

Achat	Potentiel	34%
Objectif de cours		4,30 €
Cours au 11/03/2020 (c)		3,20 €
Euronext Comp C		
Reuters / Bloomberg	BSD-FR/BS:EN	

Bourse Direct

Services financiers

Un fort levier sur les marges

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	16,8%	20,3%	25,0%	220,0%
Perf CAC small	8,0%	-2,3%	13,3%	34,2%

Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)	180,0
Nb de titres (en millions)	56,3
Volume 12 mois (titres)	21215
Extrêmes 12 mois	0,85 € / 3,20 €

Actionnariat

E-Viel	76,2%
Flottant	20,0%
Auto-contrôle	3,9%

Données financières (en M €)

au 31/12	2019	2020	2021e	2022e
PNB	27,8	38,7	45,8	49,3
var %	-3,6%	39,1%	18,2%	7,7%
EBE	3,5	11,4	15,0	17,2
%CA	12,5%	29,4%	32,8%	34,9%
ROC	2,0	9,7	13,0	15,1
%CA	7,3%	25,1%	28,5%	30,6%
RN pdg	1,4	6,1	8,7	10,1
%CA	4,9%	15,9%	19,1%	20,5%
Bnpa (€)	0,02	0,11	0,15	0,18
ROE (%)	2,2%	9,1%	11,8%	12,7%
Dettes nette	-41,5	-51,3	-54,9	-60,3
Gearing (%)	-66%	-76%	-75%	-76%
Dividende n	0,02	0,05	0,08	0,09
Yield (%)	0,6%	1,6%	2,4%	2,8%

Ratios

	2019	2020	2021e	2022e
VE/CA (x)	0,7	1,0	2,7	2,4
VE/EBE (x)	5,3	3,3	8,3	6,9
VE/ROC (x)	9,1	3,9	9,5	7,9
PE (x)	44,5	14,6	20,6	17,8

Analyste :

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

- Après une année 2020 record, Bourse Direct, acteur majeur du courtage en ligne pour les particuliers, se lance dans une phase de développement qui lui permet d'être confiant sur la poursuite de sa dynamique de croissance à court terme.
- L'année 2020 a été exceptionnelle en terme de recrutement de nouveaux comptes clients (+45 000 en net), de volume d'ordres (7,4 millions vs 3,5 millions en 2019), de chiffre d'affaires (+41,8% à 44,5 M€) et de résultat (RN de 6,1 M€ vs 1,4 M€ en 2019).
- Positionnée sur un marché fortement concurrentiel, Bourse Direct se distingue par son excellente qualité d'exécution et son offre tarifaire la plus basse du marché (hors zéro commission/free trade).
- Dans un contexte particulièrement porteur pour le trading en 2020 (volume traité sur Euronext en hausse de 115% en 2020), Bourse Direct a ainsi pu surperformer le marché (+121%).
- Avec une base de 207 000 comptes, Bourse Direct entend poursuivre le développement du « Pôle Bourse » auprès des particuliers et des institutionnels tout en capitalisant sur sa base clients et sur un marché de l'épargne porteur pour développer son « Pôle Placement ». Le site media boursedirect.fr est également un levier de croissance fort avec une audience très qualifiée en hausse de 87% lors de l'année 2020 (visites mensuelles).
- La diversification et l'accroissement des revenus vont permettre, avec la poursuite d'un contrôle strict des coûts de structure, de bénéficier de l'effet de levier opérationnel sur les marges. Dans le même temps, la solidité du bilan (trésorerie nette de 51,3 M€, sans dette financière, fin 2020) et la génération de free cash-flow vont soutenir sa politique de distribution de dividende et de croissance externe.

Nous initions la couverture de Bourse Direct avec une opinion Achat et un objectif de cours à 4,30 € issu de la moyenne des valorisations par DCF (4,30 €) et par comparables (4,30 €).

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	5
MATRICE SWOT	7
FICHE FLASH	8
HISTORIQUE	9
STRUCTURE ACTIONNAIRE	11
ACTIVITES & MARCHES	12
Le « Pôle Bourse » : une offre de courtage à forte valeur ajoutée	13
Un marché du courtage redécouvert par les particuliers	18
Panorama des forces concurrentielles sur le Pôle Bourse	20
Le « Pôle Placement », un enrichissement naturel de l'offre de courtage	21
Le « Pôle Portail » : une proximité sur laquelle capitaliser	22
Business model et profil financier de Bourse Direct	24
PERSPECTIVES STRATEGIQUES ET FINANCIERES	27
VALORISATION	30
Valorisation par les DCF	30
Valorisation par les comparables	32
CONCLUSION	33
ELEMENTS FINANCIERS	34

Argumentaire d'investissement

- **Le meilleur courtier français en ligne en termes de qualité/prix**

Sur son « Pôle Bourse », Bourse Direct a développé une offre de courtage particulièrement attractive dans un environnement de marché concurrentiel. Il propose ainsi des commissions de courtage à partir de 0,99 € et une offre à zéro commission (free trade) sur 60 000 produits à effet de levier (en partenariat avec Morgan Stanley). Dans le même temps, Bourse Direct a développé une offre de services d'excellence et obtient depuis 15 ans le Label d'Excellence des Dossiers de l'Épargne. C'est à ce titre qu'en 2020, Bourse Direct a réussi à capitaliser sur la croissance du marché en recrutant 49 154 nouveaux comptes (vs 15 000 en moyenne en net sur les trois années précédentes) et à plus que doubler le nombre d'ordres passés auprès des particuliers (6,6 millions vs 3,0 millions en 2019) pour porter le nombre total d'ordres à 7,4 millions (avec institutionnels).

- **Un enrichissement naturel de l'offre vers le placement**

Capitalisant sur sa marque et sur son portefeuille clients, Bourse Direct entend accélérer le développement de son « Pôle Placement » à travers l'élargissement de sa gamme de produits. Distribuant un nouveau contrat d'assurance-vie Generali depuis janvier 2019 (qui a reçu l'Oscar du meilleur contrat dans la catégorie « Meilleur nouveau contrat d'assurance vie »), la société entend accélérer sa commercialisation via des recrutements en interne et l'enrichissement de sa gamme avec de nouveaux produits d'épargne tels que le PER, les SCPI et les FCPI. Cette accélération du développement du « Pôle Placement » va également permettre à Bourse Direct de réduire sa dépendance aux volumes d'ordres passés sur les marchés.

- **Une communauté digitale qualifiée**

Avec un million de visiteurs uniques par an et une explosion de 87% des audiences en 2020 (visites mensuelles janvier 21 vs janvier 20, source: *ACPM*), Bourse Direct a consolidé le berceau d'audience de son portail boursedirect.fr. La monétisation de son « Pôle Portail » est basée historiquement sur la vente de produits de bourse et d'espaces publicitaires pour les émetteurs (pas de commercialisation de base de données). Il s'agit aujourd'hui de capitaliser sur l'audience qualifiée de la société pour proposer de la publicité commerciale ciblée.

- **Un levier opérationnel fort et un bilan solide**

Avec 80% des coûts opérationnels que nous estimons fixes, Bourse Direct a affiché une hausse de sa marge d'exploitation de 17,7 pts en 2020 à 25,1%. Compte tenu des leviers de croissance identifiés sur les pôles Courtage, Placement et Portail, la croissance du chiffre d'affaires devrait se répercuter dans les marges de la société. A ce titre nous attendons une hausse de la marge d'exploitation de 7,0 pts à horizon 2023 à 32,0%.

Cela permettra à Bourse Direct, compte tenu de son profil digital, peu capitalistique, de renforcer encore sa trésorerie nette (la société n'a pas de dette financière) qui est ressortie à 51,3 M€ en 2020, de poursuivre sa politique de distribution de dividendes et de procéder à des acquisitions stratégiques.

- **Une décote injustifiée par rapport à son historique et ses pairs**

La société se paie aujourd'hui sur des niveaux de PER 2021 de 16,5x, soit une décote de 50% par rapport à ses pairs cotés. Malgré une taille et un niveau de marge moins élevé, cette décote nous paraît injustifiée au regard de la transformation en cours. Par ailleurs, affichant un PE-LTM (last twelve months) de 31,5x sur 15 ans, le cours actuel traduit un PE-LTM de 30,5x, une décote qui nous paraît également injustifiée à la vue des perspectives.

Matrice SWOT

Forces

- Acteur majeur du courtage en ligne en France
- Actif de 207 000 comptes sur lequel capitaliser en diversifiant ses activités
- Historique de gestion rigoureuse des coûts
- Actionnariat fidèle et solide
- Bilan solide et capacités financière à procéder à des acquisitions
- Levier opérationnel fort

Faiblesses

- Faible liquidité du titre
- Dépendance aux volumes de courtage
- Structure de coûts fixes importante
- Politique de primes venant grever les marges du Pôle Placement

Opportunités

- Ventes de produits complexes à 0 commission par Morgan Stanley
- Dynamisme du marché de l'épargne et abondance de liquidités
- Développement de la publicité en ligne avec de nouveaux annonceurs
- Profil spéculatif
- Consolidation du marché du courtage en ligne
- Croissance externe

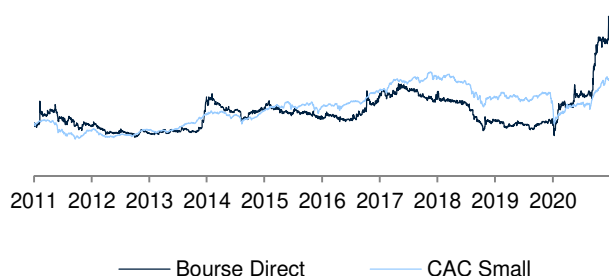
Menaces

- Concurrence sur le « Pôle Bourse » avec les offres « free trade » en France



Une activité soutenue par la hausse du nombre d'ordres passés, le maintien d'une excellente exécution et un service clients de qualité. Le développement de l'ouverture de nouveaux comptes accompagné de l'élargissement de l'offre Epargne et Portail devrait renforcer la récurrence du chiffre d'affaires et porter la rentabilité de la société.

