

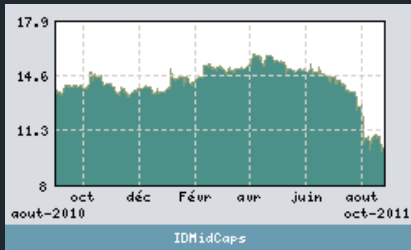
LT BUY

Media

H1 earnings
- Analysts meeting -
August 30, 2011

Previous recommendation	LT Buy (Mar 15 2011 - EUR 14.46)
Stock price	EUR 10.00
Fair value	EUR 14.50 (+45% vs stock price)
Market cap.	EUR 166.8m
Free float	44.4% (EUR 74.1m)

Created in 2000, NextradioTV is a broadcasting group with radios (RMC, BFM Business Radio) and TVs (BFM TV, BFM Business TV).



Avg daily volume	10 895
Price change (1y)	-25.5%
Highest (ytd)	EUR 15.92
Lowest (ytd)	EUR 10.02

Main shareholders	
Alain Weill / WMC	36.3%
Financière de l'Echiquier	8.0%
Fimalac	4.9%

EUR M	Dec11e	Dec12e	Dec13e
Sales	155.0	166.3	181.0
Growth	12.7%	7.3%	8.8%
EBIT/S	10.5%	15.0%	17.7%
REBIT/S	11.9%	15.0%	17.7%
EPS	0.54	0.88	1.17
Rest. EPS	0.62	0.88	1.16
Growth	55.5%	41.8%	32.1%
EV/Sales	1.22	1.08	0.91
EV/EBIT	11.7	7.2	5.2
EV/REBIT	10.3	7.2	5.2
PER	18.5	11.3	8.6
Rest. P/E	16.1	11.4	8.6
P/CF	12.2	8.5	6.8
P/BV	1.40	1.30	1.17
Div. yield	2.0%	3.0%	3.5%

Next events:
Q3 sales - Oct 18 2011

Une opportunité malgré le risque LCI

NextradioTV a publié fin juillet des résultats S1 globalement conformes à nos attentes. La performance un peu meilleure qu'anticipé dans la radio a compensé le niveau de résultat un peu décevant de Groupe 01 (désormais Next Interactive Media). Comme prévu, le pôle TV atteint l'équilibre au niveau de l'EBITDA.

► **Radio** – Avec une croissance de 6,6% du CA sur le semestre, NextradioTV a fait mieux que le marché qui est estimé stable (+5,3% pour NRJ sur le pôle Radio France). La croissance a été réalisée au T1 (+15%), tandis que le T2 est quasi stable (effet Coupe du Monde de Football l'an passé + libéralisation des paris). BFM Business Radio est également en progression, ce qui confirme qu'il n'y a pas de cannibalisation avec la TV et plutôt une dynamique positive. La marge d'EBITDA revient à plus de 30%, bénéficiant notamment par rapport au S1 2010 de la non-récurrence des coûts liés à la Coupe du Monde.

Sur le plan de l'audience, les chiffres de RMC sont mitigés. L'étude Mediamétrie d'avril-juin (sur laquelle est basée une grande part des achats d'espace du S2) a montré une stagnation de la station ce qui n'était pas arrivé depuis 2004. Toutefois, RMC demeure à la lutte avec NRJ pour la 3^{ème} place des radios commerciales en part d'audience.

► **TV** – Après un T1 un peu perturbé (seulement +18% pour BFM TV) sous l'effet de la volonté stratégique du groupe d'augmenter ses tarifs, la chaîne d'information a vu son CA croître de 35% au T2. Elle bénéficie pleinement de ses succès d'audience (1,8 point en mai vs 0,9 en moyenne sur 2010) grâce à une actualité riche (Fukushima, DSK...). Le très bon T2 permet à la division d'atteindre l'équilibre en EBITDA (+0,2M€) en dépit du lancement de BFM Business TV qui participe à l'accroissement de la structure de charge (+3,5M€ vs S1 2010).

