

Achat	Potentiel	35%
Objectif de cours		4,10 €
Cours au 28/02/2022 (c)		3,03 €
Euronext Paris		
Reuters / Bloomberg	BSD-FR/BSDEEN	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	11,8%	3,8%	17,8%	-10,1%
Perf CAC small	-9,5%	-3,3%	-7,2%	2,2%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	168,2
Nb de titres (en millions)	55,5
Volume 12 mois (titres)	1137
Extrêmes 12 mois	2,32 € / 3,88 €

Actionnariat	
E-Viel	77,2%
Investisseurs institutionnels	13,6%
Public	6,1%
Auto-contrôle	3,1%

Données financières (en M €)				
au 31/12	2021	2022e	2023e	2024e
PNB	39,8	46,1	48,9	50,9
var %	2,8%	15,8%	6,0%	4,1%
EBE	11,7	13,7	14,8	15,7
%CA	29,4%	29,7%	30,3%	30,9%
ROC	10,0	11,8	12,7	13,6
%CA	25,1%	25,5%	26,1%	26,7%
RN pdg	7,3	8,8	9,6	10,2
%CA	18,4%	19,1%	19,5%	20,0%
Bnpa (€)	0,13	0,16	0,17	0,18
ROE (%)	10,3%	11,6%	11,8%	11,8%
Dette nette	-35,3	-50,9	-55,6	-60,6
Gearing (%)	-50%	-67%	-68%	-70%
Dividende n	0,07	0,08	0,09	0,09
Yield (%)	2,3%	2,6%	2,8%	3,0%

Ratios				
	2021	2022e	2023e	2024e
VE/CA (x)	3,3	2,5	2,3	2,1
VE/EBE (x)	11,4	8,5	7,5	6,8
VE/ROC (x)	13,3	9,9	8,7	7,8
PE (x)	23,2	19,1	17,6	16,5

Analyste :
Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
plaurent@elcorp.com

Bourse Direct

Services financiers

Une année de consolidation

Publication des résultats annuels 2021

Suite à la publication de ses produits d'exploitation bancaire annuels 2021 (+3,5% à 46,4 M€), Bourse Direct communique des résultats solides et en phase avec nos attentes après une année 2020 exceptionnelle. Le résultat d'exploitation de la société ressort à 10,0 M€ (+3,5%) et le résultat net à 7,3 M€ (+19,9%). Bourse Direct va proposer la distribution d'un dividende de 7 centimes par action à la prochaine AG, contre 5 en 2020 (+40%).

Une bonne résilience de la top line

Sur une base élevée du fait de l'excellente performance opérationnelle pendant la crise sanitaire, les commissions de courtage s'établissent à 40,5 M€ (+1,3%) et traduisent l'attractivité d'un modèle où l'effet prix (plus d'ordres passés à l'international, notamment aux Etats-Unis, et donc mécaniquement plus rémunérateurs) a plus que compensé l'effet volume (nombre total d'ordres exécutés en repli de -7,2%). Par ailleurs, la baisse attendue des produits de trésorerie, dans un contexte de taux toujours plus bas (3,6 M€ vs 4,0 M€ en 2020), a elle aussi été neutralisée grâce à la diversification de l'offre Bourse Direct : les autres commissions nettes, composée des produits d'épargne et de la monétisation du portail internet, ressortent à 2,4 M€ (+122,2%). Après prise en compte des charges d'exploitation bancaire, le PNB du groupe s'établit à 39,8 M€ (+2,9%).

Consolidation des fondamentaux

Le résultat d'exploitation ressort lui aussi en croissance de +3,5%, à 10,0 M€, pour une marge similaire à 2020 (21,5%). Malgré la structure de coûts fixes de la société, qui appelle au levier opérationnel, la rentabilité du groupe a connu une progression annuelle linéaire du fait de 1/ la baisse observée des volumes traités et 2/ des charges opérationnelles qui ont augmenté relativement plus vite, la direction ayant choisi de recruter pour assurer le traitement de la nouvelle clientèle (+33 000 comptes). Cette stabilité de la marge est également à mettre en regard de l'énorme bond qu'elle a connue entre 2019 et 2020, passant de 7,3% à 21,5% (+1420 bps).

Plus bas dans le P&L, le résultat net s'inscrit en forte hausse (+19,9%) à 7,3 M€, après prise en compte d'une charge d'impôts moindre que l'année précédente (taux d'imposition effectif de 27,0% vs 33,0% en 2020), pour un BPA 2021 qui ressort à 0,13€, soit une croissance annuelle moyenne de près de 200% sur deux ans.

Un bilan plus que solide

La société est toujours très bien capitalisée, avec des capitaux propres qui ressortent à 71,2 M€ au 31/12/2021, pour une trésorerie nette de 35,3 M€ après impact des investissements réalisés pour les acquisitions d'Arobas Finance et d'Exoé au cours de l'année. Par ailleurs, le dividende proposé par Bourse Direct représente un payout ratio de près de 53% (vs 46% en 2020) et offre un rendement de 2,4% au cours actuel.

Perspectives

Dans un environnement concurrentiel féroce, Bourse Direct se démarque par la cohérence et la qualité de son offre 1/ à forte valeur ajoutée pour les consommateurs: tarifs transparents et parmi les plus bas du marché, pas de frais cachés, service client reconnu, 2/ de plus en plus diversifiée, en témoignent les acquisitions structurantes d'Arobas et d'Exoé l'année dernière, permettant au groupe de capter de nouveaux relais de croissance complémentaires à son métier traditionnel de courtage, 3/ génératrice de rentabilité.