Cours de bourse vs CAC small



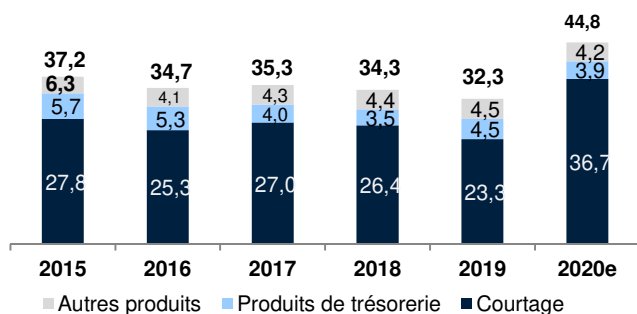
source: Factset / Euroland Corporate

Evolution PER-LTM de BD et ses comparables



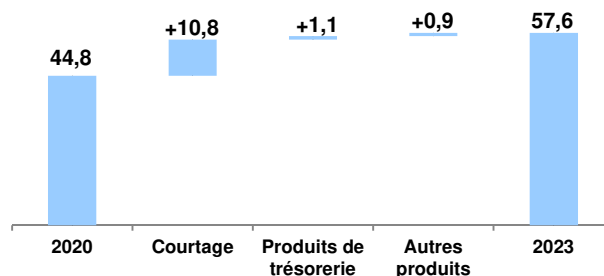
source: Factset / Euroland Corporate

Evolution du chiffre d'affaires 2015-2020 (en M€)



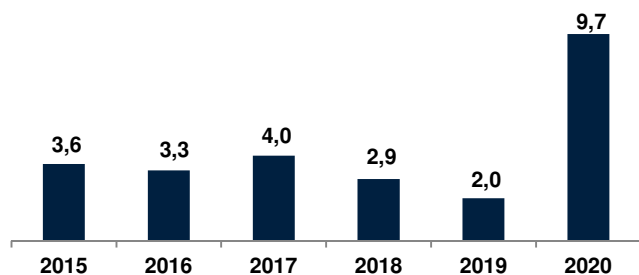
source: Bourse Direct/ Euroland Corporate

Bridge chiffre d'affaires 2020-2023e (en M€)



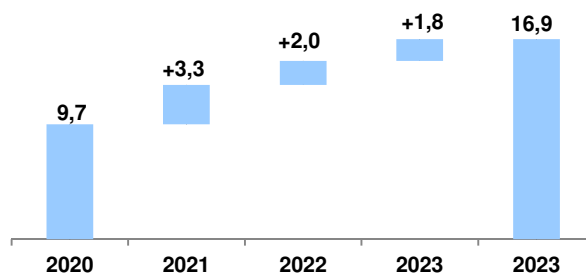
source: Euroland Corporate

Evolution REX société 2015-2020 (en M€)



source: Bourse Direct/ Euroland Corporate

Bridge REX 2020-2023e (en M€)



source: Euroland Corporate

Historique

1996 – 1999 : La société Bourse Direct voit le jour en 1996 en se positionnant comme négociateur / transmetteur d'ordres pour une clientèle d'investisseurs particuliers sous le statut d'entreprise d'investissement. Bourse Direct connaît jusqu'en 1999 une forte phase de croissance, année de son introduction sur le Nouveau Marché.

2000-2003 : Cette période marque une parenthèse dans le secteur de la bourse en ligne, touchée de plein fouet par le krach boursier de mars 2000. Bourse Direct s'adapte à cette situation en consolidant sa position avec l'acquisition en 2001 de Delta Asset Management, société de gestion. La société étend son implantation avec l'inauguration des « Investment Center » à Nîmes, Marseille et Strasbourg.

2004-2007 : L'année 2004 est marquée par le rapprochement de Bourse Direct avec Capitol, courtier en ligne de la société Viel & Compagnie. Cela marque le début d'une période soutenue en croissances externes avec le rachat de 85% de SCS Compagnie Financière (40 M€ d'actifs) en 2004 puis de BCV Finance France (CA de 3,8 M€). Bourse Direct absorbe la société Compagnie Financière Européenne ABS en 2005 et acquiert la marque Wargny.com, fonds de commerce de la Banque Privée Fideuram Wargny, permettant à sa clientèle de traiter des opérations sur les marchés actions, changes et futures.

2008-2014 : Malgré la crise qui a secoué les marchés financiers en 2008, le secteur de la bourse en ligne affiche à nouveau de la vigueur avec un nombre de comptes en ligne en hausse de 24,1% en 2008, après une progression de 14,8% en 2007. Cette tendance a été exploitée par Bourse Direct, qui détient environ 14% des parts de marchés du secteur de la bourse en ligne en 2009. Une politique de croissance organique est mise en place durant cette période se traduisant par l'augmentation des comptes (93 000 fin 2014 vs 40 000 en 2008).

2015-2019 : Dans un contexte de marché peu dynamique, avec de faibles incitations à l'investissement boursier, l'activité de Bourse Direct se stabilise, avec un résultat net entre 2,5 M€ et 3 M€. Le nombre de comptes ressort néanmoins en forte hausse (de 106 000 à 162 000) et installe Bourse Direct comme leader de son secteur en nombre d'ordres exécutés.

2020 : L'année 2020 marque le retour de la croissance, avec une explosion du nombre d'ordres exécutés (6,6 millions, soit +121,2% vs 2019) et un CA de 44,5 M€, en hausse de 42%. Plusieurs leviers à cela: le retour de la volatilité sur les marchés qui soutient le nombre d'ordres chez les plus actifs en bourse et des particuliers qui montrent un intérêt accru pour la bourse en ligne compte tenu de l'épargne disponible et du rendement affiché.

Evolution du cours de bourse depuis l'IPO



source: Factset / Euroland Corporate

Introduite sur le Nouveau Marché le 10 novembre 1999 à 13,5 €, le parcours boursier a débuté de façon très positive (58 € en mars 2000) mais a rapidement été impacté par le krach de mars 2000 et la défiance envers les valeurs internet. En mai 2000, l'Assemblée Générale a décidé de diviser par deux la valeur nominale des actions de la société de 0,5 € à 0,25 €.

En 2006, on observe un regain d'intérêt pour le titre, porté par l'acquisition de ABS puis Wargny. Le parcours du cours est ensuite à nouveau entamé par la crise des « subprimes » et oscille entre 1 € et 2 €. La construction de l'actif de comptes clients va néanmoins permettre à Bourse Direct de profiter pleinement de l'année 2020.

A partir de mars 2020, l'évolution du titre s'inscrit en forte hausse, porté par une attention consolidée des investisseurs particuliers pour la bourse. Ainsi, le cours enregistre une augmentation d'environ +152% pour s'échanger autour de 2,9 €.

2021: Bourse Direct poursuit sur une trajectoire de forte croissance avec un cours qui touche les 3,38 €, un plus haut depuis début 2006.

Structure actionnariale

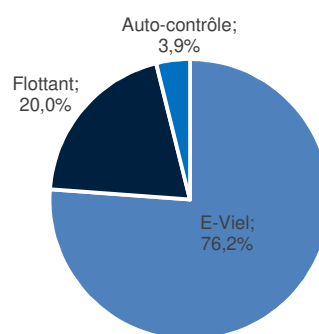
Lors de son introduction en bourse en 1999, Bourse Direct disposait de 25% de flottant, 46,8% était détenus par les dirigeants et le reste était détenu par diverses personnes physiques.

Aujourd'hui 76,16% de la société appartient à E-Viel (entré en 2004 dans Bourse Direct à hauteur de 25%), participation à 100% de Viel & Cie. Les fonds institutionnels représentent 13,60% du capital, le flottant particuliers, 6,37% et l'auto-contrôle, 3,87%.

Nous pensons que Viel & Cie n'a pas de velléité à vendre ses parts à court terme. Effectivement, la consolidation de la base investisseurs 2020 sur les « Pôle Bourse » et les ambitions de développement sur les « Pôle Placement » et « Pôle Portail » sont autant de drivers de croissance et de valeur à court terme que le principal actionnaire aimerait voir se traduire dans le cours de bourse.

Concernant l'auto-contrôle, les actionnaires ont voté pour le programme de rachat d'actions permettant à Bourse Direct de racheter 10% de son capital dans les 18 prochains mois suivants l'accord. Il devrait être annulé selon les intentions communiquées par la société.

Répartition du capital



source: Euronext / Euroland Corporate

Activités & Marchés

Créé en 1996, Bourse Direct est le leader français du courtage en ligne pour les particuliers en nombre d'ordres exécutés.

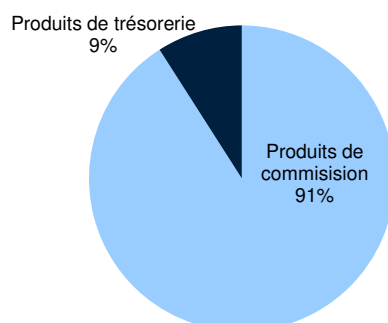
La société donne accès aux actions française, étrangères, à plus de 6 000 OPCVM, à des trackers, warrants, ETF... C'est un acteur très compétitif en termes de prix avec des ordres à partir de 0,99 €. 2020 a inscrit la société dans une dynamique très soutenue de recrutement avec 45 000 nouveaux comptes ouverts en net dans un contexte de regain d'intérêt des particuliers pour les marchés actions. Selon l'AMF, le taux de détention d'actions en direct (hors actionnariat salarié) est ressorti à 6,9% en mars 2020 (vs 6,2% un an auparavant). Bourse Direct permet ainsi à ses 207 000 clients de gérer leur compte-titres de façon autonome. La société entend également accélérer la diversification de son offre vers des produits d'épargne tels que l'assurance-vie, représentant aujourd'hui moins de 5% de son chiffre d'affaires.