► **Groupe 01** – Le repli du CA provient de la baisse du CA diffusion print (-21%) consécutive au rapprochement des titres Ordinateur Individuel et SVM. Le CA publicité Print est stable. Le CA Web est lui en hausse de 14%. L'EBITDA est inférieur à nos attentes dans la mesure où nous avons probablement sous-estimé les investissements du groupe dans le Web.

Le ROC atteint 8,5M€ (+14,1%) pour une marge opérationnelle courante de 11% (+0,3 point par rapport au S1 2010). La progression du résultat net est plus limitée (+6,3% à 3,4M€) en raison essentiellement de coûts non récurrents en hausse (2,1M€ vs 0,9M€). Ils comprennent la provision liée au plan de regroupement des sites Web du groupe au sein de Next Interactive Media (Groupe 01), en charge du développement et du renforcement des activités Internet.

Au niveau du bilan, la dette nette continue de diminuer pour atteindre 22,1M€ à fin juin (-7,9M€ en un an). Le groupe dispose de 36,6M€ de trésorerie, alors que la 1^{ère} échéance de son OBSAAR est programmée en novembre (15,1M€).

M EUR	S1	S2	2009	S1	S2	2010	S1 2011
Division Radio	27.7	31.4	59.1	32.0	33.9	65.9	34.1
Division TV	12.2	12.9	25.1	17.9	16.3	34.2	23.7
Groupe 01	17.3	19.1	36.4	18.1	16.4	34.5	17.9
Autres	1.2	0.9	2.1	1.9	1.1	3.0	1.8
CA TOTAL	58.4	64.3	122.7	69.9	67.7	137.6	77.5
Division Radio	7.5	10.2	17.6	8.4	11.0	19.4	10.9
Division TV	-4.4	-4.0	-8.3	-1.2	-3.7	-4.9	0.2
Groupe 01	-2.1	-0.2	-2.3	1.7	1.3	3.0	0.2
Autres	0.2	-0.6	-0.4	0.2	-0.3	-0.1	-0.2
EBITDA	1.2	5.4	6.6	9.1	8.3	17.4	11.1
ROC avant act grat	0.1	4.4	4.5	7.8	7.7	14.4	8.9
Actions gratuites	-0.5	-0.5	-0.9	-0.3	-0.3	-0.6	-0.3
Non récurrent	-6.6	-1.6	-8.2	-0.9	-0.6	-1.5	-2.1
ROP	-6.95	2.35	-4.6	6.6	6.8	12.3	6.5
Δ Division Radio	-7.4%	15.7%	3.6%	15.5%	8.0%	11.5%	6.6%
Δ Division TV	54.4%	67.7%	61.0%	46.7%	26.2%	36.2%	32.4%
Δ Groupe 01	-30.0%	15.1%	-11.9%	4.6%	-14.1%	-5.2%	-1.1%
Δ CA TOTAL	-7.9%	23.3%	1.7%	19.7%	5.3%	12.1%	10.9%
Division Radio	26.9%	32.3%	29.8%	26.3%	32.4%	29.4%	32.0%
BFM TV	-35.7%	-30.6%	-33.0%	-6.7%	-16.6%	-11.4%	0.9%
Division TV	-35.7%	-30.6%	-33.0%	-6.7%	-22.7%	-14.3%	0.8%
Groupe 01	-12.1%	-1.0%	-6.3%	9.4%	7.9%	8.7%	1.1%
EBITDA	2.1%	8.4%	5.4%	13.0%	12.3%	12.6%	14.3%

PERSPECTIVES 2011

Nous attendons très peu de croissance dans la division Radio au S2. Le marché devrait être au mieux stable, l'audience de RMC a stagné et il n'y aura plus d'effet « paris en ligne ». La Coupe du Monde de Rugby en septembre pourrait avoir un léger impact positif. Nous ne voyons pas de raisons pour que la rentabilité baisse au S2.

