terminale	77,3									
Valeur terminale actualisée	35,9									
Endettement net	0,0									
Valeur d'entreprise	56,1									

Ce modèle fait ressortir une valeur de 56 M€ pour NT1 (détenue à 100% par TF1).

5.4. NRJ 12 (NRJ Group)

Nous retenons les hypothèses suivantes :

- Croissance du CA en 2010 de 40% (CA T1 : +47%), en ligne avec l'objectif du management. Bien qu'en ralentissement, du fait d'un effet de base de moins en moins favorable, la croissance devrait rester vigoureuse en 2011 (+20%) et en 2012 (+15%), grâce à la progression attendue de l'audience et à la montée en gamme de la programmation. Nous tablons ensuite sur une progression de 3% du CA en 2013, puis sur une croissance annuelle de 1,5% à compter de 2014, que nous retenons également comme hypothèse de croissance à l'infini.
- Nous tablons sur une perte opérationnelle de NRJ 12 très limitée en 2010 (-1,1 M€ selon nous), le management ayant indiqué que NRJ 12 avait atteint le break-even au cours du T1 2010.

NB : La perte en 2010 de l'ensemble du pôle TV de NRJ (comprenant, outre NRJ 12, la chaîne locale NRJ Paris et la chaîne musicale NRJ Hits) devrait ressortir à -2,9 M€ (vs -15,8 M€ en 2009) car NRJ Paris devrait perdre 1,5 M€ pour un CA de l'ordre de 2 M€. Le break-even opérationnel pour l'ensemble du pôle TV n'est attendu qu'en 2011, après 76 M€ de pertes cumulées depuis sa création en 2005.

¹¹ TMVA de 7,4% vs 19,3% pour BFM TV, 18,8% pour NRJ 12, 12,2% pour W9 et 10,1% pour TMC.

- Les deux années suivantes, la MOP de NRJ 12 devrait s'améliorer rapidement, passant de 8,7% en 2011 (avec un coût de grille de 33,5 M€ vs 30 M€ en 2010, en croissance de 12%) à 15,6% en 2012 (avec un coût de grille de 35,6 M€, en progression de 6%).
- Au-delà, la rentabilité devrait progresser moins rapidement (gain de seulement 3 points de MOP de 2013 à 2019), car le coût de grille devrait croître au même rythme que les recettes publicitaires (+1,5%).
- A terme, nous retenons une MOP normative de 20%, ce qui est plus conservateur que la guidance du management — Gérald Brice-Viret, DG de NRJ 12, a indiqué viser à terme « un CA de 100 M€ avec une marge opérationnelle de 30 % » (source : *Le Figaro*, 18/01/2010).

(M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CA	58,8	70,6	81,1	83,6	84,8	86,1	87,4	88,7	90,0	91,4
var.	40,0%	20,0%	15,0%	3,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
ROP	-1,1	6,1	12,6	14,3	14,8	15,4	15,9	16,4	18,0	18,3
ROP/CA	-1,9%	8,7%	15,6%	17,1%	17,5%	17,8%	18,2%	18,5%	20,0%	20,0%
IS	0,0	2,1	4,4	4,9	5,1	5,3	5,5	5,7	6,2	6,3
Amortissements & prov.	3,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,5
Cash flow d'exploitation	0,9	6,0	10,3	11,4	11,7	12,1	12,4	12,8	14,3	15,0
Investissements industriels	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Variation du BFR	2,5	1,8	1,6	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Cash flow disponible	-4,6	1,3	5,7	8,0	8,5	8,9	9,2	9,6	11,1	11,8
Taux d'actualisation	8,4%									
Somme des CF actualisés	40,8									
Valeur terminale	173,4									
Valeur terminale actualisée	80,6									
Endettement net	0,0									
Valeur d'entreprise	121,4									

Cette méthode nous conduit à valoriser NRJ 12 (filiale à 100% de NRJ Group) à 121 M€.

5.5. BFM TV (NextRadioTV)

Nous retenons les hypothèses suivantes :

- Croissance du CA de 40% en 2010 (CA T1 : +45%), puis de 20% en 2011 et de 15% en 2012, grâce à la progression attendue de l'audience. La croissance devrait ainsi ensuite progressivement ralentir, en raison d'un effet de base de moins en moins favorable, jusqu'à un rythme annuel de 1,5% (hypothèse de croissance à l'infini).
- Nous attendons un ROP très proche de l'équilibre en 2010, le management ayant indiqué que la chaîne avait généré un EBITDA de 200 K€ en mars et devrait atteindre le break-even au T2 (après 35 M€ de pertes cumulées depuis le lancement en 2005). En intégrant une charge d'amortissement de 1,5 M€, liée à un investissement de 4 M€ consenti cette année pour la diffusion en HD, le ROP 10 devrait ainsi ressortir à -1 M€ (vs -9,6 M€ en 2009).
- La rentabilité devrait progresser rapidement les deux années suivantes (MOP prévisionnelle de 8,9% en 2011 et de 17,6% en 2012), à la faveur de la croissance de l'activité et d'une relative maîtrise des charges (stabilisation des frais de diffusion à partir de 2012, hausse modérée des frais de personnel).
- Nous retenons une MOP normative de 25%, ce qui est plus conservateur que l'objectif du management, qui vise une rentabilité de BFM TV proche de celle de la radio (29% en 2009). A noter que notre hypothèse de MOP normative est plus élevée que celle que nous retenons pour NRJ 12 (20%), dans la mesure où BFM TV n'est pas dépendant du marché des droits audiovisuels.

(M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CA	35,1	42,2	48,5	50,9	52,4	53,5	54,6	55,4	56,2	57,1
var.	40,0%	20,0%	15,0%	5,0%	3,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%
ROP	-1,0	3,7	8,6	10,5	11,6	12,2	12,8	13,2	13,6	14,3
ROP/CA	-2,9%	8,9%	17,6%	20,7%	22,1%	22,8%	23,5%	23,9%	24,2%	25,0%
IS	0,0	1,3	2,9	3,6	4,0	4,2	4,4	4,5	4,7	4,9
Amortissements & prov.	1,5	1,5	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
Cash flow d'exploitation	1,9	7,0	11,3	12,4	12,7	13,3	13,9	14,5	15,8	16,0
Investissements industriels	4,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Variation du BFR	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow disponible	-3,7	2,7	5,4	6,7	7,4	7,9	8,3	8,5	8,8	9,3
Taux d'actualisation	8,4%									
Somme des CF actualisés	35,1									
Valeur terminale	137,2									
Valeur terminale actualisée	63,7									
Endettement net	0,0									
Valeur d'entreprise	98,8									

Ce modèle fait ressortir une valeur de 99 M€ pour BFM TV (détenue à 100% par NextRadioTV).

6. Valeurs : argumentaire d'investissement

6.1. M6 : opinion Acheter, TP de 19,5 € (vs 23,2 €)

Suite à l'actualisation de notre modèle (données de marché, comparables,...) et à la prise en compte du versement du dividende de 2,35 € le 17 mai dernier (qui a amputé la trésorerie de 303 M€), notre objectif est ramené de 23,2 € à 19,5 €.