Sur l'ensemble de son activité, Bourse Direct génère 90% de son chiffre d'affaires 2020 via les commissions de marché touchées dans le cadre de l'exécution des ordres de bourse pour particuliers et professionnels (via ses services Direct Securities). Après 5 années de décroissance continue, le CA Commissions a bondi de 50% à 40 M€ en lien avec le nombre de nouveaux comptes ouverts (+116% en 2020) et le nombre d'ordres par compte (2,9 par mois en 2020 vs 1,6 en 2019). 83% du chiffre d'affaires courtage BtoC est généré par le site boursedirect.fr et 7% par le site absysteme.fr (orienté trading de dérivés et d'options).

Dans le même temps, Bourse Direct génère une partie de ses revenus via les placements de la trésorerie clients. Sur l'exercice 2020, ils se sont élevés à 4,0 M€ (vs 4,1 M€ en moyenne sur les trois derniers exercices). Ces revenus de placement évoluent au gré de la trésorerie disponible et des taux d'intérêt. A ce titre, ils sont limités par le faible niveau des taux depuis plusieurs années.

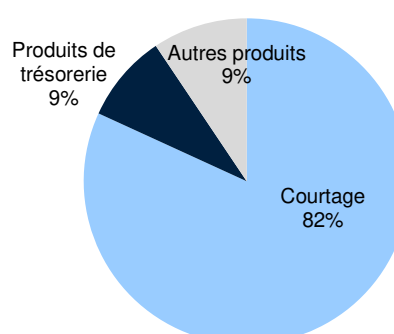
A fin 2020, Bourse Direct proposait ses services de courtage à 207 000 comptes ouverts en France. Une partie de ces comptes ont également fait appel aux produits de placement proposés par Bourse Direct sur son « Pôle Placement ». La forte complémentarité des offres permet à Bourse Direct de disposer d'une base large d'épargnants sur laquelle capitaliser.

Répartition du chiffre d'affaires 2020 par segment



source: Bourse Direct / Euroland Corporate

Répartition du chiffre d'affaires 2020 par activité



source: Bourse Direct/ Euroland Corporate

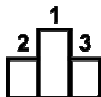
Sur son « Pôle Bourse », la société entend développer deux axes complémentaires : 1/ la clientèle institutionnelle avec la tenue et la conservation de comptes, actuellement peu significative dans l'activité, 2/ l'international à travers, soit des agréments qui pourront, d'ici fin 2021, être exportés d'un pays à l'autre, soit des opérations de croissance externe.

En complément de son activité de courtage, Bourse Direct génère une partie de ses revenus via deux autres pôles: le « Pôle Placement », à travers la vente de produits d'assurance-vie et le « Pôle Portail », à travers la mise en avant de publicité sur son site internet *boursedirect.fr*. Ces deux pôles étant logés dans le segment « Autres produits » dans le graphique précédent.

A date, ces deux derniers pôles sont encore peu significatifs mais l'ambition est d'accélérer la diversification et de diminuer sa dépendance aux passages d'ordres en bourse.

A ce titre, sur le « Pôle Placement », la société a lancé un nouveau contrat d'assurance-vie en 2019 avec Generali, étoffé son équipe en assurance-vie début 2020 et entend développer significativement ses encours à travers de nouveaux produits et services. Une ouverture vers les PER, SCPI et FCPI constitue ainsi un levier important de diversification de Bourse Direct.

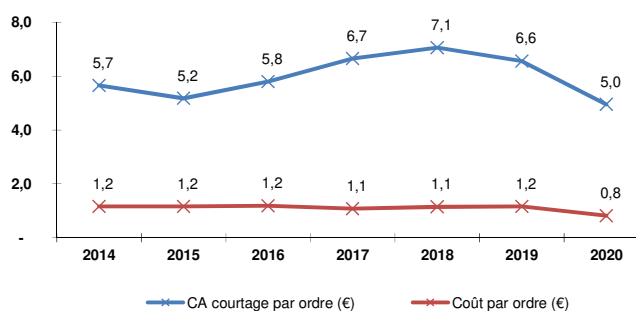
Le « Pôle Bourse » : une offre de courtage à forte valeur ajoutée



Bourse Direct est une plateforme de trading majeure en France qui donne aux investisseurs particuliers la capacité de passer des ordres sur une très large variété de produits: actions françaises, internationales, OPCVM, ETF, Warrants, Forex, SCPI...

Son agilité technologique lui permet de maîtriser son « coût par ordre » à 1,10€ en moyenne ces trois dernières années. Compte tenu des volumes traités et du changement de la politique tarifaire de la plateforme de trading Equiduct, le coût par ordre a drastiquement baissé de 40% en 2020 à 0,80 €. Traditionnellement plus faible que celui de ses concurrents, Bourse Direct peut ainsi proposer des tarifs compétitifs.

Evolution du chiffre d'affaires courtage et du coût par ordre* depuis 2014



source: Bourse Direct / Euroland Corporate


* Nombre d'ordres BtoC et Direct Securities estimé en dehors de 2020 / coût par ordre estimé à partir du compte de résultat

Un positionnement prix parmi les plus attractifs

La baisse du chiffre d'affaires courtage par ordre constatée en 2020 est à mettre en relation avec le changement de profil des investisseurs venus massivement sur les marchés et chez Bourse Direct. Ces investisseurs, plus jeunes (36,8% ont entre 26 et 35 ans vs 32,0% environ en 2019), plus inactifs (étudiants ou retraités), passent des ordres moins élevés (même si plus fréquents) et sont attirés par le positionnement qualité/prix de Bourse Direct.

Comparaison des prix entre courtiers en ligne (20 ordres de 200 €)



 DEGIRO	1,6 €	 fortuneo	39,0 €
 BOURSE DIRECT	19,8 €	 Boursorama	39,8 €
 ING	20,0 €	 8: BANK	50,0 €
 Hello bank!	35,0 €	 SAXO BANK	50,0 €

source : Euroland Corporate / sociétés

Offre 0€ de frais de courtage avec le partenariat Morgan Stanley

Le partenariat passé avec Morgan Stanley en 2020 permet à Bourse Direct de proposer, depuis décembre 2020, 60 000 produits à effets de levier (warrants, certificats, turbos call, turbos put...) à 0 € de frais de courtage pour les ordres de moins de 500 €. Ce partenariat s'inscrit dans deux tendances fortes: la hausse de la demande pour les produits à effet de levier et la prise de parts de marché pour les ordres à 0 frais de courtage.

En dehors d'être un courtier en ligne avec les tarifs parmi les plus attractifs du marché, Bourse Direct se distingue par sa qualité de services (Label d'Excellence pour la 14^{ème} année d'affiliée). Sa plateforme est effectivement complète et intuitive et Bourse Direct met tout en œuvre pour proposer à sa clientèle « le meilleur service au meilleur prix » en améliorant constamment sa politique de « Best Execution ».

Relation clients optimisée

La relation client étant un enjeu majeur, Bourse Direct a mis en place un certain nombre de services complémentaires pour alimenter la proximité avec sa clientèle.

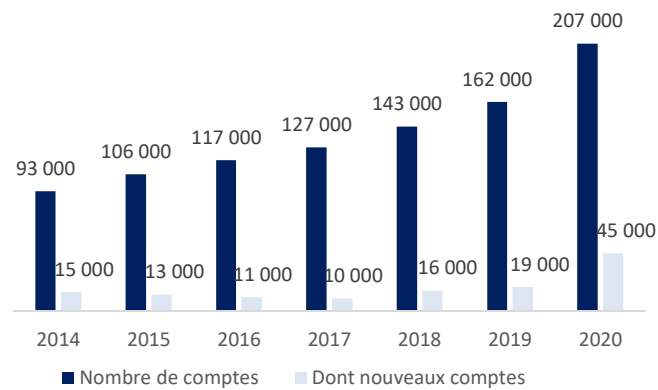
Les clients de Bourse Direct peuvent avoir accès à des informations à forte valeur ajoutée via les « Alertes Experts » (mail gratuit envoyé chaque semaine avec des recommandations), à des formations gratuites pour approfondir leurs connaissances des marchés/des instruments, accéder à un service Premium « Infos d'experts » leur permettant d'être accompagnés dans leur stratégie, ou des séances de coaching thématiques payantes.

Elle a également mis en place une politique de proximité avec 3 agences à Lille, Lyon et Toulouse.

Une politique d'acquisition régulière

Avec un portefeuille de 207 000 comptes à fin 2020 (dont 62,5% actifs en 2020), Bourse Direct a réussi à acquérir de nouveaux clients chaque année de façon régulière grâce à son offre mais aussi sa politique commerciale et marketing.

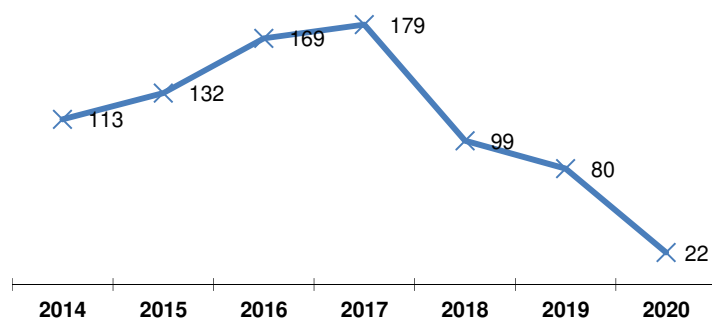
Nombre de clients et de nouveaux clients BtoC depuis 2014 (var nette)



source: Bourse Direct/ Euroland Corporate

Bourse Direct a bénéficié de la mise en place de la signature électronique en 2018 qui a permis de faciliter les ouvertures de comptes, de réduire leur délais d'ouverture et donc d'améliorer le taux de transformation immédiat de ses campagnes. Bourse Direct s'attache à optimiser ses campagnes marketing en ciblant davantage les supports offrant de meilleurs taux de transformation. L'amélioration des process et des campagnes est ainsi venue limiter le prix d'acquisition client.

