

Billet de l'investisseur

**Marchés financiers
et recommandations d'achat**

23 août 2010 – No 12



Médias Suisse – première lueur à l'horizon

Après une année 2009 au cours de laquelle le secteur suisse des médias s'est littéralement effondré, 2010 se distingue par un rétablissement, qui est toutefois encore fragile. Ce secteur étant hautement cyclique, les entreprises, dont la structure des coûts repose essentiellement sur des frais, sont forcées de faire preuve d'une grande flexibilité. Les changements structurels au sein du secteur sont significatifs: la publicité dans la presse écrite perd continuellement du terrain, tandis que les médias électroniques – la télévision et surtout Internet en tête – en gagnent. Par ailleurs, le marché de la pub est de plus en plus fragmenté, ce qui rend la tâche des entreprises encore plus complexe. Notre position favorite est Goldbach Media («à surpondérer»). Exclusivement actif dans les médias électroniques et leader sur ce marché (national) en ligne en plein boom, le groupe est idéalement positionné.

Médias Suisse – première lueur à l’horizon

Effondrement publicitaire notable en 2009

Le secteur suisse des médias a perdu des plumes en 2009. Toutes les statistiques ainsi que les résultats des principaux groupes suisses de médias cotés en bourse corroborent ce fait.

Evolution des dépenses publicitaires, chiffres d'affaires entreprises

En %	Chiffre d'affaires 2009	EBIT 2009
Media Fokus	-5,7 %	
Remp	-20,2 %	
Publigrroupe	-24,1 %	Pertes: CHF 4,5 millions
Tamedia	-13,9 %	-61,4 %
Affichage	-20,7 %	Pertes: CHF 65 millions
Goldbach Media	+15,7 %	-8,2 %

Source: Remp, Media Fokus, données fournies par les entreprises

Remp (Recherches et études des médias publicitaires) ne prend en considération que la publicité dans la presse écrite et détermine les chiffres d'affaires effectifs, tandis que Media Fokus tient compte des chiffres d'affaires bruts de tous les médias (presse écrite, télévision, radio, etc.). L'image révélée par les chiffres d'affaires bruts est faussée, car ils ne reflètent que les prix de catalogue, alors que, lorsque les temps sont difficiles, des rabais considérables sont souvent octroyés. Les chiffres d'affaires des sociétés de médias cotés en bourse affichent une évolution fortement similaire aux statistiques, à l'exception de Goldbach Media, qui a enregistré en 2009 également une hausse de son chiffre d'affaires,

bien que cette progression soit principalement due à des acquisitions d'envergure en Europe de l'Est. Il faut cependant reconnaître que, en 2009, seule la publicité en ligne (avant tout sur Internet) a crû.

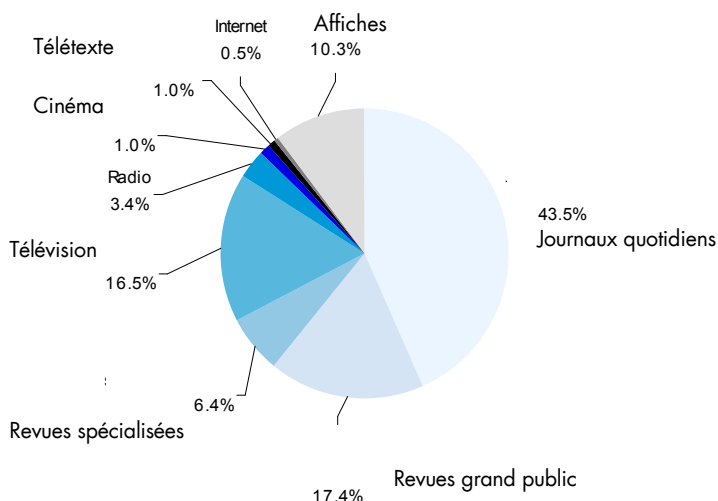
Une énorme cyclicité requiert une grande flexibilité