Les perspectives du groupe, à court et moyen terme, nous semble ainsi toujours positives : Bourse Direct devrait continuer à tirer parti de son attractivité commerciale tout en renforçant la complémentarité de ses métiers. Pour 2022E et 2023E, nous maintenons nos prévisions (relevées lors de notre dernier flash) et attendons un PEB à 53,5 M€ et 56,7M€ respectivement, post intégration d'Exoé en année pleine, avec un PNB ajusté à 46,1 M€ et 48,9 M€. Nous prévoyons une amélioration de la marge opérationnelle de 40bps en 2022 et 60bps en 2023, car nous pensons que les synergies de coûts de l'intégration d'Exoé devraient se matérialiser de manière graduelle, ainsi qu'un RN de 8,8 M€ en 2022 et 9,6 M€ en 2023, après ajustement du taux d'imposition.

Recommandation

Nous demeurons toujours confiants sur l'activité et les perspectives du groupe et réitérons par conséquent notre objectif de cours à 4,10 €. Notre recommandation reste à l'Achat.

Prochaine publication : CA T1 2022, 12 Avril 2022

Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2023e
Produit net bancaire	27,8	38,7	39,8	46,1	48,9	50,9
Excédent brut d'exploitation	3,5	11,4	11,7	13,7	14,8	15,7
Résultat opérationnel courant	2,0	9,7	10,0	11,8	12,7	13,6
Résultat opérationnel	2,0	9,7	10,0	11,8	12,7	13,6
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts	0,7	3,0	2,6	2,9	3,2	3,4
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	1,4	6,1	7,3	8,8	9,6	10,2
Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2023e
Actifs non courants	68,1	51,6	58,0	58,6	59,0	59,4
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	-25,8	-19,1	12,9	-13,8	-18,5	-23,6
Disponibilités + VMP	41,5	51,3	35,3	50,9	55,6	60,6
Capitaux propres	62,7	67,8	71,2	76,1	81,2	86,6
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Bilan	1 031,4	1 187,7	1 372,7	1 407,7	1 470,6	1 536,6
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2023e
Marge Brute d'autofinancement	3,6	11,6	9,0	10,8	11,6	12,3
Variation de BFR	2,6	-3,3	32,1	-26,8	-4,7	-5,1
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1,0	14,9	-23,1	37,5	16,3	17,4
Investissements opérationnels nets	-1,8	-1,9	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5
Investissements financiers nets	0,0	0,0	-5,6	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-1,9	-1,9	-8,1	-2,5	-2,5	-2,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-1,1	-1,1	-2,8	-3,9	-4,4	-4,8
Flux de trésorerie liés au financement	-0,4	-3,2	-2,8	-3,9	-4,4	-4,8
Variation de l'endettement financier net	-1,3	9,8	-34,0	31,2	9,4	10,1
Ratios (%)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2023e
Variation PNB	-3,6%	39,1%	2,8%	15,8%	6,0%	4,1%
Marge EBE	12,5%	29,4%	29,4%	29,7%	30,3%	30,9%
Marge opérationnelle courante	7,3%	25,1%	25,1%	25,5%	26,1%	26,7%
Marge opérationnelle	7,3%	25,1%	25,1%	25,5%	26,1%	26,7%
Marge nette	4,9%	15,9%	18,4%	19,1%	19,5%	20,0%
Capex/CA	-6,5%	-4,9%	-6,3%	-5,4%	-5,1%	-4,9%
BFR/CA	-92,5%	-49,4%	32,5%	-30,0%	-37,9%	-46,4%
ROE	2,2%	9,1%	10,3%	11,6%	11,8%	11,8%
Payout	81,0%	45,8%	53,2%	50,0%	50,0%	50,0%
Dividend yield	1,8%	3,1%	2,4%	2,7%	2,9%	3,1%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2023e
Gearing (%)	-66%	-76%	-50%	-67%	-68%	-70%
Dettes nette/EBE	-11,9	-4,5	-3,0	-3,7	-3,8	-3,9
EBE/charges financières	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Valorisation	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2023e
Nombre d'actions (en millions)	55,8	56,3	55,5	55,5	55,5	55,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	55,9	56,0	55,9	55,5	55,5	55,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,10	1,61	2,95	2,95	2,95	2,95
(1) Capitalisation boursière moyenne	61,3	90,0	164,9	163,7	163,7	163,7
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-41,5	-51,3	-35,3	-50,9	-55,6	-60,6
(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)	18,6	37,5	128,4	111,7	107,0	101,9
PER	44,5	14,6	22,6	18,6	17,1	16,1
VE/ EBE	5,3	3,3	11,0	8,1	7,2	6,5
VE/ROC	9,1	3,9	12,8	9,5	8,4	7,5
VE/CA	0,7	1,0	3,2	2,4	2,2	2,0
P/B	1,0	1,3	2,3	2,2	2,0	1,9
Données par action €)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2023e
Brnpa	0,02	0,11	0,13	0,16	0,17	0,18
Book value/action	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
Dividende /action	0,02	0,05	0,07	0,08	0,09	0,09

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 0% 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 0% 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 depuis 12 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 indépendamment de BigbBen Interactive (la « Société ») 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.

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