Coût d'acquisition par nouveau compte estimé

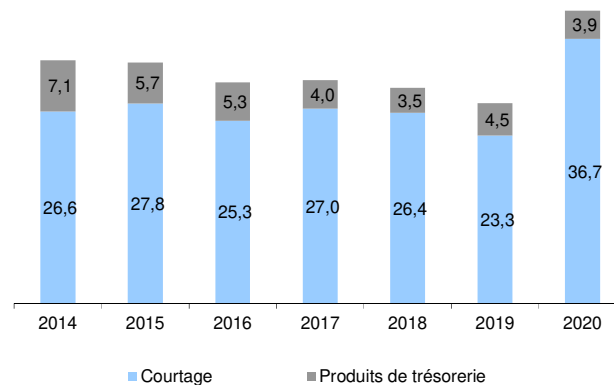


source: Bourse Direct/ Euroland Corporate

Le levier du volume sur le « Pôle Bourse »

Bourse Direct génère ses revenus via des commissions prélevées sur le courtage, des commissions sur les encours acquis au SRD (split non disclosed) et via des produits de trésorerie.

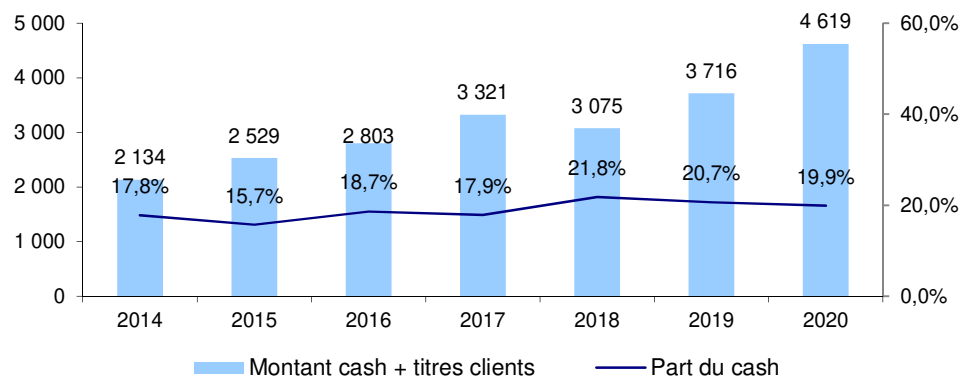
Répartition des courtages et produits de trésorerie depuis 2014 (M€)



source : Euroland Corporate / Bourse Direct

En complément de la génération de commissions par le passage d'ordres (courtage), l'ouverture de comptes permet à Bourse Direct de capitaliser sur la trésorerie disponible et de générer des intérêts.

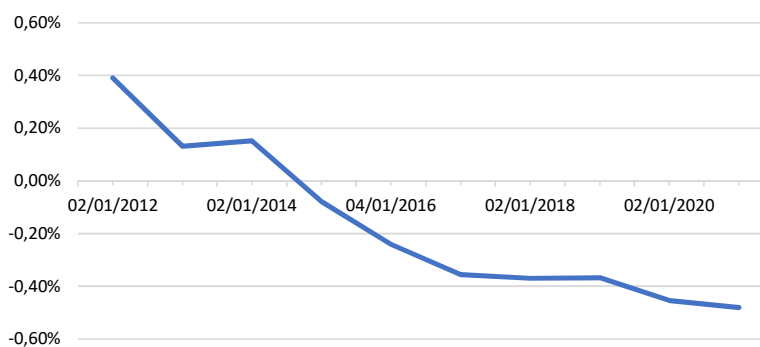
Montant cash + titres géré par Bourse Direct



source : Euroland Corporate / Bourse Direct

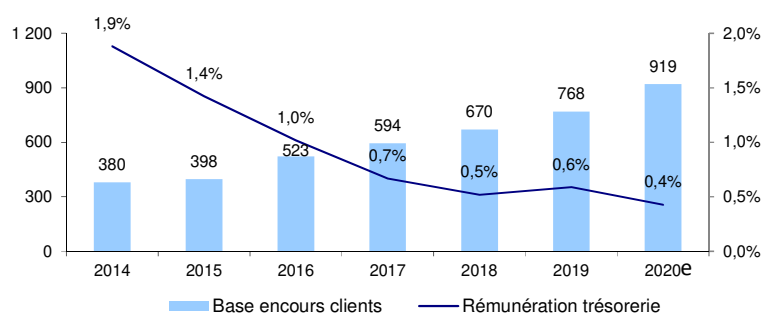
Sur la période observée, on remarque que 18% environ des montants investis via la plateforme de trading de Bourse Direct restent en cash. Ce qui permet à Bourse Direct de produire des produits de trésorerie en plaçant la trésorerie de ses clients sur des produits d'épargne non risqués, obligatoirement placés sur des comptes à terme. Néanmoins, ces revenus ont été largement grevés par la baisse des taux d'intérêts de ces dernières années.

Evolution du taux interbancaire Eonia depuis 2012



Ainsi, malgré la hausse de l'encours clients, le taux de rémunération de la trésorerie pèse sur les produits de trésorerie de Bourse Direct.

Encours clients et taux de rémunération de la trésorerie



source : Euroland Corporate / Bourse Direct

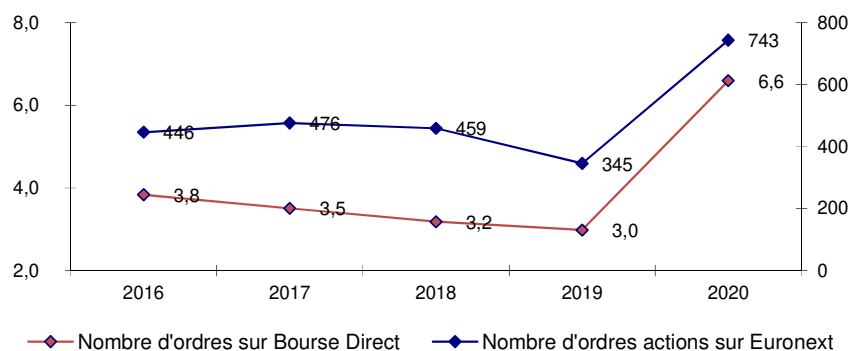
A noter qu'alors que le cash déposé sur les comptes clients est enregistré au bilan (à l'actif dans « Opérations avec la clientèle » et au passif dans « Créances sur les établissements de crédit »), les titres sont eux présentés en hors bilan comme « Titres en conservation, à livrer ou à recevoir ».

Le retour des particuliers en Bourse

Une corrélation forte entre le nombre d'ordres de Bourse Direct et celui d'Euronext

La dynamique du nombre d'ordres traités par Bourse Direct en comparaison avec le nombre d'ordres exécutés via Euronext suit la même tendance, à l'exception de l'année 2017. 2020 marquant le retour de la croissance du nombre d'ordres exécutés sur le marché Euronext, Bourse Direct profite pleinement de cette dynamique haussière.

Nombre d'ordres sur Bourse Direct et sur Euronext le marché actions de Euronext* (en millions)



source : EuroLand Corporate / Bourse Direct / Euronext

* La comparaison des ordres est à analyser à l'aune des informations suivantes:

- Bourse Direct exécute 60% de ses ordres en dehors de Euronext (equiduct + brokers externes comme Morgan Stanley).
- Le nombre d'ordres communiqué par Euronext prend en compte celui des institutionnels.

Un marché du courtage en ligne exceptionnel en 2020

Sous l'impulsion du T4 2019, qui enregistre environ 767 000 particuliers ayant au moins passé un ordre (dont 399 000 « nouveaux » investisseurs), l'année 2020 est marquée par une poursuite de cette progression avec 743 millions d'ordres passés au cours de l'année (+115%). La hausse du nombre d'ordres s'explique par la hausse de la volatilité sur les marchés mais aussi par la hausse du taux d'épargne des français.

Par ailleurs, cette nouvelle vague d'investissements est marquée par un profil différent des investisseurs. Ils sont beaucoup plus jeunes que les investisseurs habituels, entre 10 et 15 ans de moins en moyenne sur l'ensemble des établissements. Ces nouveaux investisseurs représentent près de 20% de la clientèle des courtiers en ligne et ont moins de 40 ans en moyenne (âge médian de 36 ans en 2020 contre 49 ans en 2018 et 2019).

Un marché du courtage 2020 qui rompt avec la dynamique des dernières années

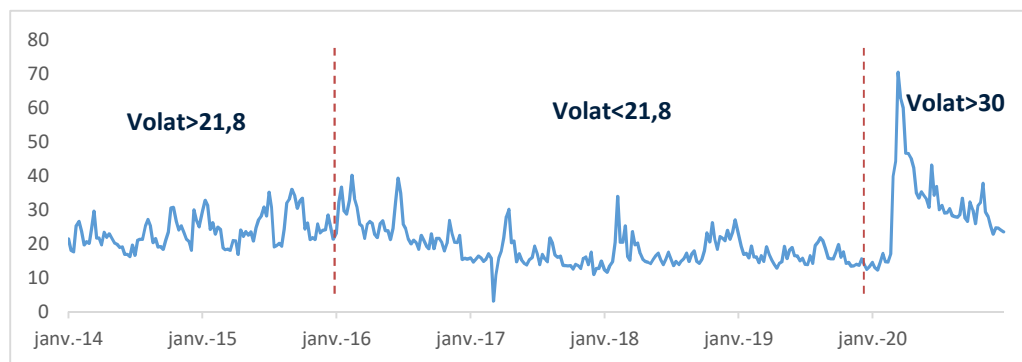
Avec un marché dont la dynamique était entamée par la fiscalité...

En France, les comptes titres ont été régulièrement pénalisés d'un point de vue fiscal et on peut raisonnablement penser que les français, étant plutôt sensibles aux incitations fiscales, ont été dissuadés, d'investir en bourse.

Effectivement, en dehors de la création du PEA en 1992 et du prélèvement forfaitaire de 30% proposé à partir de 2018 (Flat Tax), les mesures fiscales ont joué en défaveur de l'investissement en actions.