Nous réitérons cependant notre opinion Acheter sur le titre, qui bénéficie de nombreux atouts :

- **Bonne résistance de l'audience**, qui n'a baissé que de 1,8 point entre 2005, année de lancement de la TNT, et 2009 (vs -6,2 points pour TF1).
- **Reprise publicitaire attendue en 2010** (+2,5% selon nous sur l'année, comme au T1).
- **Flexibilité du coût de grille**, qui a permis à la chaîne de préserver sa rentabilité en 2009 (MOP de 19,3%) malgré la chute de 8% de son CA publicitaire. En 2010, la rentabilité de l'antenne devrait rester très proche (18,7% selon nous), compte tenu d'un coût de grille prévisionnel de 315 M€ (en hausse de 3,8%).
- **Succès de W9**, qui s'est imposée comme la 1^{ère} chaîne de la TNT en termes de CA publicitaire (75 M€ en 2009 selon nous) et la 2^{ème} chaîne en termes d'audience (avec une pda qui a franchi pour la première fois le seuil des 3% en avril dernier). W9 représente 10,5% de la valorisation totale de M6.
- **Grand dynamisme des activités de diversification** (vente à distance, droits audiovisuels, Web, Girondins de Bordeaux) dont le CA a progressé de 9,2% en 2009 et de 18% au T1 2010
- **Structure financière solide**, avec une trésorerie nette estimée aujourd'hui à environ 250 M€ (post-distribution), ce qui rend possible :
 - des opérations de croissance externe, le management étant intéressé par des acquisitions dans Internet, les droits audiovisuels et le e-commerce ;
 - des développements internes : chaîne bonus sur la TNT fin 2011 (investissement estimé entre 50 et 100 M€ au total), création d'un stade en partenariat avec la municipalité de Bordeaux (pour 100 M€ maximum¹²).

	VE M€	Méthode	Valeur par action €	%
Chaîne M6	1 423,0	DCF Wacc 8,4%, croissance LT : 1,5%, MOP normative 24%	11,0	56,6%
W9	262,7	DCF Wacc 8,4%, croissance LT : 1,5%, MOP normative 26%	2,0	10,5%
Autres chaînes thématiques	51,5	0,7 X CA 10e	0,4	2,0%
Droits audiovisuels	127,4	1 X CA 10e	1,0	5,1%
M6 Web	184,4	Comparables	1,4	7,3%
Ventadis	296,8	1 X CA 10e	2,3	11,8%
TOTAL	2 345,7		18,2	93,4%
+ Trésorerie nette fin 2009	85,2		0,7	3,4%
+ Cession des 5,1% dans Canal+ (février 2010)	384,2		3,0	15,3%
- Dividende versé en mai 2009	-303,0		-2,3	-12,1%
Valeur de l'entreprise	2 512,1		19,5	100,0%
Nombre d'actions (M)	129,0			
Valeur par action (€)	19,5			

¹² Cet investissement a été évalué sur la base d'un upfront de l'ordre de 25 M€ à la livraison du stade (en 2013-14) auquel s'ajoute la valeur actualisée des futurs loyers sur une trentaine d'années.

6.2. TF1 : opinion Alléger, TP de 11,5 € (vs 12,6 €)

Avec un objectif ajusté à 11,5 € (vs 12,6 € précédemment), du fait de l'actualisation des données de marché, nous confirmons notre opinion Alléger sur le titre :

- Après avoir chuté de 6,2 points entre 2005 et 2009, **l'audience de TF1 reste sous forte pression**. Elle a ainsi à nouveau reculé de 1,6 point sur les 5 premiers mois de 2010, avec un plus bas historique de 24,0% en mai dernier.
- Malgré la croissance de 11% au T1 10 (antenne : +13% ; diversifications : +7,9%), **le groupe ne s'attend qu'à une progression de 4% de son CA sur l'année pleine**, et ce malgré l'intégration de TMC et NT1 au S2 et la revente des droits de la Coupe du Monde de football pour 33 M€. Nous sommes pour notre part légèrement plus optimistes, avec une croissance attendue de 4,8% (chaîne : +4,1%, diversifications : +5,7%).
- **La rentabilité du groupe devrait rester très faible sur la période 2010-12** (MOP de 4,9% en 2010e, de 7,0% en 2011e et de 8,4% en 2012e), sous l'impact d'un coût de grille hypertrophié (985 M€ en moyenne sur la période selon le management) et de la faible rentabilité de la plupart des activités de diversification (à l'exception d'Eurosport International : MOP 10e de 12%).
- **La prise de contrôle de TMC et NT1 s'est effectuée à un prix excessif et devrait dégager peu de synergies**, en raison des conditions très strictes imposées par l'Autorité de la Concurrence et le CSA.

	VE	Méthode	Valeur par action	%
	M€		€	
Chaîne TF1	1 462,6	DCF Wacc 8,4%, croissance LT : 1,5%, MOP normative 13%	6,9	59,5%
TMC (80%)	189,7	DCF Wacc 8,4%, croissance LT : 1,5%, MOP normative 29%	0,9	7,7%
NT1 (100%)	56,1	DCF Wacc 8,4%, croissance LT : 1,5%, MOP normative 20%	0,3	2,3%
Eurosport International	337,1	8 X ROP 10e	1,6	13,7%
Autres chaînes thématiques	117,8	0,7 X CA 10e	0,6	4,8%
Droits audiovisuels	150,3	1 X CA 10e	0,7	6,1%
Téléshopping	106,8	1 X CA 10e	0,5	4,3%
AB Group (33,5%)	155,0	Prix du call Berda	0,7	6,3%
TOTAL	2 575,4		12,1	104,9%
+ Trésorerie nette 31/12/09	72,8		0,3	-3,0%
- Acquisition TMC/NT1	-192,0			
Valeur de l'entreprise	2 456,2		11,5	100,0%
Nombre d'actions (M)	213,4			
Valeur par action (€)	11,5			

6.3. NRJ Group : opinion Acheter, TP de 8,8 € (vs 9,0 €)

Nous confirmons notre opinion Acheter, avec un objectif ajusté à 8,8 € (vs 9,0 €), et maintenons le titre dans notre liste de Valeurs Favorites Midcaps pour les raisons suivantes :