Le secteur des médias est très cyclique. Un ralentissement conjoncturel se répercute presque aussitôt sur les dépenses de publicité, un domaine dans lequel les sociétés peuvent économiser des montants substantiels de manière rapide et indolente. En outre, il s'agit d'une mesure moins dure que, p. ex., une réduction d'effectifs. La majorité des groupes de médias cotés sont fortement dépendants des dépenses de publicité. Seul Tamedia, avec la vente de journaux, a une autre corde à son arc. Soulignons également que le recul des chiffres d'affaires dans le secteur s'accompagne normalement d'un effondrement disproportionné des bénéfices, car une part conséquente des coûts est fixe. A l'exception de Goldbach Media, les acteurs suisses du marché des médias ont réagi au plongeon des dépenses de pub en mettant en place des plans de réduction des coûts. Ainsi, Tamedia a économisé CHF 80 millions, soit 16 % des charges d'exploitation de 2009, et Publigrroupe même 115 millions.

Le recul dans la presse écrite se poursuit

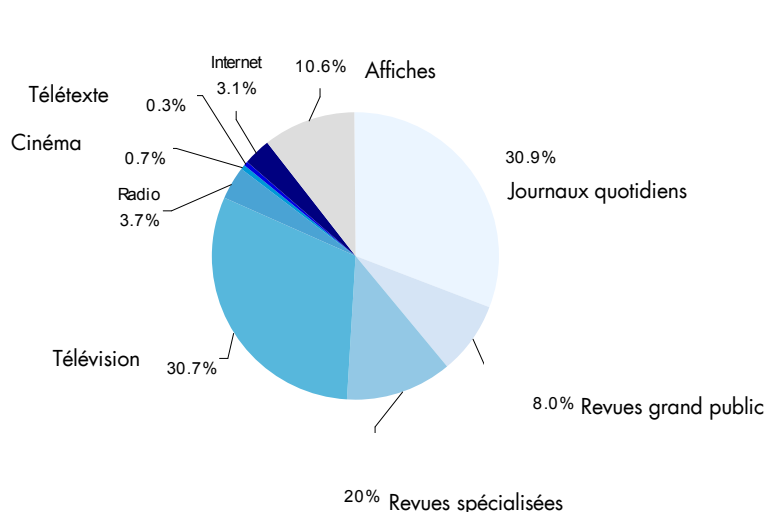
En général, le segment de la presse écrite est bien positionné, les Suisses étant de grands lecteurs de journaux. Néanmoins, l'on assiste ces dernières années à un repli dans ce segment conjugué à un gain de parts pour les médias électroniques (notamment télévision et Internet). Si, en 2000, les parts des dépenses publicitaires de la

Détail des dépenses publicitaires en 2000



Source: Media Fokus, BCZ

Détail des dépenses publicitaires en 2009



Source: Media Fokus, BCZ

presse écrite, des campagnes d'affichage et de la télévision de 67,5 %, 10,3 % et 16,5 % respectivement, ces valeurs sont passées à 50,8 %, 10,6 % et 30,7 % respectivement. S'agissant de la pub télé, cette évolution est en grande partie due au succès de la fenêtre publicitaire suisse des chaînes privées étrangères. En réaction à cette tendance, les groupes suisses de médias ont considérablement investi dans les médias électroniques (notamment Tamedia et Publigroupe), sans grand succès cependant. Chez Publigroupe, tout particulièrement, ces pertes sont douloureuses, tandis que chez Tamedia, c'est surtout le tassement des annonces qui n'est pas passé inaperçu. Parallèlement à ses efforts dans le domaine électronique, Tamedia a renforcé son secteur presse écrite en avalant Espace Media et les affaires suisses d'Edipresse.