- 2010: suppression du seuil de cession (exonération des plus-values (PV) en dessous d'un seuil de 25 730 €) favorable aux petits épargnants et hausse de 1% des PV de cession. En même temps suppression du crédit d'impôt sur les dividendes.
- 2012: suppression du prélèvement forfaitaire (19% + 15,5 % de prélèvements sociaux) pour passer à l'impôt sur les revenus à barème progressif. Ainsi un contribuable taxé à 30% voit son imposition sur les PV passer de 34,5% à 45,5% (malgré la mise en place d'abattement pour durée de détention).

...Et par une faible volatilité sur les marchés



source: Bloomberg / Euroland Corporate

La volatilité des marchés a un impact direct sur le nombre d'ordres passés par les traders actifs. Plus elle est élevée, plus le nombre d'ordres est élevé et vice versa. A ce titre, les quatre années précédents l'année 2020 ont été marquées par une volatilité inférieure à la moyenne des volatilités entre 2010 et 2020 (21,8). Ainsi, malgré la hausse du nombre de comptes, le nombre d'ordres baissait chez Bourse Direct.

L'année 2020 marque un tournant avec une forte hausse du nombre d'ordres par mois à 2,9 (vs 1,9 en moyenne ces trois dernières années).

Panorama des forces concurrentielles sur le Pôle Bourse

Bourse Direct se positionne sur un marché concurrentiel qui se consolide, ses principaux concurrents sont les suivants:



Boursorama : Créée en 1998, Boursorama est une filiale du groupe Société Générale. En plus d'être la 1^{ère} banque en ligne de France (plus de 2 millions de clients en 2020), elle est également spécialisée dans le courtage en ligne et dans l'information financière sur Internet. Boursorama a pour objectif d'atteindre les 4 millions de clients en 2023 pour une rentabilité de 25% en 2025. Sur l'activité du courtage en ligne, Boursorama effectue environ 6,5 millions d'ordres pour l'ensemble de ses 400 000 clients. Elle propose alors 4 forfaits en fonction du niveau de maturité de l'investisseur, allant de la découverte avec un tarif de 1,99 € jusqu'à un prix de 16,65 € pour les traders expérimentés.



Fortuneo : Filiale de la banque-assurance Crédit Mutuel Arkéa, Fortuneo Banque voit le jour en 2000. Elle compte aujourd'hui plus de 880 000 clients actifs en France, Belgique, Suisse et Luxembourg. L'offre de courtage en ligne est complète et s'adresse à tout type de clientèle. Son forfait « Optimum » est sans condition et graduel allant de 1,95€ pour un ordre inférieur à 500€, à 3,90€ pour les ordres entre 500€ et 2 000€, puis 0,20% pour les ordres supérieurs. De plus, Fortuneo propose deux tarifs pour les investisseurs réguliers : « Trader Actif » pour un coût de 9,50€ pour les ordres inférieurs à 10 000€ (puis 0,12% pour un montant supérieur) et « Trader 100 ordres » avec un prix de 6,50€ pour les ordres inférieurs à 100 000€ (puis 0,10% pour un ordre supérieur).



BinckBank : BinckBank est une entreprise néerlandaise de courtage en bourse rachetée en 2019 par Saxo Bank. Après une année 2020 à forte activité, BinckBank enregistre 650 000 clients pour un nombre d'ordres de 61,2 millions cette même année. En 2019, BinckBank obtient un résultat opérationnel net de 139,3 M€ pour ses activités de courtage en ligne. BinckBank est présent dans de nombreux pays européens et reste leader en Belgique et aux Pays-Bas. Malgré des tarifs légèrement plus élevés que la concurrence, son offre propose un large choix de produits financiers sur de nombreuses places boursières. Binck est aussi connu pour son service client, le courtier a en effet remporté le prix Service Client de l'Année 2020 dans la catégorie Bourse en Ligne.



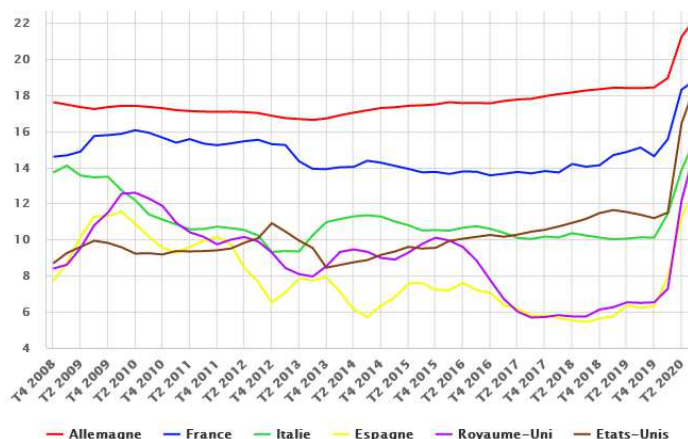
FlatexDegiro : Le 1^{er} août 2020, Flatex devient propriétaire à 100% de la société de courtage basée aux Pays-Bas Degiro. Cette acquisition permet de former l'un des plus grands courtiers paneuropéens. Depuis la banque allemande possède le plus grand service de courtage en Europe en terme de volume transactionnel avec près de 75 millions d'ordres passés en 2020. FlatexDegiro compte sur une base clientèle de 1,25 millions d'investisseurs, ce qui lui a permis d'afficher des revenus à la mi-2020 de pratiquement 100 M€ (99,78 M€ exactement). Le principal argument commercial de Degiro est son tarif ultra compétitif, surtout sur les places européennes.

Le « Pôle Placement », un enrichissement naturel de l'offre de courtage

Bourse Direct dispose d'une offre de courtier en assurance-vie via la commercialisation de deux contrats. Un contrat historique avec APICIL et un nouveau contrat lancé en janvier 2019 avec Generali qui a remporté l'Oscar du meilleur contrat dans la catégorie « Meilleur nouveau contrat d'assurance vie ». Ces contrats ont permis à Bourse Direct de gérer un encours de 190,9 M€ à partir de 5 057 contrats d'assurance-vie. Le chiffre d'affaires sur cette branche est encore peu significatif mais est appelé à se renforcer rapidement compte tenu de la stratégie mise en place par Bourse Direct.

Compte tenu de la base de 207 000 comptes du « Pôle Bourse », de la hausse du taux d'épargne des français et de la nécessité de diversifier ses activités vers des activités hors marché, Bourse Direct dispose de tous les leviers pour accélérer sur ce pôle. La société entend par ailleurs pouvoir faire appel à de la croissance externe afin d'enrichir son offre (PER, SCPI, FCPI) et/ou le portefeuille clients.

Taux d'épargne des européens



source: Insee, Eurostat, BEA

La pandémie au cours de l'année 2020 a poussé les ménages à une « épargne forcée », du fait des 2 confinements successifs. En France, au deuxième trimestre 2020, on observe une hausse de 27,9 Mds€ du flux de placement des ménages, qui s'établit à 181,9 Mds€. Plus précisément, l'épargne investie en produits de taux augmente nettement (149,7 Mds€ en 2020 vs 123,2 Mds€ en 2019), sous forme de dépôts à vue ou de livrets d'épargne (135,6 Mds€). Aussi, le flux des dépôts reste élevé sur la fin 2020 même si on note un léger ralentissement après la flambée au T2 (34,1 Mds€ au T3 contre 63,8 Mds€ au T2). En effet, les flux nets de placements financiers des ménages décélèrent au T3 en raison du regain de consommation post-confinement et atteignent 212,3 Mds€.

Les chiffres laissent apparaître une surabondance de l'épargne causée par le COVID-19, couplée à un désir d'investir des ménages, toujours majoritairement tournés vers des actifs sans risques comme le livret A.

L'assurance-vie: un placement qui allie plusieurs qualités

L'assurance-vie permet aux épargnants d'investir leur capital sur des fonds euros (peu rémunérateurs dans un univers de taux bas) ou sur des unités de comptes (plus rémunératrices) tout en ayant une fiscalité avantageuse. Généralement appréciée des français (encours de 2 103 Mds € au T3 2020 sur 5 492 Mds€ de placements financiers), l'assurance-vie a été boudée en 2020 dans un univers d'ultra-préservation de l'épargne et de taux bas.

Ainsi, on observe globalement une tendance à la décollecte concernant les assurances vie (-6,5 Mds€ en 2020, bien inférieur aux 21,9 Mds€ enregistrés en 2019). Cependant, la tendance des derniers mois est à la hausse. En décembre 2020, la collecte nette s'élève à 550 M€, la première collecte nette mensuelle positive depuis le début de la crise sanitaire. La confiance des français dans l'assurance vie semble donc retrouver petit à petit son point d'équilibre, avec un rebond de la collecte à hauteur de 8,1 Mds€ au T4 contre 3,8 Mds€ au T2.

Le digital: un accélérateur de tendance pour l'assurance-vie

Sur les dernières années, l'assurance, comme beaucoup d'autres secteurs a connu la révolution du digital, avec l'émergence d'offre d'assureurs en ligne. Le digital constituant un facteur d'amélioration de l'offre et de relation client ainsi qu'un important levier de réduction des coûts en interne. De nombreux courtiers en ligne et de neo-banques ont alors décidé de capitaliser sur un des placements préférés des français. La diversité des offres proposées sur le marché en ligne entend répondre au mieux aux attentes des clients, avec des offres en gestion pilotée ou en gestion libre avec une polyvalence au niveau des supports mis à disposition.

Pour réduire les frais d'entrée et de sortie, le nombre de partenariats entre courtiers et assureurs se multiplie afin de proposer des offres complètes, à l'image de Bourse Direct avec Generali.

Pour se démarquer, certains assureurs proposent une prime d'accueil pour attirer les clients. Par exemple, Bourse Direct propose sur son offre avec Generali une prime de 170 € ou 500 € de courtage remboursé (cross-selling). De même, Fortuneo et Altaprofits proposent des primes de 200 € et 300 €.