- **La stratégie de diversification est totalement pertinente** puisqu'elle a permis au groupe d'enregistrer une croissance de 1,8% en 2009 à pcc malgré la chute de 15,7% des médias musicaux, durement touchés par la crise publicitaire. Cette bonne performance est due à NRJ 12 (+76%) et Towercast (+15%), ainsi qu'à la comédie musicale « Cléopâtre » (25 M€ de CA). En 2010, malgré l'absence de comédie musicale, le groupe ne devrait pas voir son CA baisser, grâce à la poursuite de la croissance de NRJ 12 (GD : +40%) et de Towercast (GD : +10%).
- **Après 6 trimestres consécutifs de baisse, les radios en France ont renoué avec la croissance au T1 2010 (+0,5%)**. Par ailleurs, la dernière enquête Médiamétrie (janvier-mars 2010) a été encourageante puisque l'audience cumulée des quatre stations (NRJ, Nostalgie, Chérie FM, Rires & Chansons) a progressé tant en séquentiel (25,4% vs 25,2% soit +0,2 point) que d'une année sur l'autre (+0,4 point).
- **La rentabilité du groupe devrait fortement s'améliorer au cours des prochains exercices** (MOP estimée à 11,9% en 2010, 15,8% en 2011 et 18,3% en 2012) car :
 - le retour à la croissance des radios va avoir un effet de levier important sur leur marge opérationnelle (compte tenu de l'importance des charges fixes) ;
 - le pôle TV, qui était lourdement déficitaire en 2009 (perte opérationnelle de 15,9 M€), va atteindre le break-even l'année prochaine ;
 - le plan d'économies (qui avait permis une baisse des charges de 22,6 M€) devrait se poursuivre en 2010.
- **La trésorerie largement excédentaire (118 M€ fin 2009) devrait continuer à être gérée prudemment et être prioritairement consacrée à la croissance interne**, notamment du pôle TV. Même si elle n'est pas exclue, une opération de croissance externe d'envergure nous semble peu probable à ce stade (absence de risque d'acquisition).

	VE M€	Méthode	Valeur par action €	%
Médias musicaux (radios France)	379,3	DCF wacc 8,9%, croissance LT 1%, MOP normative 22%	4,6	52,1%
NRJ 12	121,4	DCF wacc 8,4%, croissance LT 1,5%, MOP normative 20%	1,5	16,7%
Towercast	110,4	8 X EBITDA 09	1,3	15,1%
TOTAL	611,1		7,4	83,9%
+ Trésorerie nette 31/12/09	117,6		1,4	16,1%
Valeur de l'entreprise	728,7		8,8	100,0%
Nombre d'actions (M)	83,1			
Valeur par action (€)	8,8			

6.4. NextRadioTV : opinion Accumuler (vs Alléger), TP de 15,5 € (vs 14,8 €)

Nous relevons notre opinion d'Alléger à Accumuler, avec un nouvel objectif de 15,5 € (vs 14,8 € avant) découlant notamment d'une meilleure prise en compte du potentiel de BFM TV (MOP normative de 25% vs 23% avant).

Notre changement d'opinion s'explique par le fait que la plupart des risques qui pesaient sur le titre sont en voie d'être levés :

- **Le pôle Radio devrait renouer en 2010 avec une croissance solide (GD : +7,5%)**, car RMC va tirer profit de la Coupe du Monde de football (CA attendu de 1,5 M€) et de l'ouverture des paris en ligne (CA espéré de 2 M€ sur le S2 grâce à un partenariat avec le PMU). Dès lors, la stagnation de l'audience cumulée de RMC au T1 2010 (à 6,4%) nous semble devoir être relativisée.
- Après avoir totalisé 48 M€ de pertes cumulées depuis 2005, **BFM TV devrait atteindre l'équilibre opérationnel cette année** puis voir sa rentabilité s'améliorer rapidement (MOP prévisionnelle de 8,9% en 2011 et de 17,6% en 2012).
- Lourdemment impacté par la crise structurelle de la presse magazine en 2009 (CA en recul de 18% et ROP de -2,7 M€), **Groupe 01 a été repositionné en début d'année sur le téléchargement payant et le e-commerce** (mise en relation des visiteurs de 01net avec les constructeurs de matériels high-tech). Ce plan, que nous jugeons pertinent, devrait permettre à Groupe 01 de renouer avec la croissance l'année prochaine. En 2010, nous attendons pour ce pôle un CA quasiment stable et un retour à la rentabilité (MOP de 5%), en ligne avec l'objectif du management.
- Au final, **la séquence 2010-12 devrait être bonne pour NextRadioTV**, qui devrait concilier une croissance soutenue de son activité avec une nette amélioration de sa rentabilité.

	VE M€	Méthode	Valeur par action €	%
Radios	178,7	DCF wacc 8,9%, croissance LT 1,5%, MOP normative 30%	10,7	69,3%
BFM TV	99	DCF wacc 8,4%, croissance LT 1,5%, MOP normative 25%	5,9	38,3%
Groupe 01	18	0,5 X CA 10e	1,1	6,8%
TOTAL	295,1		17,7	114,5%
- Dette nette 31/12/09	-30,7		-1,8	-11,9%
- Minoritaires (réévalués)	-6,7	(4,66% de RMC)	-0,4	-2,6%
Valeur de l'entreprise	257,8		17,3	100,0%
Nombre d'actions (M)	16,7			
Valeur par action (€)	15,5			

En conclusion, notons que **NextRadioTV est la valeur de notre univers la plus exposée à la TNT**, celle-ci représentant 38% de sa valorisation vs 17% pour NRJ Group, 10,5% pour M6 et 10% pour TF1.

7. Fiches Valeurs

7.1. M6 : Une stratégie toujours aussi pertinente

7.2. TF1 : Le juste prix

7.3. NRJ Group : Toujours notre number one !

7.4. NextRadioTV : Plus de nuage à l'horizon

M6 METROPOLE TV

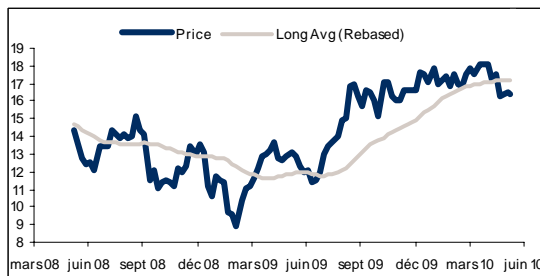
ACHETER

16,37 € au 07 Juin 2010

Objectif : 19,5 € (19,0%)

Contact

B/H 12M	11,21/18,70 €
Vol. 3M	428147 titres/jour
Nombre d'actions	128 954 690
Capi. boursière	2111 M€
Flottant	929 M€
Marché	Euronext A
Secteur	Com. / Medias
Bloomberg	MMT FP
Isin	FR0000053225
Indice(s)	SBF 80, CAC Mid 100



Perf.	1 mois	6 mois	12 mois
Absolute	-5,0%	+0,5%	+25,4%
Rel / CAC M&S190	-3,8%	-0,7%	+3,5%

Actionnariat	Capital
RTL Group	48,6%
Flottant	44,0%
CNP	7,1%
Autocontrôle	0,2%
Salariés	0,1%

Ratios boursiers	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
PE	15,2	16,1	15,3	13,1
PEG	35,0	ns	3,0	0,8
P/CF	9,2	9,4	9,0	8,1
VE/CA	1,5	1,3	1,2	1,1
VE/ROP	11,0	9,3	8,9	7,4
P/ANPA	2,6	3,3	3,1	2,9
Rendement	14,4%	5,0%	5,2%	6,1%