Le CA de la division TV est attendu entre 45 et 50M€ (et autour de 60M€ en 2012). Compte tenu des excellentes audiences et de l'actualité toujours dense, nous tablons sur un CA de 49M€ (soit +55% au S2). Rappelons que le CA de BFM Business TV est prévu autour de 3M€ pour sa 1^{ère} année. Le maintien des audiences de BFM TV à un bon niveau en juillet renforce l'hypothèse d'EBITDA positif sur l'ensemble de l'exercice.

Les résultats de Groupe 01 au S2 devraient s'inscrire dans la tendance du S1. L'objectif est un retour à la profitabilité du Print au T4. Mais près de 20 recrutements sont prévus dans le Web. Globalement, la direction vise l'équilibre pour la division en 2012 et une marge d'EBITDA proche de celle de l'audiovisuel en 2014.

La révision en baisse des anticipations de résultats de Groupe 01 et le léger relèvement de celles de la division Radio conduisant in fine à un EBITDA de 23,3M€ (soit -5% vs prévisions précédentes), soit 15% du CA.

PERSPECTIVES 2012

Nous intégrons désormais un scénario de ralentissement économique dans la zone euro. Dans ce contexte, nos nouvelles estimations sont établies sur la base d'un marché publicitaire en repli de l'ordre de 2% en 2012 (rappel : recettes publicitaires France en baisse de 2,7% en 2008, de 13,8% en 2009 et en hausse de 4,9% en 2009 – source : IREP).

Dans ce contexte, nous estimons que la division Radio devrait tout de même enregistrer une croissance (+2% estimé) dans la mesure où RMC devrait profiter de l'actualité sportive (J.O. Londres) et politique (élection présidentielle) et de l'accroissement de ses fréquences (Est et Rhône-Alpes fin 2011, après le Nord en 2010) pour améliorer son audience.

L'actualité devrait également permettre à BFM TV d'afficher en 2012 une audience moyenne supérieure à 1,5 point. Nous tablons ainsi sur un CA de 59,5M€ pour la division TV (dont 56M€ à +22% pour BFM TV). A terme, la direction de NextradioTV ambitionne un CA de 100M€. Les recettes publicitaires TV étant de l'ordre de 3.500M€/an (source : IREP), l'objectif de NextradioTV conduirait à une part de marché publicitaire de 2,8 points qui nous semble atteignable au vu de la progression de l'audience de BFM TV et du potentiel de hausse tarifaire compte tenu du positionnement de la chaîne.

En consolidé, nous avons revu en baisse de 11% notre estimation d'EBITDA 2012^e à 29,5M€ (17,7% du CA). Même dans un contexte difficile, NextradioTV reste en position d'afficher une très forte croissance bénéficiaire au cours des prochains exercices (TMVA BNpa 2010-2013^e : +50%). **Mais l'avenir de LCI et son éventuel passage sur la TNT gratuite constituent une vraie épée de Damoclès.** Cela conduirait très probablement un retour à moins de 1 point d'audience pour BFM TV, soit un chiffre d'affaires au mieux de 40M€ pour la chaîne, un niveau inférieur à son point mort qui se situe autour de 55M€. La division TV que nous valorisons à 105M€ (près de 40% de la VE estimée) perdrait l'essentiel de sa valeur.

Juridiquement, dans la situation actuelle, le passage de LCI sur la TNT gratuite n'est pas possible. Mais ce dossier est éminemment politique et donc difficile à prévoir. Selon Lepoint.fr, deux scénarii sont évoqués :