Bourse Direct dispose d'un fort levier au niveau marketing et communication en s'appuyant sur son image de marque et sur les récompenses et labélisations obtenues pour ses contrats d'assurance vie.

A court terme, Bourse Direct entend développer ses encours via la mise en place d'une équipe dédiée et éventuellement procéder à de la croissance externe pour accélérer la diversification vers des produits complémentaires tels que le PER, les FCPI et les SCPI.

Le « Pôle Portail » : une proximité sur laquelle capitaliser

Le portail de Bourse Direct accueille environ un million de visiteurs uniques par mois en 2020 avec une progression forte de son audience. +86,7% du nombre de visites mensuelles entre janvier 2021 et janvier 2020.

Le portail de Bourse Direct a su bâtir une relation de proximité avec ses visiteurs avec un nombre de pages vues par visite qui est particulièrement élevé (19,2 vs 10,1 pour Boursorama en janvier 2021). Cela traduit l'intérêt que suscitent les contenus du site auprès des internautes et leur profil plus investi en bourse.

Panorama de l'évolution des audiences des principaux portails

	Janv. 21 vs Déc. 20				Janv. 21 vs Janv. 20			
	Bourse Direct	Boursorama	Le Revenu	La Tribune	Bourse Direct	Boursorama	Le Revenu	La Tribune
Visites mensuelles	13,30%	1,99%	-27,09%	28,49%	86,71%	25,35%	31,64%	6,71%
Pages vues mensuelles	10,80%	6,33%	-25,24%	20,42%	197,24%	56,05%	33,84%	-2,28%
Pages vues par visites mensuelles	-2,37%	4,12%	6,67%	-6,45%	58,93%	24,69%	6,67%	-9,38%
Pages vues par visites mensuelles	19,2 vs 19,7	10,1 vs 9,7	1,6 vs 1,5	2,9 vs 3,1	19,2 vs 12,1	10,1 vs 8,1	1,6 vs 1,5	2,9 vs 3,2

source: ACPM / Bourse Direct

Cette hausse de l'audience alliée à un maintien de sa qualité permet à Bourse Direct d'envisager une accélération de la monétisation de son site (dont nous estimons les revenus à moins de 1 M€ à date). Effectivement les annonceurs (sociétés cotées en bourse, sociétés de gestion principalement) sont particulièrement demandeurs d'une audience captive sur les marchés boursiers pour mettre en avant leurs opérations, fonds, produits....

Sur ce pôle, le principal driver de la monétisation est ainsi la hausse de l'audience qu'il faut également fidéliser (et ceci, au-delà des détenteurs de portefeuille) et la diversification des annonceurs.

Business model et profil financier de Bourse Direct

Le produit net bancaire de Bourse Direct comprend des recettes variables liées aux commissions générées par les ordres des clients, aux produits de trésorerie générés par le cash non investi des clients (« Pôle Courtage »), par les produits financiers générés par la trésorerie en propre et par d'autres produits (« Pôle Placement » et « Pôle Portail »). Il inclut également tous les frais liés à l'exécution des ordres (tels que les frais LCH, Euroclear ou Euronext). Bourse Direct communique également sur un agrégat de chiffre d'affaires reprenant uniquement les revenus générés par les commissions et les produits de trésorerie.

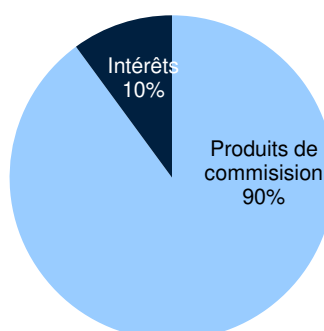
Sans récurrence à proprement parler, la base de comptes clients représente un actif sur lequel Bourse Direct capitalise chaque année pour ses activités historiques et sur lequel il développe ses nouvelles ressources.

1/ Les recettes liées aux commissions sont reconnues sur la base du relevé des opérations de la période écoulée fourni par l'ensemble des intermédiaires

Elles représentent 89% du chiffre d'affaires 2020 (vs 83% en 2019) et sont destinées à se renforcer sur la base d'un nombre de comptes qui a désormais atteint 207 000.

2/ Les recettes liées aux produits de trésorerie sont reconnues sur la base du taux d'intérêt applicable à la date d'arrêt, compte tenu du fait que les placements sont maintenus jusqu'à leur échéance.

Répartition du chiffre d'affaires 2020



source : Bourse Direct / Euroland Corporate

Avec le renforcement du « Pôle Placement » et du « Pôle Portail », le mix est appelé à accueillir progressivement de nouvelles lignes de revenus.

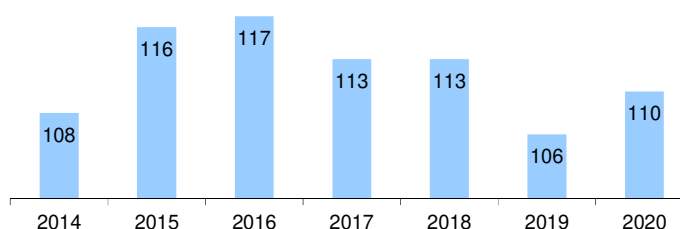
La société adresse exclusivement des clients en France et n'a donc pas d'exposition à un risque de change.

La saisonnalité du chiffre d'affaires favorise le T1 puis le T4 et le T2. Le T3, qui comprend, les mois de juillet-août où les particuliers sont moins actifs en bourse, est lui un peu en dessous de la moyenne trimestrielle annuelle.

Les deux principaux postes de charges sont les « **Charges de personnel** » (32% du PNB ces trois dernières années) et les « **Autres services techniques** » (28% du PNB en moyenne ces trois dernières années). Ces derniers sont composés des coûts d'exploitation de la plateforme, de l'achat de flux marché (cours de bourse...), de la maintenance informatique...

Les charges de personnel pèsent en moyenne 32% du PNB ces trois dernières années. Les principaux pôles sont les suivants: commercial/marketing (28 personnes), informatique (27 personnes), back-office/service professionnel (42 personnes), support (12 personnes).

Evolution des effectifs moyens depuis 2014



source : Bourse Direct / Euroland Corporate

Compte de résultat depuis 2017 (M€)

En M€	2017	2018	2019	2020
Produit d'exploitation bancaire	35,1	33,7	31,9	45,0
dont produits d'intérêts	4,0	3,5	4,7	4,0
dont commissions de courtage	29,9	28,8	26,0	40,0
dont autres commissions nettes	1,2	1,4	1,1	1,1
Charges d'exploitation bancaire	-4,4	-4,3	-4,1	-6,1
% Commissions de courtage	-15%	-15%	-16%	-15%
Produit Net Bancaire	30,5	28,9	27,8	38,7
Charges d'exploitation générales	24,5	24,4	24,3	27,3
%PNB	80%	85%	87%	71%
dont autres services techniques	8,0	8,2	8,9	9,8
%PNB	26%	28%	32%	25%
dont charges de personnel	9,3	9,6	8,8	10,1
%PNB	31%	33%	32%	26%
Excédent Brut d'exploitation	6,0	4,5	3,5	11,4
%PNB	20%	15%	13%	29%
DAP	1,9	1,5	1,4	1,7
Résultat d'exploitation	4,0	2,9	2,0	9,7
%PNB	13%	10%	7%	25%
Résultat net	3,1	2,3	1,4	6,1
%PNB	10%	8%	5%	16%

source : Bourse Direct / Euroland Corporate

Principalement composé des commissions de courtage générées par les ordres des particuliers, le produit d'exploitation bancaire est soutenu en 2020 par la forte hausse des volumes d'ordres.

Les charges d'exploitation bancaires sont particulièrement maîtrisées grâce à un effet volume et à la baisse des tarifs Equiduct.

Avec une structure majoritairement de coûts fixes, Bourse Direct bénéficie d'un levier opérationnel fort sur sa marge d'exploitation.

Le bas du compte de résultat n'intègre pas de charges financières dans la mesure où Bourse Direct n'a pas de dette financière.

Sur l'exercice 2020, la génération de cash-flow opérationnel a été portée par la hausse du résultat net et la trésorerie nette est ressortie à 51,3 M€.

Cette situation financière profondément confortable va permettre à Bourse Direct de financer ses projets de croissance sur l'exercice en cours ainsi que son programme de rachat d'actions (Bourse Direct détient à date 3,9% du capital) et de poursuivre sa politique de versement de dividende.

Tableau de flux de trésorerie depuis 2017

En M€	2017	2018	2019	2020e
Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement	4,0	3,0	2,0	9,1
Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement	-2,4	-2,8	-1,9	-1,9
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement	-0,3	-14,0	-0,4	-3,2
Variation de trésorerie	6,0	-16,5	-1,3	9,8

Bourse Direct affiche un free-cash flow historiquement positif compte tenu de son profil de marge et de faibles besoins en capex (investissement en R&D, matériel, logiciel...) correspondant 7% du PNB en moyenne sur les trois dernières années.

Le cash déposé par les clients est comptabilisé dans cette rubrique du bilan. Il ressort en hausse au vu de l'augmentation de l'ouvertures des comptes en 2020. Cette rubrique comprend également la trésorerie en propre.

Bourse Direct détient une participation de 8,30% dans Easdaq évalué à sa juste valeur dans le bilan à 1,2 M€.

Baisse des encours SRD de la clientèle comptabilisé dans ce poste compte tenu des marchés volatiles

Bilan depuis 2017 (M€)

En M€	2017	2018	2019	2020e
Créances sur les établissements de crédit	641,5	604,6	801,6	1004,7
dont trésorerie en propre	59,3	42,8	41,5	51,3
Opération avec la clientèle	14,3	20,5	15,1	13,2
Actions et autres titres à revenu variable	128,1	105,8	145,8	115,1
Autres actifs	28,0	59,3	47,1	32,6
Immobilisations financières (dt part° à LT)	1,3	1,3	1,5	1,5
Immobilisations	18,9	20,2	20,5	20,7
Total bilan	832,1	811,7	1031,6	1187,7
Dettes envers les établissements de crédit	122,3	98,6	130,7	101,2
Opération avec la clientèle	585,6	610,0	774,7	948,3
Autres passifs	63,8	40,3	63,6	70,4
Capitaux propres	60,4	62,7	62,7	67,8

source : Bourse Direct / Euroland Corporate

La trésorerie en propre est comprise dans le poste « Créances sur les établissements de crédits ». La baisse de 2018 est liée à un remboursement d'une dette subordonnée de 14 M€.

