

## Achat

<b>Objectif de cours</b>	<b>4,10 €</b>
Cours au 19/01/2023	3,45 €
<b>Potentiel</b>	<b>18,8%</b>

## Données valeur

Capitalisation (M€)	186,3
Nb de titres (en millions)	54,0
Volume moyen 12 mois (titres)	4 407
Extrêmes 12 mois	2,51 € 3,50 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	0,9%	-1,1%	6,5%	19,8%
Perf CAC Small	6,4%	9,5%	10,7%	-13,3%

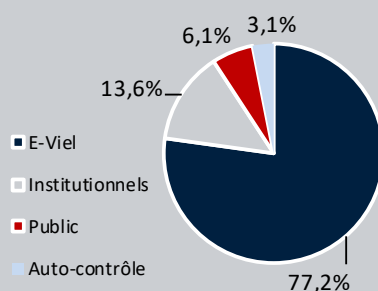
## Données financières (en M€)

au 31/12	2021	2022e	2023e	2024e
PNB	39,8	41,0	47,5	50,9
var %	2,8%	2,9%	15,8%	7,3%
EBE	11,7	11,0	14,1	16,4
% CA	29,4%	26,9%	29,6%	32,2%
ROC	10,0	9,2	12,2	14,4
% CA	25,1%	22,5%	25,6%	28,2%
RN pdg	7,3	6,8	8,5	10,0
% CA	18,2%	16,6%	17,9%	19,7%
Bnpa (€)	0,13	0,13	0,16	0,19
ROE (%)	10,2%	9,1%	10,8%	11,9%
Gearing (%)	-50%	-55%	-55%	-57%
Dette nette	-35,3	-40,9	-43,8	-47,5
Dividende n (€)	0,07	0,06	0,08	0,09
Yield (%)	2,0%	1,8%	2,3%	2,7%

## Multiples de valorisation

	2021	2022e	2023e	2024e
VE/CA (x)	3,4	3,6	3,0	2,7
VE/EBE (x)	11,7	13,3	10,0	8,4
VE/ROC (x)	13,7	15,9	11,6	9,6
P/E (x)	23,9	27,7	21,9	18,6

## Actionnariat



## Performance solide dans un marché baissier

## Publication du CA 2022

Bourse Direct publie un chiffre d'affaires 2022 de 47,1 M€, faisant ressortir une croissance de +2,6% sur l'année. Nous estimons que cette performance, légèrement en dessous de nos attentes, reste solide 1/ dans un contexte de marché 2022 qui a été beaucoup plus fragile et 2/ étant donné un effet de base assez important en 2021, qui avait connu un T1 en croissance de +18%.

## Un CA organique en recul, après une période exceptionnelle

Hors Exoé, les revenus annuels de Bourse Direct s'établissent à 41,0 M€, soit un recul de près de -11%. Rien d'alarmant étant donné les conditions de marché atones sur l'ensemble de l'année, avec une liquidité qui s'est peu à peu affaiblie. On note d'ailleurs une dégradation assez marquée entre le S1, au cours duquel la société a vu son chiffre d'affaires reculer de -7,5%, et le S2, en recul de -14,2%. La corrélation avec le volume d'ordres traités est directe: Bourse Direct en a exécuté environ 5,2 millions sur l'année, contre 6,1 millions en 2021 (-14,8%), dont 2,2 millions au S2 (-18,2%).

## Une conquête clients exemplaire

A fin 2022, Bourse Direct enregistre environ 280 000 comptes au total, soit une croissance supérieure à 15% sur l'année complète. C'est une progression absolue de 40 000 comptes (dont 11 000 récupérés auprès d'ING) et de près de 120 000 en trois ans, soit un gain de part de marché (marché qui croît moins vite que Bourse Direct) substantiel, traduisant toute la compétitivité de l'offre.

## Solide contribution d'Exoé

Exoé, pour sa première année d'intégration comptable, poursuit sa trajectoire de croissance avec un chiffre d'affaires annuel de 6,1 M€ (+6,9%, avec un CA 9M de 4,9 M€ (+9,4%). Si l'activité BtoB a elle aussi un peu pâti des conditions de marché sur la fin d'année (le CA 9M était ressorti en croissance de +9,4%), la tendance de fonds reste excellente.

## Perspectives

Suite à cette publication, nous revoyons nos estimations de PNB à 41,0 M€, de ROC à 9,2 M€ et de RN à 6,8 M€. Comme précisé lors de notre dernier flash, nous saisissons l'occasion des résultats annuels pour revoir entièrement notre modèle et intégrer ce que nous considérons comme un game changer au cas d'investissement de Bourse Direct: la hausse des taux qui, selon nous, devrait au minimum doubler le résultat courant avant impôts de la société en 2023 (aux taux actuels).