Données par action	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
BPA corrigé (€)	1,08	1,02	1,07	1,25
Var.	0,4%	-5,8%	5,1%	16,8%
CFPA (€)	1,78	1,75	1,82	2,03
FCFPA (€)	1,19	1,09	0,98	1,15
ANPA (€)	6,37	5,03	5,29	5,68
Dividende (€)	2,35	0,81	0,85	1,00

Cpte de résultat	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
CA (M€)	1376,6	1440,4	1485,9	1546,2
Var.	1,6%	4,6%	3,2%	4,1%
ROP/CA (%)	13,4	13,5	13,6	15,3
ROP (M€)	184,0	195,0	202,4	236,6
RNPG publié (M€)	139,1	131,0	137,7	160,8
Var.	0,5%	-5,8%	5,1%	16,8%
Marge nette (%)	10,1	9,1	9,3	10,4

Struct. financ.	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
ROCE (%)	16,1	36,3	36,6	41,4
ROE (%)	16,9	20,2	20,2	22,0
CF (M€)	229,2	225,3	234,9	262,0
FCF (M€)	153,8	140,5	126,8	147,9
Det. fi. net (M€)	-85,2	-296,7	-319,1	-357,2
FP (M€)	820,7	648,6	681,5	732,2
Gearing (%)	-10,4	-45,7	-46,8	-48,8

Une stratégie toujours aussi pertinente

Activité

Seconde chaîne privée du marché TV français, avec une part d'audience de 10,8% en 2009, M6 détient également la chaîne W9 sur la TNT ainsi qu'un ensemble de chaînes thématiques payantes (dont Paris Première et Téva). Le groupe a également diversifié ses activités dans les droits audiovisuels, Internet, la vente à distance et même le football, avec le club des Girondins de Bordeaux.

Stratégie

La politique de la chaîne M6 consiste à monter progressivement en gamme dans sa programmation, tout en pilotant de manière flexible son coût de grille. Cette stratégie lui a permis de limiter l'érosion de son audience (-1,8 point entre 2005 et 2009 vs -6,2 points pour TF1) tout en conservant une rentabilité satisfaisante (MOP de l'antenne de 19,3% en 2009 vs 3% pour TF1).

Par ailleurs, le groupe a toujours veillé à développer ses activités de diversification pour réduire sa dépendance à la conjoncture publicitaire. Ces activités ont permis au CA consolidé de progresser de 1,6% en 2009 malgré une chute des recettes publicitaires de 8%.

Evénements récents

Le CA T1 a progressé de 10,3%, grâce à une forte hausse des activités de diversification (+18%) et des chaînes numériques (+11,4%). Pour sa part, le CA publicitaire a augmenté de 2,5% à la faveur d'un bon mois de mars.

Le groupe a exercé en février dernier son put sur ses 5,1% dans Canal+, pour 384 M€. Il a pu ainsi procéder au versement d'un dividende de 2,35 € (303 M€), dont 1,50 € à titre exceptionnel.

Perspectives

L'exercice 2010 devrait être de bonne facture, avec une progression de 4,6% du CA (chaîne : +2,5%, autres activités : +6,4%) et une stabilisation de la MOP (13,5%).

Opinion Acheter confirmée, avec un TP de 19,5 € (vs 23,2 €), pour tenir compte de la réduction de la trésorerie suite au versement du dividende.

La présente note a été communiquée à la société préalablement à sa publication. Les informations, estimations et commentaires présentés dans ce document sont établis à partir de sources que nous considérons comme fiables mais dont l'exactitude ne saurait être garantie. Ils reflètent notre opinion à la date de la parution et peuvent être modifiés sans avis préalable. Nos opinions boursières sont mises à jour en permanence. Tout changement d'opinion boursière fait l'objet d'un document écrit. Ces informations sont protégées juridiquement par les dispositions du code de la propriété intellectuelle. A ce titre, elles revêtent un caractère confidentiel et ne sauraient faire l'objet d'une utilisation ou d'une reproduction non autorisée au préalable. L'historique sur 12 mois de nos changements d'opinions boursières et l'ensemble des avertissements sont consultables sur notre site internet: www.gilbertdupont.fr en cliquant sur l'onglet "Mentions Légales" en bas à droite de la page d'accueil.

M6 METROPOLE TV

Activité

M6 est la seconde chaîne privée du marché TV français, avec une part d'audience de 10,8% en 2009. Les relais de croissance sont W9 (TNT) et M6 Web (Internet).

Concurrence

TF1, Groupe Canal+, Lagardère, NRJ Group, NextRadioTV

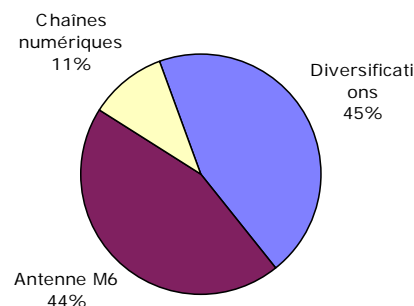
Effectif

1705 personnes

Calendrier

27/07/10 : CA + RN S1

CA 2009 par activité



Points forts

- Bonne résistance à la fragmentation de l'audience
- Relais de croissance très dynamiques (W9 sur la TNT, M6 Web)
- Structure financière solide (trésorerie nette excédentaire)
- Management stable et expérimenté

Points faibles

- Manque de visibilité sur la vigueur de la reprise publicitaire
- Difficulté à se renforcer sur la TNT, faute d'opportunité d'acquisition

COMPTE DE RESULTAT (M€) IFRS	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e	TMVA 09/12
Chiffre d'affaires	1 354,9	1 376,6	1 440,4	1 485,9	1 546,2	3,9%
Résultat opérationnel	184,2	184,0	195,0	202,4	236,6	8,7%
Résultat financier	19,9	22,2	4,7	7,5	8,5	-27,4%
Résultat avant IS	204,1	206,2	199,7	209,9	245,1	5,9%
Impôts	55,8	65,7	68,7	72,2	84,3	8,7%
Sociétés mises en équivalence	-9,9	-1,5	0,0	0,0	0,0	ns
Résultat net consolidé	138,4	139,1	131,0	137,7	160,8	4,9%
Résultat net part du groupe	138,4	139,1	131,0	137,7	160,8	4,9%
Résultat net part du groupe corrigé	138,4	139,0	131,0	137,7	160,8	5,0%

BILAN (M€)	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
Fonds propres à 100% avant répart.	795,0	820,7	648,6	681,5	732,2
Endettement financier long terme	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitaux permanents	868,0	914,5	742,4	775,3	826,0
- Actif immobilisé	748,9	361,5	357,2	364,9	373,7
= Fonds de roulement	152,4	562,8	395,5	421,0	463,2
Besoins en fonds de roulement	114,1	104,0	98,7	101,9	106,0
Trésorerie nette	38,3	85,2	296,7	319,1	357,2
Endettement financier net	-38,3	-85,2	-296,7	-319,1	-357,2