Comme décrit précédemment, les titres détenus par les clients sont présentés en hors bilan comme titres conservés, à recevoir ou à livrer. Ils correspondent, en 2020 à 3,8 Mds€.

Sans aucune dette financière, Bourse Direct présente un bilan sain, lui permettant d'aborder son plan de développement avec sérénité.

Perspectives stratégiques et financières

Le développement du « Pôle Bourse » en direct et auprès des institutionnels (Direct Securities) ainsi que l'accélération de la diversification vers les produits d'épargne et l'optimisation de la monétisation du site boursedirect.fr constituent le fer de lance de la stratégie de Bourse Direct.

A court terme, l'ambition de Bourse Direct est de capitaliser sur la base clientèle acquise en 2020 et d'afficher une nouvelle croissance de chiffre d'affaires en 2021 (PNB en hausse de +18,2% à 45,8 M€) grâce à la dynamique de ses trois pôles d'activité. A horizon trois ans, nous attendons un PNB de 52,7 M€, soit un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de 10,5% depuis 2020.

Dans ce cadre, d'ici fin 2023, nous anticipons une hausse annuelle moyenne du chiffre d'affaires « **Courtage** » du **Pôle Bourse de 9,0%**. Cette croissance sera soutenue par la hausse des volumes d'ordres compte tenu de l'accélération du recrutement de nouveaux clients particuliers. Bourse Direct entend rehausser ses efforts d'investissement en marketing ciblé, développer encore des partenariats avec des CGP/apporteurs d'affaires, étoffer son offre d'accompagnement/conseil. Dans le même temps, elle entend accélérer sur son offre institutionnelle.

Concernant les « Produits de trésorerie » du Pôle Bourse, ils devraient bénéficier de la hausse des encours cash clients que nous estimons à 15,9% sur les trois prochains années avec une rémunération stable de 0,35 %.

Concernant les « Autres produits » comprenant notamment les Pôles Epargne et Portail, nous attendons une hausse annuelle moyenne de 6,8% traduisant la dynamique de développement de l'épargne et la monétisation du site internet.

Répartition du chiffre d'affaires par activité 2020/2023e (M€)

CA par activité (M€)	2 020	2021e	2022e	2023e	TCAM 2020/2023
Courtage	36,7	41,6	44,6	47,5	9,0%
Produits de trésorerie	3,9	3,9	4,5	5,0	8,4%
Autres produits	4,2	4,1	4,6	5,1	6,8%
Chiffre d'affaires	44,8	49,6	53,7	57,6	8,7%

source : Euroland Corporate

Hypothèses retenues pour le chiffre d'affaires « Courtage »

	2 020	2021e	2022e	2023e	TCAM 2020/2023
Estimation nombre de comptes clients	207 000	252 000	287 000	322 000	15,9%
<i>dont nouveaux clients</i>	<i>45 000</i>	<i>45 000</i>	<i>35 000</i>	<i>35 000</i>	
Estimation nombre d'ordres total (M)	7,4	8,9	10,0	11,2	14,8%
CA courtage par ordre (€)	5,0	4,7	4,4	4,2	-5,1%
CA courtage (M€)	36,7	41,6	44,6	47,5	9,0%

source : Euroland Corporate

Hypothèses retenues pour le chiffre d'affaires « Produits de trésorerie »

	2 020	2021e	2022e	2023e	TCAM 2020/2023
Base encours cash clients en M€	919	1 119	1 274	1 430	15,9%
Rémunération tréso clients	0,43%	0,35%	0,35%	0,35%	
CA Produits de trésorerie	3,9	3,9	4,5	5,0	8,4%

source : Euroland Corporate

Concernant les « autres produits », sur les produits générés par le « Pôle Placement », nous faisons l'hypothèse d'une croissance significative des encours gérés en épargne avec une rémunération estimée stable de 0,35%. Ceci est compris hors croissance externe.

Toujours sur les « Autres produits », sur le « Pôle Portail », compte tenu de la priorité donnée par le Management, nous attendons un chiffre d'affaires qui devrait doubler d'ici 2023.

Compte de résultat synthétique 2019/2023

En M€	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Produit d'exploitation bancaire	31,9	45,0	52,9	56,9	60,8
dont produits d'intérêts	4,7	4,0	3,9	4,5	5,0
dont commissions de courtage	26,0	40,0	46,8	49,8	52,7
dont autres commissions nettes	1,1	1,1	2,2	2,6	3,0
Charges d'exploitation bancaire	-4,1	-6,1	-7,1	-7,6	-8,
% Commissions de courtage	-16%	-15%	-15%	-15%	-15%
Produit Net Bancaire	27,8	38,7	45,8	49,3	52,7
Charges d'exploitation générales	24,3	27,3	30,8	32,1	33,4
%PNB	87%	71%	67%	65%	63%
dont autres services techniques	8,9	9,8	11,	11,6	12,3
%PNB	32%	25%	24%	24%	23%
dont charges de personnel	8,8	10,1	11,0	11,2	11,4
%PNB	32%	26%	24%	23%	22%
Excédent Brut d'exploitation	3,5	11,4	15,0	17,2	19,3
%PNB	13%	29%	33%	35%	37%
DAP	1,4	1,7	2,	2,1	2,3
Résultat d'exploitation	2,0	9,7	13,0	15,1	16,9
%PNB	7%	25%	28%	31%	32%
Résultat net	1,4	6,1	8,7	10,1	11,3
%PNB	5%	16%	19%	20%	21%

source : Euroland Corporate

Compte tenu d'une base de coûts fixes représentant 80% des charges opérationnelles selon nous et d'un coût d'acquisition de nouveaux comptes qui devrait rester maîtrisé (0,8 € par compte) la croissance attendue sur la top line va directement bénéficier à la rentabilité de la société. Nous attendons une amélioration du REX à 16,9 M€ à horizon 2023 (vs 9,7 M€ en 2020).

Tableau de flux de trésorerie synthétique 2019-2023

En M€	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement	2,0	9,1	8,7	10,1	11,3
Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement	-1,9	-1,9	-2,5	-2,5	-2,5
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement	-0,4	-3,2	-2,8	-4,4	-5,0
Variation de trésorerie	-1,3	9,8	4,2	10,7	12,1

source : Euroland Corporate

En termes de génération de trésorerie, nous estimons que Bourse Direct devrait générer un free cash flow positif sur les trois prochaines années compte tenu d'un niveau de marge élevé et d'un faible besoin d'investissement. Nous faisons par ailleurs l'hypothèse de la poursuite d'un versement de dividende régulier en hausse de 1 cent par an.

Bilan synthétique 2019/2023

En M€	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Créances sur les établissements de crédit:	801,6	1004,7	1213,7	1374,5	1535,9
dont trésorerie en propre	41,5	51,3	54,9	60,3	66,4
Opération avec la clientèle	15,1	13,2	13,2	13,2	13,2
Actions et autres titres à revenu variable	145,8	115,1	115,1	115,1	115,1
Autres actifs	47,1	32,6	32,6	32,6	32,6
Immobilisation financières (dt part° à LT)	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Immobilisations	20,5	20,7	21,3	21,6	21,8
Total bilan	1031,6	1187,7	1394,1	1555,2	1716,9
Dettes envers les établissements de crédit	130,7	101,2	101,2	101,2	101,2
Opération avec la clientèle	774,7	948,3	1148,8	1304,2	1459,6
Autres passifs	63,6	70,4	70,4	70,4	70,4
Capitaux propres	62,7	67,8	73,7	79,5	85,7

source : Euroland Corporate

Sans dette financière au bilan, Bourse Direct affiche un bilan particulièrement solide à l'aube de l'accélération sur de nouvelles activités.

Valorisation

Nous valorisons Bourse Direct par la méthode des DCF et par comparables.

Valorisation par les DCF

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- **Evolution du chiffre d'affaires** : nous retenons un taux de croissance annuel moyen de 9,7% de 2020 à 2023 compte tenu de la dynamique de recrutement de nouveaux comptes et de l'accélération de la diversification. De 2023 à 2030, nous retenons un TCAM du CA de 3,5% puis un taux à l'infini de 1,5 %.
- **Résultat d'exploitation** : la marge d'exploitation devrait s'améliorer d'ici 2023 en raison de l'effet volume du contrôle des coûts. La marge opérationnelle est ainsi attendue à 32,3% en 2023. Nous prenons, par la suite, l'hypothèse d'une marge s'ajustant à 32,3% en 2030.
- **Investissements** : nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement R&D et de développement de l'ordre de 5,0% du PNB par an jusqu'en 2030.
- **BFR** : nous retenons un niveau de BFR de près de -56,0% du chiffre d'affaires hors taxe.
- **Dettes financières nettes** : prise en compte de celle du 31/12/2020 (-51,3 M€)

Synthèse des hypothèses de calcul du cmpr

Taux sans risque (OAT 10 ans)	0,0%
Prime de risque	6,2%
Bêta sans dette	1,5
Bêta endetté	1,5
Coût des capitaux propres	9,3%
Coût de la dette après impôt	1,0%
Coût moyen pondéré du capital	9,3%
Taux de croissance à l'infini	1,5%

source : Euroland Corporate

Tableau des flux prévisionnels 2017e-2026e

En M€	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CA	45,8	49,3	52,7	55,4	58,1	61,1	64,1	66,7	68,7	70,0
Croissance		8%	7%	5%	5%	5%	5%	4%	3%	2%
Résultat opérationnel courant	13,0	15,1	16,9	17,9	18,8	19,7	20,7	21,5	22,2	22,6
Marge opérationnelle courante	28,5%	30,6%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%
Taux d'impôt	26,5%	26,5%	26,5%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Impôts sur les sociétés corrigé	4,3	5,0	5,6	0,0	0,0	0,0	6,9	7,2	7,4	7,5
Dotation aux amortissements et provisions	2,0	2,1	2,3	2,4	2,5	2,6	2,8	2,9	3,0	3,0
Cash flow	10,7	12,2	13,6	20,3	21,3	22,4	16,6	17,3	17,8	18,1
Variation de BFR	1,2	-5,4	-6,1	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	-1,4	-1,1	-0,8
Investissements	-2,5	-2,5	-2,5	-2,4	-2,5	-2,6	-2,8	-2,9	-3,0	-3,0
Capex en % du CA	-5,5%	-5,1%	-4,7%	-4,7%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%
Free cash flow	7,0	15,1	17,2	19,4	20,3	21,4	15,5	15,8	15,9	15,9
Free cash flow actualisé	6,4	12,6	13,2	13,6	13,1	12,5	8,3	7,8	7,2	6,5

Matrice de sensibilité de valorisation

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

Notre valorisation de Bourse Direct par DCF ressort à 4,30 € par action avec un cmpr à 9,30% et une croissance à l'infini de 1,5%.