## Recommandation

Nous réitérons notre objectif de cours à 4,10 € et notre recommandation à Achat.



**Analyste**  
Pierre LAURENT  
01 44 70 20 78  
plaurant@elcorp.com



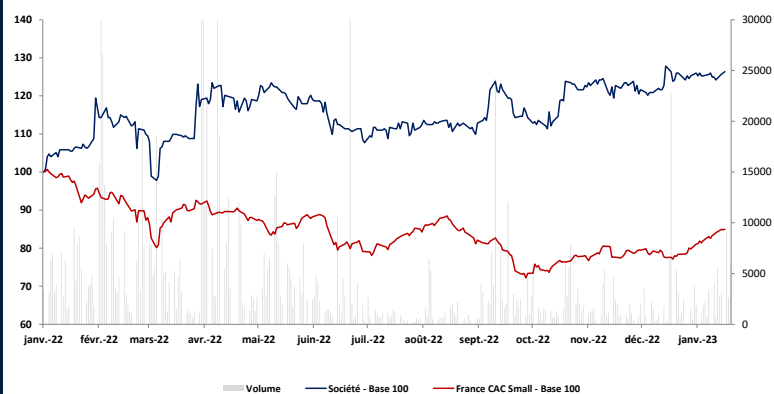
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

## Présentation de la société

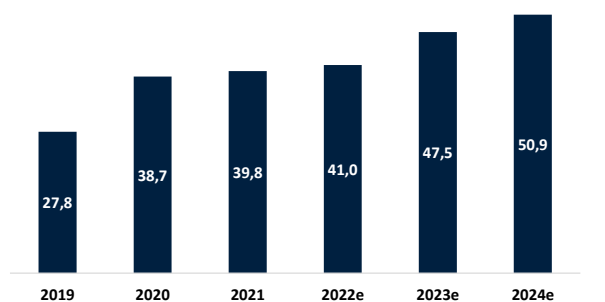
Avec plus de 6 millions d'ordres exécutés en 2021, Bourse Direct est un acteur majeur du courtage en ligne. Avec une offre particulièrement attractive (commissions de courtage parmi les plus basses du marché, service clients maintes fois plébiscité), la société parvient à se démarquer au sein d'un marché relativement concurrentiel. Le groupe exploite aujourd'hui trois segments d'activité complémentaires: le pôle bourse (courtage et tenue de compte/conserverie), le pôle placement (trésorerie et épargne) et le pôle portail, à travers lequel il monétise son site internet.

Après une année 2020 exceptionnelle du fait des différents confinements et de l'explosion du marché, Bourse Direct a su garder le cap sur son exercice 2021 et confirmer sa bonne marche en avant. La société a réalisé 39,8 M€ de produit net bancaire (+3%) pour un résultat net de 7,3 M€.

## Evolution du cours (base 100)



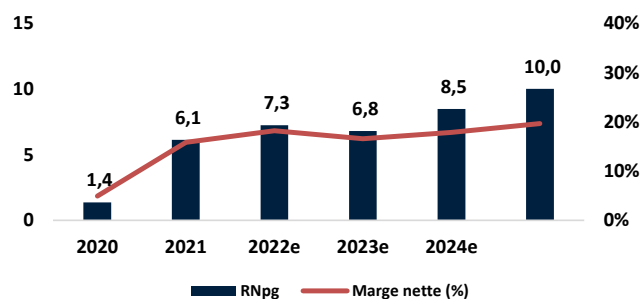
## Evolution du PNB (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- **Une traction commerciale historique.** Entre 2012 et 2021, Bourse Direct a ouvert, annuellement, une moyenne de 16 000 nouveaux comptes. Aujourd'hui, la société en exploite près de 240 000, signe d'un rapport qualité/prix sans faille pour les épargnants investisseurs. Nous assistons également à une évolution intéressante du profil client typique de BD: il se rajeunit fortement et montre plus de dynamisme que la base historique.
- **Du levier opérationnel sur les marges.** BD jouit d'un modèle avec de gros coûts fixes, les charges de personnel représentant plus de 30% du PNB et les services techniques près de 28%. La moindre croissance est donc immédiatement contributive à la rentabilité du groupe et à ses marges.
- **Du cash pour des acquisitions.** Typique du secteur, le groupe est en situation de trésorerie nette positive (35,3 M€ en 2021), lui offrant la possibilité d'avoir une politique M&A active. BD a d'ailleurs récemment acquis Exoé, acteur majeur du courtage B2B, ce qui va lui permettre de significativement enrichir son offre et de bénéficier de synergies de coûts à terme.
- **Exposition positive à la hausse des taux.** BD dispose de plus d'un milliard d'euros de cash disponible sur les comptes de ses clients (c10-20% de son encours), qu'elle peut placer elle-même sur des comptes à terme afin de générer des intérêts. C'est un « game changer » pour la société dans l'environnement actuel de remontée des taux.