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
Capacité d'autofinancement	227,1	229,2	225,3	234,9	262,0
Invest. industriels nets	119,5	85,5	90,0	105,0	110,0
Var. du BFR	-7,7	-10,1	-5,3	3,1	4,1
Free cash flow	115,3	153,8	140,5	126,8	147,9
Invest. financiers nets	0,0	0,0	-384,2	0,0	0,0
Distribution	128,7	109,6	303,0	104,8	110,1

TF1

ALLEGER

11,25 € au 07 Juin 2010

Objectif : 11,5 € (2,3%)

Contact

B/H 12M	7,28/14,55 €
Vol. 3M	827148 titres/jour
Nombre d'actions	213 410 492
Capi. boursière	2401 M€
Flottant	1239 M€
Marché	Euronext A
Secteur	Com. / Medias
Bloomberg	TFI FP
Isin	FR0000054900
Indice(s)	CAC IT

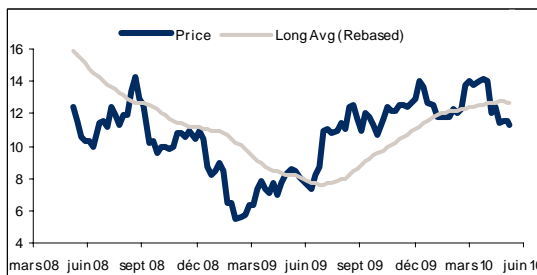
Actionnariat	Capital
Flottant	51,6%
Bouygues	43,0%
Salariés	5,4%

Ratios boursiers	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
PE	21,0	28,3	19,2	15,3
PEG	ns	ns	0,4	0,6
P/CF	10,5	11,7	9,5	8,3
VE/CA	1,0	1,0	0,9	0,9
VE/ROC	23,0	20,6	13,3	10,2
VE/ROP	23,0	20,6	13,3	10,2
P/ANPA	1,7	1,7	1,6	1,5
Rendement	3,8%	2,1%	3,1%	3,9%

Données par action	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
BPA corrigé (€)	0,54	0,40	0,58	0,73
Var.	-30,2%	-25,8%	47,0%	25,7%
CFPA (€)	1,07	0,96	1,18	1,35
FCFPA (€)	0,65	0,48	0,70	0,85
ANPA (€)	6,54	6,51	6,86	7,26
Dividende (€)	0,43	0,24	0,35	0,44

Cpte de résultat	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
CA (M€)	2364,7	2474,8	2584,1	2671,5
Var.	-8,9%	4,7%	4,4%	3,4%
ROC/CA (%)	4,3	4,9	7,0	8,5
ROP/CA (%)	4,3	4,9	7,0	8,5
ROP (M€)	101,3	121,6	181,3	225,9
RNPg publié (M€)	114,4	84,8	124,7	156,8
Var.	-30,2%	-25,8%	47,0%	25,7%
Marge nette (%)	4,8	3,5	4,9	6,0

Struct. financ.	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
ROCE (%)	5,0	5,3	8,1	10,2
ROE (%)	8,2	6,1	8,7	10,3
CF (M€)	228,4	204,7	252,0	288,5
FCF (M€)	139,1	102,4	149,1	181,9
Det. fi. net (M€)	-72,8	108,1	9,9	-97,2
FP (M€)	1396,6	1390,3	1466,9	1551,9
Gearing (%)	-5,2	7,8	0,7	-6,3



Perf.	1 mois	6 mois	12 mois
Absolute	-6,6%	-11,1%	+31,0%
Rel / CAC M&S190	-5,4%	-12,1%	+8,1%

Le juste prix

Activité

Leader historique du marché TV français, TF1 est confronté au fort déclin de son audience, qui a perdu 6,2 points entre 2005 (lancement de la TNT) et 2009. Pour tenter de maintenir son audience globale, le groupe vient de prendre le contrôle, au prix fort, de TMC et NT1. Par ailleurs, TF1 détient un ensemble de chaînes payantes (dont LCI) ainsi que plusieurs activités de diversification, peu dynamiques à l'exception d'Eurosport International.

Stratégie

Considérant que son statut de chaîne leader l'empêche de faire l'impasse sur certains événements, TF1 pâtit d'un coût de grille hypertrophié, qui l'empêche de dégager une rentabilité significative.

Quant à son récent renforcement sur la TNT, il s'est effectué à un prix excessif au regard des conditions restrictives imposées par l'Autorité de la Concurrence et le CSA.

Événements récents

Le CA T1 a progressé de 11%, dont +13% pour les recettes publicitaires de la chaîne (effet de base très favorable) et +8% pour les autres activités.

Perspectives

Le management a relevé sa guidance de croissance sur l'année pleine à +4% (vs +2% avant), ce qui reste décevant, car cet objectif tient compte de l'intégration de TMC et NT1 au S2 ainsi que de la revente de certains droits de la Coupe du Monde de football pour 33 M€. Nous sommes légèrement plus optimistes (+4,8%), tout en tablant sur une rentabilité toujours très réduite (MOP de 4,9% après 4,3% en 2009).

Opinion Alléger réitérée, avec un TP ajusté à 11,5 € (vs 12,6 €), en ligne avec le cours actuel.

La présente note a été communiquée à la société préalablement à sa publication. Les informations, estimations et commentaires présentés dans ce document sont établis à partir de sources que nous considérons comme fiables mais dont l'exactitude ne saurait être garantie. Ils reflètent notre opinion à la date de la parution et peuvent être modifiés sans avis préalable. Nos opinions boursières sont mises à jour en permanence. Tout changement d'opinion boursière fait l'objet d'un document écrit. Ces informations sont protégées juridiquement par les dispositions du code de la propriété intellectuelle. A ce titre, elles revêtent un caractère confidentiel et ne sauraient faire l'objet d'une utilisation ou d'une reproduction non autorisée au préalable.

L'historique sur 12 mois de nos changements d'opinions boursières et l'ensemble des avertissements sont consultables sur notre site internet: www.gilbertdupont.fr en cliquant sur l'onglet "Mentions Légales" en bas à droite de la page d'accueil.

TF1

Activité

TF1 est la chaîne leader du marché TV français, avec une part d'audience de 26,1% en 2009. Principaux autres actifs : deux chaînes sur la TNT gratuite (TMC et NT1) et Eurosport International.