Valorisation par comparables

Compte tenu du profil de Bourse Direct, nous avons retenu un échantillon de plateforme de trading orientées BtoC en Europe.

Avanza : Fondé en 1999 sous le nom de HQ.se, Avanza est depuis 2001 le courtier le plus important de Suède. Sa renommée repose sur un service clientèle irréprochable, récompensé 11 années consécutives. Son nombre de clients progresse depuis sa création et connaît une accélération forte à partir de 2014. En 2021, Avanza détient 5,8% de l'épargne des suédois.

Fineco : Fineco est une banque fondée en 1999, dont le siège social est en Italie. En plus des services traditionnels bancaires, Fineco est pionnier dans le courtage en ligne. Depuis 2015, Fineco recense plus d'un million de clients fidèles en Italie. En 2017, la banque italienne étend son activité au Royaume-Uni et vise une forte croissance de son développement à l'aide d'importantes campagnes marketing.

FlatexDegiro : FlatexDegiro est l'un des plus grands courtiers paneuropéens. Avec l'acquisition de Degiro en 2020, la banque allemande Flatex possède le plus grand service de courtage en Europe en terme de volume transactionnel avec près de 75 millions d'ordres passés en 2020. FlatexDegiro compte sur une base clientèle de 1,25 millions d'investisseurs, ce qui lui a permis d'afficher des revenus à la mi-2020 de pratiquement 100 M€ (99,78 M€ exactement). Le principal argument commercial de Degiro est son tarif ultra compétitif, surtout sur les places européennes.

Nordnet : Nordnet est une plateforme numérique nordique de premier plan pour l'épargne et les investissements. Sa politique est de donner accès aux particuliers les mêmes informations, outils et services que ceux dont disposent les investisseurs institutionnels. Nordnet est implanté dans les pays nordiques Suède, Norvège, Danemark et Finlande et son siège social est situé à Stockholm.

Swissquote : Leader de la banque en ligne en Suisse, Swissquote est un groupe bancaire spécialisé dans la fourniture de services et solutions financières et du trading on-line. Le groupe a une forte identité nationale, avec un siège localisé à Gland, mais également une culture internationale avec des bureaux à Zürich, Berne, Londres, Luxembourg, Malte, Dubaï, Hong Kong et Singapour.

Principaux agrégats de l'échantillon

Société	Capitalisation	Dette nette	VE	CA				EBITDA				EBIT				RN			
				2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
AVANZA BANK HLDG	4 253	- 110	4 143	232	223	206	220					160	117	112	120	132	118	96	103
FINECOBANK SPA	8 979	- 379	8 600	774	781	815	862	513	506	527		487	495	519	573	324	316	334	358
FLATEXDEGIRO AG	2 250	- 576	1 674	254	386	435	443	98	177	216	232	79	158	194	221	50	107	134	157
NORDNET AB	3 684	- 19	3 665	260	251	258	284					148	142	148	172	116	123	127	140
SWISSQUOTE GP HLDG	1 383	- 2 914	1 531	281	293	307	316					94	93	104	117	80	79	89	97
Bourse Direct	180,0	-59,3	120,7	38,7	45,8	49,3	52,7	11,4	15,0	17,2	19,3	9,7	13,0	15,1	17,0	6,1	8,7	10,1	11,3

source: FactSet / Euroland Corporate

Multiples de valorisation de l'échantillon

	VE/EBIT			PER		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
AVANZA BANK HLDG	35,3	37,0	34,6	36,1	44,4	41,3
FINECOBANK SPA	17,4	16,6	15,0	28,4	26,9	25,1
FLATEXDEGIRO AG	10,6	8,6	7,6	21,0	16,7	14,3
NORDNET AB	25,8	24,7	21,3	29,8	28,9	26,3
SWISSQUOTE GP HLDG				17,5	15,6	14,2
Moyenne	22,3	21,7	19,6	28,8	29,2	26,8
Mediane	21,6	20,7	18,2	29,1	27,9	25,7
Bourse Direct	9,3	8,0	7,1	20,6	17,8	15,9

source: FactSet / Euroland Corporate

Nous appliquons la moyenne des ratios de l'échantillon aux agrégats de REX et de RN de Bourse Direct sur les années 2021, 2022 et 2023.

A ce titre, la valeur des capitaux propres de Bourse Direct par action après décote de taille de 25% ressort à 4,30 €.

Conclusion

Pour conclure, nous initions la couverture de Bourse Direct avec une opinion Achat et un objectif de cours de 4,30 €, issu de la moyenne des valorisations par DCF (4,30 €) et par comparables (4,30 €).

Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Produit net bancaire	28,9	27,8	38,7	45,8	49,3	52,7
Excédent brut d'exploitation	4,5	3,5	11,4	15,0	17,2	19,3
Résultat opérationnel courant	2,9	2,0	9,7	13,0	15,1	17,0
Résultat opérationnel	2,9	2,0	9,7	13,0	15,1	16,9
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts	0,6	0,7	3,0	4,3	5,0	5,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	2,3	1,4	6,1	8,7	10,1	11,3
Bilan (M€)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Actifs non courants	80,4	68,1	51,6	52,1	52,5	52,7
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	-63,3	-25,8	-19,1	-17,9	-23,3	-29,4
Disponibilités + VMP	42,8	41,5	51,3	54,9	60,3	66,4
Capitaux propres	62,7	62,7	67,8	73,7	79,5	85,7
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Bilan	811,4	1 031,4	1 187,7	1 394,1	1 555,2	1 716,9
Tableau de flux (M€)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Marge Brute d'autofinancement	4,5	3,6	11,6	10,7	12,2	13,6
Variation de BFR	4,2	2,6	-3,3	1,2	-5,4	-6,1
Flux net de trésorerie généré par l'activité	0,3	1,0	14,9	9,5	17,6	19,7
Investissements opérationnels nets	-2,8	-1,8	-1,9	-2,5	-2,5	-2,5
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-2,8	-1,9	-1,9	-2,5	-2,5	-2,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-14,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	-1,1	-1,1	-2,8	-4,4	-5,0
Flux de trésorerie liés au financement	-14,0	-0,4	-3,2	-2,8	-4,4	-5,0
Variation de l'endettement financier net	-16,5	-1,3	9,8	4,2	10,7	12,1
Ratios (%)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Variation PNB	-5,3%	-3,6%	39,1%	18,2%	7,7%	7,0%
Marge EBE	15,5%	12,5%	29,4%	32,8%	34,9%	36,7%
Marge opérationnelle courante	10,2%	7,3%	25,1%	28,5%	30,6%	32,3%
Marge opérationnelle	10,2%	7,3%	25,1%	28,5%	30,6%	32,0%
Marge nette	7,9%	4,9%	15,9%	19,1%	20,5%	21,5%
Capex/CA	-9,6%	-6,5%	-4,9%	-5,5%	-5,1%	-4,7%
BFR/CA	-219,2%	-92,5%	-49,4%	-39,2%	-47,3%	-55,7%
ROE	3,7%	2,2%	9,1%	11,8%	12,7%	13,2%
Payout	48,0%	81,0%	45,8%	50,0%	50,0%	50,0%
Dividend yield	1,3%	1,8%	3,1%	2,4%	2,8%	3,1%
Ratios d'endettement	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Gearing (%)	-68%	-66%	-76%	-75%	-76%	-77%
Dettes nette/EBE	-9,6	-11,9	-4,5	-3,7	-3,5	-3,4
EBE/charges financières	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Valorisation	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nombre d'actions (en millions)	56,0	55,8	56,3	56,3	56,3	56,3
Nombre d'actions moyen (en millions)	56,0	55,9	56,0	56,3	56,3	56,3
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,50	1,10	1,61	3,20	3,20	3,20
(1) Capitalisation boursière moyenne	83,7	61,3	90,0	180,0	180,0	180,0
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-42,8	-41,5	-51,3	-54,9	-60,3	-66,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	39,7	18,6	37,5	123,9	118,5	112,4
PER	36,5	44,5	14,6	20,6	17,8	15,9
VE/ EBE	8,9	5,3	3,3	8,3	6,9	5,8
VE/ROC	13,5	9,1	3,9	9,5	7,9	6,6
VE/CA	1,4	0,7	1,0	2,7	2,4	2,1
P/B	1,3	1,0	1,3	2,4	2,3	2,1
Données par action €)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Bnpa	0,04	0,02	0,11	0,15	0,18	0,20
Book value/action	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Dividende /action	0,0	0,02	0,05	0,08	0,09	0,10

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : Depuis le 12/03/2021

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

Disclaimer / Avertissement

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude. 3

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus.

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80