Première lueur à l'horizon

Le rétablissement de la conjoncture suisse commence aussi à profiter au marché publicitaire domestique. Les chiffres Media Fokus rendent ainsi compte d'une reprise des dépenses de 7,4 % au cours du premier semestre 2010. Il s'agit là encore de chiffres bruts; la hausse effective devrait être de moitié moins élevée. Affichage, p. ex., a annoncé une croissance de seulement 0,2 % durant cette période, une valeur très modeste. Les chiffres Remp de la presse écrite font eux aussi apparaître un léger mieux: après un début d'année au ralenti, les mois de mars, de mai et de juin affichent des valeurs positives. Le ciel se dégage même les offres d'emploi, qui sont particulièrement rentables et d'une grande importance pour les entreprises. Il serait néanmoins prématuré d'évoquer un recouvrement durable et substantiel. Les prochains mois permettront d'en savoir d'avantage quant à la solidité de cette reprise.

Emiettement du gâteau publicitaire

Si le transfert du volume publicitaire vers les médias électroniques est un problème, le dispersement des ressources publicitaires en est un autre. Le nombre de médias a littéralement explosé ces dernières années: la publicité figure sur nombre de pages Internet, même dans les jeux vidéo ou sur les téléphones mobiles. Pour des distributeurs publicitaires tels que Publigroupe ou Goldbach, le contexte est donc devenu bien plus complexe, mais aussi pour des sociétés telles que Tamedia, qui proposent elles-mêmes des plateformes de publicité. Aujourd'hui, la clientèle se demande elle aussi sur quel média miser pour sa campagne.

Un secteur exigeant d'un point de vue historique

En raison de sa forte cyclicité ainsi que de sérieux défis structurels, un vent de face a soufflé en bourse sur le secteur suisse des médias ces dernières années. Tant sur ces trois que sur ces cinq dernières années, il a sous-performé. Avec le regain de santé de la bourse, le secteur a connu une amélioration ces douze derniers mois.

Rendement boursier absolu des actions suisses du secteur des médias

En %	1 an	3 ans	5 ans
Goldbach Media	+3,5 %	-20,6 %	Non coté
Affichage	+12,1 %	-46,0 %	-35,0 %
Publigroupe	+4,1 %	-74,1 %	-72,1 %
Tamedia	+28,9 %	-51,1 %	-28,6 %
SPI	+7,6 %	-20,5 %	+9,7 %

Source: BCZ

Goldbach idéalement positionné

Actuellement, seule Goldbach Média a été catégorisée comme «à surpondérer». La société s'investit à 100 % dans les médias électroniques qui, à long terme, promettent la plus forte dynamique de croissance. Le domaine en ligne, notamment (avant tout Internet), devrait avoir le vent en poupe: la Suisse tout comme les pays d'Europe de l'Est accusent encore un retard conséquent en la matière. Le segment hors ligne (télévision, radio, AdScreen) est actuellement encore la branche la plus solide et la plus rentable; un complément idéal, donc, à la pub sur la toile. Dans le secteur de la télévision, les contrats d'exclusivité sont généralement conclus pour de longues périodes. Dans ce domaine, Goldbach Media a récemment décroché les mandats de distribution des fenêtres publicitaires étrangers de Sat 1 et Kabel 1.

Conclusion

Le secteur suisse des médias a été confronté en 2009 à un effondrement massif des dépenses publicitaires, ce qui a poussé nombre de sociétés à réagir en proposant de sévères plans de réduction des coûts. Cette année fut marquée par une tendance à la reprise, mais qui demande à être confirmée ces prochains mois. De plus, le secteur se caractérise par une forte cyclicité et de forts changements structurels, notamment le transfert des dépenses publicitaires de la presse écrite vers les médias électroniques et une fragmentation grandissante du marché.