Concurrence

M6, Groupe Canal+, Lagardère, NRJ Group, NextRadioTV

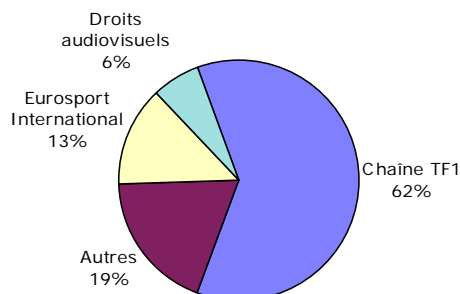
Effectif

3912 personnes

Calendrier

23/07/10 : CA + RN S1

CA 2009 par activité



Points forts

- Leadership sur le marché TV français
- Structure financière satisfaisante
- Actionnaire de référence solide
- Bonnes performances d'Eurosport International

Points faibles

- Baisse continue de l'audience
- Trop forte dépendance aux recettes publicitaires (70% du CA en moyenne)
- Faible rentabilité en raison d'un coût de grille hypertrophié
- Activités de diversification pas assez développées

COMPTE DE RESULTAT (M€) IFRS	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e	TMVA 09/12
Chiffre d'affaires	2 594,7	2 364,7	2 474,8	2 584,1	2 671,5	4,2%
Résultat opérationnel courant	176,5	101,3	121,6	181,3	225,9	30,6%
Résultat opérationnel	176,5	101,3	121,6	181,3	225,9	30,6%
Résultat financier	18,5	13,9	-3,5	-2,1	1,0	-58,4%
Résultat avant IS	195,0	115,2	118,1	179,2	226,9	25,3%
Impôts	40,8	15,3	40,6	61,6	78,0	72,1%
Sociétés mises en équivalence	9,6	14,6	8,0	10,0	11,0	-9,0%
Résultat net consolidé	163,8	114,5	85,5	127,5	159,8	11,8%
Résultat net part du groupe	163,8	114,4	84,8	124,7	156,8	11,1%
Résultat net part du groupe corrigé	163,8	114,4	84,8	124,7	156,8	11,1%

BILAN (M€)	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
Fonds propres à 100% avant répart.	1 376,4	1 396,6	1 390,3	1 466,9	1 551,9
Endettement financier long terme	695,5	0,5	0,0	0,0	0,0
Capitaux permanents	2 129,1	1 477,5	1 470,7	1 547,3	1 632,3
- Actif immobilisé	1 869,6	1 143,1	1 315,9	1 291,4	1 262,8
= Fonds de roulement	262,4	335,7	156,1	257,2	370,9
Besoins en fonds de roulement	271,4	262,4	264,7	267,6	274,2
Trésorerie nette	-9,0	73,3	-108,1	-9,9	97,2
Endettement financier net	704,5	-72,8	108,1	9,9	-97,2

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
Capacité d'autofinancement	310,9	228,4	204,7	252,0	288,5
Invest. industriels nets	87,7	98,3	100,0	100,0	100,0
Var. du BFR	-5,8	-9,0	2,3	2,9	6,6
Free cash flow	229,0	139,1	102,4	149,1	181,9
Invest. financiers nets	4,6	-747,9	192,0	0,0	0,0
Distribution	181,4	100,3	91,8	50,9	74,8

NRJ GROUP

ACHETER

6,45 € au 07 Juin 2010

Objectif : 8,8 € (36,0%)

VALEUR FAVORITE / Midcaps

Contact

B/H 12M	4,62/7,61 €
Vol. 3M	23268 titres/jour
Nombre d'actions	83 086 030
Capi. boursière	536 M€
Flottant	68 M€
Marché	Euronext B
Secteur	Com. / Medias
Bloomberg	NRG FP
Isin	FR0000121691
Indice(s)	CAC Mid 100

Actionnariat	Capital
Jean-Paul Baudecroux	75,6%
Flottant	12,8%
Tocqueville Finance	5,2%
Autres dirigeants	4,0%
Autodétention	2,4%

Ratios boursiers	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
PE	78,8	19,7	14,2	11,7
PEG	0,4	0,1	0,4	0,5
P/CF	18,2	11,0	8,8	7,7
VE/CA	1,3	1,3	1,2	1,1
VE/ROP	20,0	10,9	7,5	6,1
P/ANPA	1,2	1,2	1,1	1,1
Rendement	3,1%	3,9%	5,4%	6,4%

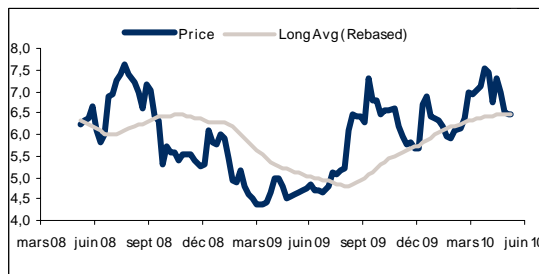
Données par action	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
BPA corrigé (€)	0,08	0,33	0,46	0,55
Var.	182,2%	299,3%	39,5%	21,2%
CFPA (€)	0,35	0,59	0,73	0,84
FCFPA (€)	0,30	0,13	0,41	0,51
ANPA (€)	5,45	5,58	5,79	5,99
Dividende (€)	0,20	0,25	0,35	0,41

Cpte de résultat	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
CA (M€)	330,0	329,5	350,7	365,1
Var.	-0,4%	-0,2%	6,4%	4,1%
ROP/CA (%)	6,3	11,9	15,8	18,3
ROP (M€)	20,9	39,2	55,3	67,0
RNPG publié (M€)	6,8	27,1	37,9	45,9
Var.	ns	299,3%	39,5%	21,2%
Marge nette (%)	2,4	8,2	10,8	12,6

Struct. financ.	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
ROCE (%)	2,7	7,2	10,1	11,9
ROE (%)	1,7	5,9	7,9	9,2
CF (M€)	29,4	48,7	60,8	69,8
FCF (M€)	25,3	10,4	33,7	42,7
Det. fi. net (M€)	-117,6	-106,9	-120,4	-127,5
FP (M€)	453,1	463,6	480,7	497,6
Gearing (%)	-26,0	-23,1	-25,0	-25,6

La présente note a été communiquée à la société préalablement à sa publication. Les informations, estimations et commentaires présentés dans ce document sont établis à partir de sources que nous considérons comme fiables mais dont l'exactitude ne saurait être garantie. Ils reflètent notre opinion à la date de la parution et peuvent être modifiés sans avis préalable. Nos opinions boursières sont mises à jour en permanence. Tout changement d'opinion boursière fait l'objet d'un document écrit. Ces informations sont protégées juridiquement par les dispositions du code de la propriété intellectuelle. A ce titre, elles revêtent un caractère confidentiel et ne sauraient faire l'objet d'une utilisation ou d'une reproduction non autorisée au préalable.

L'historique sur 12 mois de nos changements d'opinions boursières et l'ensemble des avertissements sont consultables sur notre site internet: www.gilbertdupont.fr en cliquant sur l'onglet "Mentions Légales" en bas à droite de la page d'accueil.



Perf.	1 mois	6 mois	12 mois
Absolute	-4,4%	+8,4%	+40,5%
Rel / CAC M&S190	-3,2%	+7,2%	+15,9%

Toujours notre number one !

Activité

Leader du marché français de la radio, grâce à ses quatre stations musicales (NRJ, Nostalgie, Chérie FM et Rires & Chansons), NRJ Group dispose d'un relais de croissance important avec sa chaîne NRJ 12, qui a rencontré un succès rapide sur la TNT (2,1% d'audience en mail dernier). Le groupe détient également Towercast, spécialisée dans la diffusion technique, et un ensemble de radios à l'international.