- **Le report du lancement des nouvelles chaînes.** Début août, le gouvernement Fillon a notifié à Bruxelles qu'il se réservait la possibilité de changer la norme de diffusion de la TNT. La nouvelle norme DVBT-2 élargirait la capacité de diffusion de 6 à 10 nouvelles chaînes potentielles. À ceci près que l'adoption de cette norme retarderait le lancement des nouvelles chaînes de deux ans minimum... L'adoption de cette nouvelle norme pose, en revanche, un problème politique majeur : il faudrait contraindre les Français à changer de décodeur/téléviseur pour recevoir ces nouvelles chaînes. Dans cette hypothèse, nous pensons que BFM TV aurait suffisamment de temps pour conforter sa position et que l'arrivée de LCI n'aurait plus vraiment de sens.
- Dans un souci de pacification, **Nicolas Sarkozy donnerait son feu vert** pour accorder au groupe TF1 LCI gratuite, à Canal+ sa chaîne en clair, à M6 une chaîne gratuite en plus, mais aussi à NextradioTV sa chaîne sportive. Cette éventualité serait évidemment une mauvaise nouvelle pour BFM TV, mais la chaîne sportive pourrait générer près de 50M€ de CA (~1 pt d'audience) avec une structure de coûts faible grâce aux synergies avec RMC et BFM TV.

Même si on ne peut pas l'éliminer, l'arrivée de LCI sur la TNT gratuite sans « contrepartie » pour NextradioTV nous paraît une hypothèse peu vraisemblable et donner une valeur nulle à la division TV (ce qui est quasiment le cas actuellement) très exagéré.

Conclusion

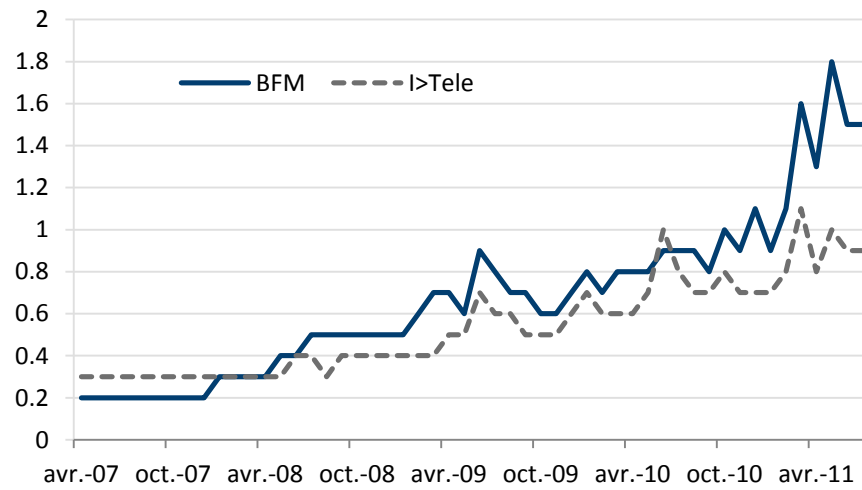
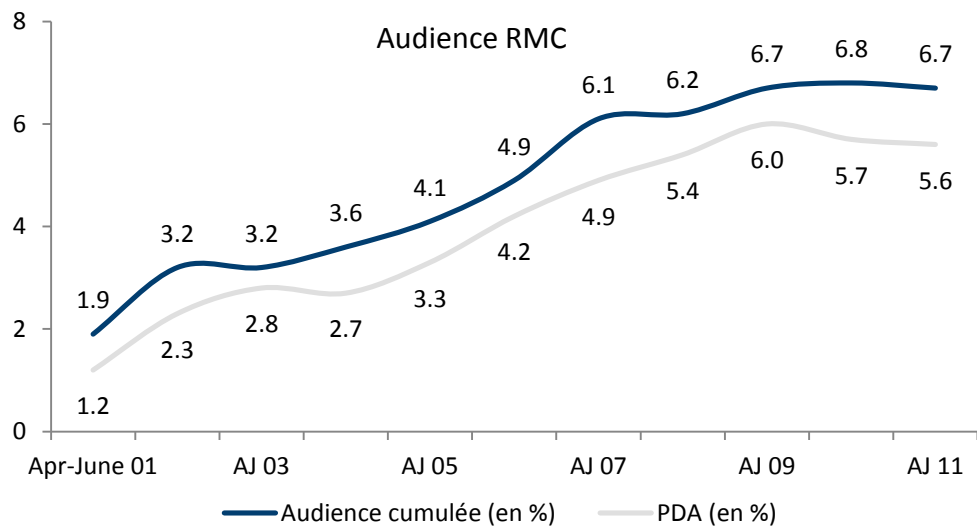
- ▶ Les résultats S1 étaient globalement en ligne avec nos attentes : la division Radio fait un peu mieux que prévu en termes de rentabilité, la division TV atteint comme anticipé l'équilibre en EBITDA, tandis que la réorganisation de Groupe 01 pèse plus que nous le pensions. Nous avons abaissé de 5% notre prévision d'EBITDA pour l'année 2011.
- ▶ Tenant compte des perspectives macroéconomiques plus sombres qui vont pénaliser le marché publicitaire, nous avons revu en baisse notre estimation d'EBITDA 2012 de 11%. Néanmoins, même dans un contexte difficile, NextradioTV reste en position d'afficher une très forte croissance bénéficiaire au cours des prochains exercices (TMVA BNpa 2010-2013e : +50%).
- ▶ L'avenir de LCI et son passage sur la TNT gratuite constituent une vraie épée de Damoclès. Même si on ne peut pas l'éliminer, l'arrivée de LCI sur la TNT gratuite sans « contrepartie » pour NextradioTV nous paraît une hypothèse peu vraisemblable et donner une valeur nulle à la division TV (ce qui est quasiment le cas actuellement) très exagéré.