Daniel Bürki

Recommandations de placement

Goldbach Media



Source: Datastream

Ratio

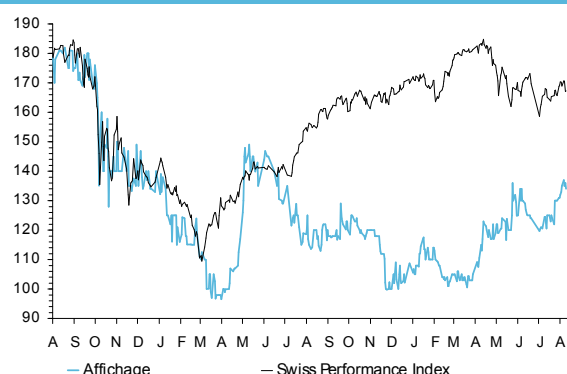
Valeur	487094		
Sigle	GBMN		
Cours du 17.08.2010	CHF 37.25		
Extrêmes à 12 mois	CHF 26.0–40.7		
	2009	2010(e)	2011(e)
Bénéfice par action	0.81	1.81	2.55
– Croissance	-54,6 %	+126,4 %	39,8 %
PER	46,2x	20,5x	14,6x
Rendement boursier	1,7 %	2,0 %	2,4 %
Univers de placement durable	Non		

Source: BCZ

Goldbach Media s'investit entièrement dans la distribution de médias électroniques. La société dispose à la fois d'une branche «hors ligne» (distribution télévision et radio principalement) et d'une branche «en ligne», axée sur la publicité Internet. Fortement ancré sur le marché suisse, Goldbach a consolidé, au moyen de diverses acquisitions, sa position dans l'espace économique d'Europe de l'Est (Pologne, République Tchèque, Roumanie), dans l'espace adriatique (Serbie, Croatie) ainsi qu'en Autriche et en Allemagne. Le 13 août dernier, Goldbach a présenté les chiffres du premier semestre 2010. Ces derniers furent conformes à nos attentes: le groupe a réalisé une croissance organique de son chiffre d'affaires de 8,5 %, une progression EBIT de 17 % ainsi qu'une hausse de près de 100 % de son bénéfice net. Cette fois-ci – et c'est une surprise – les affaires hors ligne ont crû au même rythme que les affaires en ligne, ce qui est notamment dû à la solide évolution du segment télé. En outre, Goldbach a récemment annoncé qu'elle distribuerait également, dès 2011, la fenêtre publicitaire suisse de Sat 1 et Kabel 1, ce qui constitue une grande réussite. En raison de son positionnement optimal sur la marché, la société est notre recommandation favorite: à surpondérer.

Daniel Bürki

Affichage



Source: Datastream

Ratios

Valeur	1910702		
Sigle	AFFN		
Cours du 17.08.2010	CHF 134.00		
Extrêmes à 12 mois	CHF 99.8–137		
	2009	2010(e)	2011(e)
Bénéfice par action	-19.84	2.23	4.54
– Croissance	nc	nc	+103,6 %
PER	nc	60,1x	29,5x
Rendement boursier	0 %	0,6 %	1,3 %
Univers de placement durable	Non		

Source: BCZ

Avec une part de marché estimée à 75 %, Affichage est clairement leader dans la publicité extérieure (affichage) en Suisse. La part des affiches dans la publicité reste solidement ancrée autour de 10 % depuis de nombreuses années. Elle n'est donc pas constamment sous pression, comme p. ex. la publicité dans la presse écrite. Affichage est également active sur des marchés étrangers tels que la Serbie, la Roumanie ou la Grèce, qui sont souvent plus volatiles que le marché suisse et qui, pour la plupart, n'ont pas été très prospères récemment. Ainsi, en 2009, le marché grec s'est effondré. Les fortes corrections de valeurs ont entraîné Affichage vers des pertes annuelles. Une reprise notable dans les affaires étrangères se fait toujours attendre. Les résultats semestriels d'Affichage font état d'une diminution de 50 % de son chiffre d'affaires pour ses opérations étrangères; l'ensemble de la stratégie étrangère doit donc refaire ses preuves. En Suisse, les affaires se sont stabilisées, ce qui s'est traduit par une légère progression du chiffre d'affaires dans un contexte de rendement fortement accru. S'agissant du marché suisse, nous escomptons une poursuite du redressement pour le 2^e semestre, tandis que pour les marchés étrangers, un point d'interrogation demeure. C'est pourquoi nous recommandons pour Affichage la pondération au marché.

Daniel Bürki