Stratégie

La stratégie de diversification a porté ses fruits puisque le groupe a réussi à faire progresser en 2009 son CA de 1,8% à pcc malgré la forte baisse des médias musicaux (-15,7%), durement touchés par la crise publicitaire. Cette bonne performance est à mettre au crédit de NRJ 12 (+76%), de Towercast (+15%) et de la comédie musicale « Cléopâtre » (25 M€ de CA).

La principale interrogation sur la stratégie future est liée à l'avenir de Towercast, dont le groupe pourrait se défaire si les conditions de marché devenaient favorables.

Événements récents

Le CA T1 a reculé de 1,7% du fait de l'arrêt de « Cléopâtre » en janvier dernier. Hors « Cléopâtre », le CA a progressé de 5,9% grâce à NRJ 12 (+47%) et à Towercast (+15%). Les radios en France ont quant à elles renoué avec la croissance (+0,5%), après 6 trimestres consécutifs de baisse. La dernière enquête Médiamétrie (janvier-mars 2010) a été encourageante, puisque l'audience cumulée globale des 4 stations de NRJ est en hausse tant en séquentiel que d'une année sur l'autre.

Perspectives

Le groupe n'a pas donné de guidance pour 2010. Nous tablons sur une légère progression pour les radios (+1%) ainsi que sur une croissance de 40% pour le pôle TV et de 10% pour Towercast. Au final, le CA devrait rester stable, malgré l'absence de comédie musicale cette année.

Opinion Acheter confirmée, avec un TP ajusté à 8,8 € (vs 9,0 €).

NRJ GROUP

Activité

NRJ Group est leader du marché français de la radio (audience cumulée de 25,4% pour ses 4 stations). Autres actifs : NRJ 12 sur la TNT et Towercast (diffusion technique).

Concurrence

RTL Group, Lagardère, NextRadioTV

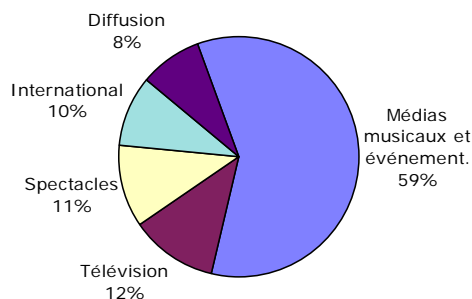
Effectif

1770 personnes

Calendrier

21/07/10 : CA S1

CA 2009 par activité



Points forts

- Leadership sur le marché français de la radio
- Dynamisme du pôle TV
- Force de la marque
- Solidité de la structure financière (trésorerie nette supérieure à 100 M€)

Points faibles

- L'audience de la station NRJ reste sous pression
- Incertitudes sur la vigueur de la reprise publicitaire
- Un CA Internet toujours marginal
- Incertitude sur la gouvernance à moyen terme

COMPTE DE RESULTAT (M€) IFRS	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e	TMVA 09/12
Chiffre d'affaires	331,3	330,0	329,5	350,7	365,1	3,4%
Résultat opérationnel	19,3	20,9	39,2	55,3	67,0	47,4%
Résultat financier	5,3	0,5	2,2	2,4	3,0	81,7%
Résultat avant IS	24,6	21,4	41,4	57,7	70,0	48,4%
Impôts	20,9	12,2	14,2	19,9	24,1	25,4%
Sociétés mises en équivalence	-7,8	-1,4	0,0	0,0	0,0	ns
Résultat net consolidé	-4,1	7,8	27,1	37,9	45,9	80,5%
Résultat net part du groupe	-4,6	6,8	27,1	37,9	45,9	89,0%
Résultat net part du groupe corrigé	2,5	6,8	27,1	37,9	45,9	89,0%

BILAN (M€)	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
Fonds propres à 100% avant répart.	447,2	453,1	463,6	480,7	497,6
Endettement financier long terme	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitaux permanents	465,3	472,1	482,6	499,7	516,5
- Actif immobilisé	364,2	354,8	367,4	368,8	370,4
= Fonds de roulement	101,1	117,3	115,2	130,9	146,2
Besoins en fonds de roulement	15,7	48,3	41,6	42,2	50,3
Trésorerie nette	85,4	117,6	106,9	120,4	127,5
Endettement financier net	-85,4	-117,6	-106,9	-120,4	-127,5

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
Capacité d'autofinancement	17,6	29,4	48,7	60,8	69,8
Invest. industriels nets	29,7	23,0	24,9	24,9	24,9
Var. du BFR	-26,9	-18,9	13,4	2,2	2,2
Free cash flow	14,8	25,3	10,4	33,7	42,7
Invest. financiers nets	25,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Distribution	24,9	0,0	16,6	20,8	29,1

NEXTRADIOTV

ACCUMULER

13,80 € au 07 Juin 2010

Objectif : 15,5 € (12,0%)

Visite privée

B/H 12M	9,24/16,50 €
Vol. 3M	3042 titres/jour
Nombre d'actions	16 679 124
Capi. boursière	230 M€
Flottant	89 M€
Marché	Euronext B
Secteur	Com. / Medias
Bloomberg	NXTV FP
Isin	FR0010240994
Indice(s)	CAC Small 90

Actionnariat	Capital
Flottant	38,8%
Alain Weill & WMC	35,1%
Alpha Radio BV	18,1%
Fimalac	5,0%
Dirigeants et salariés	2,0%

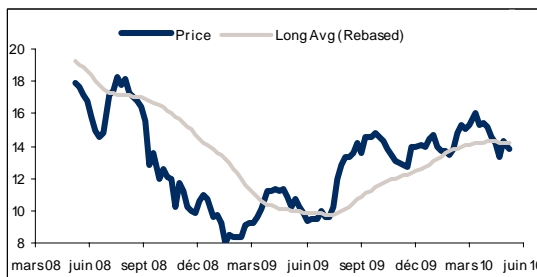
Ratios boursiers	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
PE	104,6	20,8	12,8	11,2
PEG	0,9	0,1	0,2	0,8
P/CF	ns	15,3	10,4	9,4
VE/CA	2,1	1,9	1,6	1,4
VE/ROC	72,5	13,8	8,5	6,9
VE/ROP	ns	13,8	8,5	6,9
P/ANPA	2,1	1,9	1,7	1,5
Rendement	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%

Données par action	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
BPA corrigé (€)	0,13	0,66	1,08	1,23
Var.	113,5%	403,0%	63,0%	14,2%
CFPA (€)	-0,15	0,90	1,32	1,47
FCFPA (€)	0,06	0,55	1,13	1,27
ANPA (€)	6,71	7,17	8,05	9,09
Dividende (€)	0,20	0,20	0,20	0,20