A court terme, la tendance n'est pas favorable (les valeurs media sont généralement lourdement sanctionné en cas de ralentissement économique, incertitudes sur LCI). Mais le cours actuel nous paraît une excellente opportunité pour un investissement moyen terme. Fair value : 14.5 EUR vs 17.2 EUR précédemment.

LT BUY

Annexes

M EUR	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Division Radio	59.1	65.9	68.2	69.1	72.5
Division TV	25.1	34.2	49.0	59.5	70.0
Groupe 01	36.4	34.5	35.0	35.0	36.0
Autres	2.1	3.0	2.8	2.7	2.5
CA TOTAL	122.7	137.6	155.0	166.3	181.0
Division Radio	17.6	19.4	21.9	21.4	22.1
Division TV	-8.3	-4.9	0.5	7.0	12.7
Groupe 01	-2.3	3.0	0.8	0.9	2.0
Autres	-0.4	-0.1	0.1	0.2	1.2
EBITDA	6.6	17.4	23.3	29.5	38.0
Δ Division Radio	3.6%	11.5%	3.5%	1.2%	5.0%
Δ Division TV	61.0%	36.2%	43.3%	21.4%	17.6%
Δ Groupe 01	-11.9%	-5.2%	1.4%	0.0%	2.9%
Δ CA TOTAL	1.7%	12.1%	12.7%	7.2%	8.8%
Division Radio	29.8%	29.4%	32.1%	31.0%	30.5%
BFM TV	-33.0%	-11.4%	0.4%	12.0%	18.9%
Division TV	-33.0%	-14.3%	1.0%	11.8%	18.1%
Groupe 01	-6.3%	8.7%	2.2%	2.4%	5.6%
EBITDA	5.4%	12.6%	15.0%	17.7%	21.0%



Source : Mediamétrie

Copyright © IDMidCaps

Sum of the parts

	M EUR	/action	Commentaires
Pôle radio	144.0	8.6	DCF (WACC 9% ; g 1.3%) / peer group (NRJ : 5.3x EBE)
Pôle TV	100.0	6.0	DCF (WACC 11% ; g 2%)
Groupe 01	24.5	1.5	0.7x CA 2011e
VE	268.5	16.1	
Dette nette	-21.1	-1.3	
Minoritaires	-5.7	-0.3	
Fair value	241.7	14.5	
Nb actions	16.7		

Nous obtenons une fair value de 14.5€.