Cpte de résultat	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
CA (M€)	122,7	135,5	146,3	155,0
Var.	7,6%	10,4%	8,0%	6,0%
ROC/CA (%)	2,9	13,4	19,2	20,3
ROP/CA (%)	-3,7	13,4	19,2	20,3
ROP (M€)	-4,5	18,2	28,0	31,4
RNPG publié (M€)	-6,0	11,1	18,0	20,6
Var.	ns	ns	63,0%	14,2%
Marge nette (%)	1,8	8,2	12,3	13,3

Struct. financ.	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
ROCE (%)	-2,3	8,5	13,0	15,0
ROE (%)	2,0	9,3	13,4	13,6
CF (M€)	-2,5	15,1	22,0	24,6
FCF (M€)	0,9	9,2	18,9	21,2
Det. fi. net (M€)	30,7	21,1	7,3	-14,3
FP (M€)	111,9	119,6	134,3	151,6
Gearing (%)	27,4	17,6	5,4	-9,4

La présente note a été communiquée à la société préalablement à sa publication. Les informations, estimations et commentaires présentés dans ce document sont établis à partir de sources que nous considérons comme fiables mais dont l'exactitude ne saurait être garantie. Ils reflètent notre opinion à la date de la parution et peuvent être modifiés sans avis préalable. Nos opinions boursières sont mises à jour en permanence. Tout changement d'opinion boursière fait l'objet d'un document écrit. Ces informations sont protégées juridiquement par les dispositions du code de la propriété intellectuelle. A ce titre, elles revêtent un caractère confidentiel et ne sauraient faire l'objet d'une utilisation ou d'une reproduction non autorisée au préalable. L'historique sur 12 mois de nos changements d'opinions boursières et l'ensemble des avertissements sont consultables sur notre site internet: www.gilbertdupont.fr en cliquant sur l'onglet "Mentions Légales" en bas à droite de la page d'accueil.



Perf.	1 mois	6 mois	12 mois
Absolute	-5,3%	+6,2%	+34,4%
Rel / CAC M&S190	-4,1%	+4,9%	+10,9%

Plus de nuage à l'horizon

Activité

Créé il y a dix ans, NextRadioTV détient deux radios (RMC et BFM), la chaîne d'informations en continu BFM TV sur la TNT et le Groupe 01 (Web et Print), provenant du Groupe Tests acheté en avril 2007.

Stratégie

Le pari de BFM TV a été réussi puisque la chaîne devrait atteindre l'équilibre cette année, cinq ans après son lancement, avec une part d'audience satisfaisante (0,8% en mai dernier). En revanche, Groupe 01 a pâti des problèmes structurels de la presse et des plans de restructuration successifs. Dès lors, ce pôle va être réorienté vers le téléchargement payant et le e-commerce, ce qui nous semble pertinent.

Événements récents

La croissance du CA au T1 (+10%) a été tirée par les radios (+9%) et par BFM TV (+45%). En revanche, Groupe 01 a affiché une baisse de 10% de son activité, en raison d'un effet de base défavorable.

Perspectives

Le groupe n'a pas donné de guidance pour 2010. Nous tablons sur une forte croissance du CA consolidé (+10,4%) tirée par BFM TV (+40%) et par les radios (+7,5%), RMC allant bénéficier de la Coupe du Monde de football et de l'ouverture des paris en ligne. La rentabilité devrait également être en nette hausse (MOC 10e de 13,4% vs 2,9% en 2009), grâce à BFM TV qui devrait atteindre le break-even opérationnel cette année (vs une perte de 9,6 M€ en 2009).

Opinion relevée à Accumuler, avec un TP de 15,5 € (vs 14,8 €)

La récente baisse du titre couplée à l'adoption d'hypothèses plus favorables sur BFM TV (MOP normative de 25% vs 23% avant) nous amène à adopter une opinion positive. A noter qu'Alpha Radio TV a cédé 4% du capital à Fimalac à 16 €/action le 4 mai dernier.

NEXTRADIOTV

Activité

NextRadioTV détient 2 stations de radio (RMC et BFM), une chaîne d'informations sur la TNT (BFM TV) et le Groupe 01 (ex Groupe Tests), acquis en 2007 et spécialisé dans Internet (le site 01net) et la presse.

Concurrence

NRJ Group, RTL Group, Lagardère

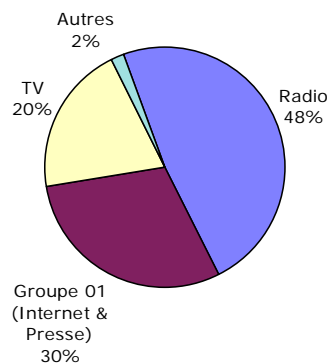
Effectif

708 personnes

Calendrier

26/07/10 : CA + RN S1

CA 2009 par activité



Points forts

- Rentabilité élevée du pôle Radios (MOP de 29% en 2009)
- Pari réussi pour BFM TV (audience de 0,8%, break-even prévu en 2010)
- Forte position sur Internet (01net)
- Management expérimenté

Points faibles

- Manque de visibilité sur la vigueur de la reprise publicitaire
- Crise structurelle de la presse à l'origine des difficultés de Groupe 01

COMPTE DE RESULTAT (M€) IFRS	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e	TMVA 09/12
Chiffre d'affaires	120,7	122,7	135,5	146,3	155,0	8,1%
Résultat opérationnel courant	8,7	3,6	18,2	28,0	31,4	105,8%
Résultat opérationnel	8,8	-4,5	18,2	28,0	31,4	ns
Résultat financier	-6,4	-3,8	-1,3	-0,5	0,0	ns
Résultat avant IS	2,4	-8,3	16,9	27,5	31,4	ns
Impôts	0,8	-2,2	5,8	9,5	10,8	ns
Sociétés mises en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	ns
Résultat net consolidé	0,9	-6,0	11,1	18,0	20,6	ns
Résultat net part du groupe	0,9	-6,0	11,1	18,0	20,6	ns
Résultat net part du groupe corrigé	0,9	2,2	11,1	18,0	20,6	110,8%

BILAN (M€)	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
Fonds propres à 100% avant répart.	99,9	111,9	119,6	134,3	151,6
Endettement financier long terme	53,7	55,3	53,7	38,7	38,7
Capitaux permanents	159,5	172,9	180,0	180,7	199,0
- Actif immobilisé	158,7	162,6	162,9	166,1	163,9
= Fonds de roulement	0,8	10,3	17,1	14,6	35,1
Besoins en fonds de roulement	-7,2	-14,3	-15,4	-16,8	-17,9
Trésorerie nette	8,0	24,6	32,6	31,4	53,0
Endettement financier net	45,7	30,7	21,1	7,3	-14,3

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
Capacité d'autofinancement	3,7	-2,5	15,1	22,0	24,6
Invest. industriels nets	3,6	3,7	7,0	4,5	4,5
Var. du BFR	-7,3	-7,1	-1,1	-1,3	-1,1
Free cash flow	7,4	0,9	9,2	18,9	21,2
Invest. financiers nets	-12,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Distribution	0,0	0,0	3,3	3,3	3,3