Valuation	Dec06h	Dec07h	Dec08h	Dec09h	Dec10h	Dec11e	Dec12e	Dec13e
EV/Sales	4.97	3.95	1.72	2.16	1.86	1.22	1.08	0.91
EV/Sales highest	5.23	4.65	3.29	2.29	2.21	1.86		
EV/Sales lowest	3.92	3.32	1.60	1.41	1.72	1.23		
EV/REBIT	106.5	64.9	26.9	72.6	18.6	10.3	7.2	5.2
EV/REBIT highest	112.1	76.4	51.6	76.9	22.0	15.7		
EV/REBIT lowest	84.1	54.5	25.1	47.4	17.2	10.3		
PER	147.8	ns	321.8	ns	39.2	18.5	11.3	8.6
PER highest	155.7	ns	702.6	ns	47.5	29.4		
PER lowest	116.1	ns	293.8	ns	35.9	18.5		
P/CF	69.8	ns	25.5	ns	25.5	12.2	8.5	6.8
P/CF highest	73.5	ns	55.8	ns	30.9	19.5		
P/CF lowest	54.8	ns	23.3	ns	23.4	12.3		

Market data	Dec06h	Dec07h	Dec08h	Dec09h	Dec10h	Dec11e	Dec12e	Dec13e
# Shares (millions)	12.5	14.1	14.1	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7
# Shares fully diluted (millions)	12.5	14.1	14.3	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8
Share price (end of year/current)	20.9	24.9	11.4	14.0	13.6	10.0	10.0	10.0
EPS (reported)	0.14	-0.85	0.04	-0.38	0.35	0.54	0.88	1.17
EPS (restated & diluted)	0.13	0.16	0.02	-0.02	0.40	0.62	0.88	1.16
Market capitalization	260.8	351.3	160.9	233.5	227.2	166.8	166.8	166.8
Enterprise Value (EV)	265.9	415.1	207.2	264.8	256.0	189.6	179.7	165.0

Economical performance	Dec06h	Dec07h	Dec08h	Dec09h	Dec10h	Dec11e	Dec12e	Dec13e
Sales	53.5	105.1	120.7	122.7	137.6	155.0	166.3	181.0
Sales growth	33.8%	96.4%	14.8%	1.7%	12.1%	12.7%	7.3%	8.8%
Organic growth	33.8%	96.4%	14.8%	1.7%	12.1%	12.7%	7.3%	8.8%
EBITDA	4.2	8.9	10.5	-1.0	15.6	20.4	29.3	36.5
EBITDA margin	7.9%	8.5%	8.7%	-0.8%	11.3%	13.2%	17.6%	20.1%
EBIT	2.5	-13.1	8.1	-4.5	12.3	16.3	25.0	32.0
REBIT	2.5	6.4	7.7	3.7	13.8	18.4	25.0	32.0
REBIT margin	4.7%	6.1%	6.4%	3.0%	10.0%	11.9%	15.0%	17.7%
Net Interest income (expense)	-0.6	-3.8	-6.4	-3.7	-1.9	-1.6	-1.3	-0.8
Other financial income (expense)	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Corporate tax	0.1	5.2	-0.8	2.2	-4.3	-5.1	-8.3	-10.9
Profit (loss) from affiliates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minority interests	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7	0.8
Net income	1.8	-12.1	0.5	-6.4	5.8	9.0	14.8	19.5
Net margin	3.3%	-11.5%	0.4%	-5.2%	4.2%	5.8%	8.9%	10.8%
Shareholder's equity	72.6	94.8	99.3	111.9	113.2	118.9	128.7	142.3
Goodwill	56.7	133.8	121.7	123.6	125.1			
Financial debt	18.8	78.9	55.6	55.3	59.3	54.3	39.3	24.3
Cash and cash equivalent	14.5	15.9	9.9	24.7	31.7	33.2	28.8	29.3
WCR (% sales)	-11.3%	0.9%	-6.0%	-11.1%	-11.8%	-11.3%	-11.0%	-11.0%
Net gearing	5.8%	65.9%	45.8%	27.2%	24.1%	17.5%	8.0%	-3.4%
Net debt / Sales	0.08	0.60	0.38	0.25	0.20	0.14	0.06	ns
Net debt / EBITDA	1.0	7.1	4.4	ns	1.8	1.0	0.4	ns
Net debt / Cash Flow	1.2	ns	7.3	ns	3.1	1.6	0.5	ns
Capital intensity (CE/Sales)	1.42	1.12	1.26	1.18	1.04	0.92	0.85	0.78
ROCE before except. items	2.2%	3.6%	3.3%	1.7%	6.4%	8.6%	11.7%	15.0%
Cash flow	3.7	-0.9	6.3	-2.0	8.9	13.6	19.7	24.7
Change in WCR	-2.6	-9.2	8.2	4.1	5.8	1.2	0.9	1.6
Net capital expenditures	-1.5	-2.8	-4.0	-1.6	-6.4	-5.0	-5.0	-5.0
Free Cash Flow	-0.4	-12.9	10.5	0.5	8.3	9.8	15.6	21.3
FCF yield [Equity]	ns%	ns%	6.5%	0.2%	3.7%	5.9%	9.3%	12.8%
Financial investments	-0.0	-31.9	6.8	-2.1	-1.4	0.0	0.0	0.0
Change in debt	7.0	13.9	-23.3	-1.3	3.4	-5.0	-15.0	-15.0
Change in shareholder's equity	-0.0	33.0	0.0	17.7	-0.1	0.0	0.0	0.0
Dividend paid	-0.3	-0.4	0.0	0.0	-3.3	-3.3	-5.0	-5.8
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	2.0%	3.0%	3.5%

Analysts



Denis Scherrer

(33) 1 48 01 87 33

dscherrer@idmidcaps.com



Jérôme Chosson

(33) 1 48 01 87 31

jchosson@idmidcaps.com

Legal information

IDMIDCAPS POLICY

In an effort to assure the independence of IDMidCaps research neither analysts nor the company itself trade or own securities in subject companies. In addition, Analysts' compensation is not directly linked to specific financial transactions, trading revenue or asset management fees. Analysts are compensated on a broad range of benchmarks. Furthermore, IDMidCaps receives no compensation from subject companies in relation to the costs of producing this report.

INVESTMENT RATING SYSTEM

IDMidCaps' recommendations are as follow:

BUY: We are positive for the next 6 months and the stock price offer a significant potential increase

SPECULATIVE BUY: A potential increase of the stock exists, but it depends on several facts we are not sure they will eventually occur

LONG-TERM BUY: We are positive on the medium-long term (more than 6 months)

NEUTRAL: We have a low level of confidence in the stock price's potential upside/downside

SELL: We think the stock price is overvalued or will suffer from a negative momentum

AVOID: We have serious doubts about fundamentals

UNDER REVIEW: There have been changes in fundamentals and we need further investigations

ADDITIONAL DISCLOSURES

This report is not constructed as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer would be illegal. We are not soliciting any action based upon this material. This material is for the general information of clients of IDMidCaps. It does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients. Before acting on any advice or recommendation in this material, a client should consider whether it is suitable for their particular circumstances and, if necessary, seek professional advice. The material is based upon information that we consider reliable, but we do not represent that it is accurate or complete, and it should be relied upon as such. Opinions expressed are our current opinions as of the date appearing on this material only; such opinions are subject to change without notice.

IDMidCaps

Investment Data on Midcap Companies

CIF ANACOFI E002570

58 rue de Châteaudun - 75009 Paris - France

Tel: (33) 1 48 01 87 27 - Fax: (33) 1 48 01 87 39

contact@idmidcaps.com - www.idmidcaps.com