## Evolution du RNpg (en M€)



## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBIT			P/E		
		2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e
Avanza Bank Holding AB	3 061,3	10,0x	8,8x	8,2x	15,7x	13,3x	12,5x	21,1x	18,2x	17,1x
FincoBank SpA	10 079,2	12,6x	9,7x	9,0x	18,5x	13,4x	12,1x	24,3x	17,3x	16,1x
flatexDEGIRO AG	895,6	0,3x	0,3x	0,3x	1,0x	0,8x	0,7x	10,3x	9,4x	7,2x
Nordnet AB	3 666,6	10,7x	8,5x	8,1x	15,8x	11,5x	10,9x	24,7x	17,1x	16,3x
Swissquote Group Holding Ltd.	2 393,1	5,8x	4,4x	3,9x	12,3x	8,7x	7,3x	14,5x	10,1x	8,5x
<b>Moyenne</b>	<b>4 019,1</b>	<b>7,9x</b>	<b>6,3x</b>	<b>5,9x</b>	<b>12,7x</b>	<b>9,5x</b>	<b>8,7x</b>	<b>19,0x</b>	<b>14,4x</b>	<b>13,0x</b>
<b>Médiane</b>	<b>3 061,3</b>	<b>10,0x</b>	<b>8,5x</b>	<b>8,1x</b>	<b>15,7x</b>	<b>11,5x</b>	<b>10,9x</b>	<b>21,1x</b>	<b>17,1x</b>	<b>16,1x</b>

### Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plarent@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Produit net bancaire</b>	<b>27,8</b>	<b>38,7</b>	<b>39,8</b>	<b>41,0</b>	<b>47,5</b>	<b>50,9</b>
Excédent brut d'exploitation	3,5	11,4	11,7	11,0	14,1	16,4
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>2,0</b>	<b>9,7</b>	<b>10,0</b>	<b>9,2</b>	<b>12,2</b>	<b>14,4</b>
Résultat opérationnel	2,0	9,7	10,0	9,2	12,1	14,3
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts	0,7	3,0	2,6	2,4	3,6	4,3
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
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>1,4</b>	<b>6,1</b>	<b>7,3</b>	<b>6,8</b>	<b>8,5</b>	<b>10,0</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Actifs non courants	68,1	51,6	84,9	86,4	87,8	89,0
<i>dont goodwill</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
BFR	-25,8	-19,1	-32,3	-37,9	-40,7	-44,5
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>41,5</b>	<b>51,3</b>	<b>35,3</b>	<b>40,9</b>	<b>43,8</b>	<b>47,5</b>
Capitaux propres	62,7	67,8	71,2	74,7	78,9	83,9
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Total Bilan</b>	<b>1 031,4</b>	<b>1 187,7</b>	<b>1 350,7</b>	<b>1 354,1</b>	<b>1 358,4</b>	<b>1 363,4</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Marge Brute d'autofinancement	3,6	11,6	8,8	8,6	10,4	12,1
Variation de BFR	2,6	-3,3	9,1	-5,6	-2,9	-3,8
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>1,0</b>	<b>14,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>14,2</b>	<b>13,2</b>	<b>15,8</b>
Investissements opérationnels nets	-1,8	-1,9	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3
Investissements financiers nets	0,0	0,0	-9,3	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>-12,6</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,3</b>
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	-2,7	-3,4	-4,2	-5,0
Flux de trésorerie liés au financement	-0,4	-3,4	-3,1	-3,4	-4,2	-5,0
<b>Variation de l'endettement financier net</b>	<b>-1,3</b>	<b>9,6</b>	<b>-16,0</b>	<b>7,5</b>	<b>5,7</b>	<b>7,5</b>
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Variation PNB</b>	<b>-3,6%</b>	<b>39,1%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,9%</b>	<b>15,8%</b>	<b>7,3%</b>
Marge EBE	12,5%	29,4%	29,4%	26,9%	29,6%	32,2%
Marge opérationnelle courante	7,3%	25,1%	25,1%	22,5%	25,6%	28,2%
<b>Marge opérationnelle</b>	<b>7,3%</b>	<b>25,1%</b>	<b>25,0%</b>	<b>22,4%</b>	<b>25,6%</b>	<b>28,1%</b>
Marge nette	4,9%	15,9%	18,2%	16,6%	17,9%	19,7%
Capex (% CA)	-6,5%	-4,9%	-8,3%	-8,0%	-6,9%	-6,5%
BFR (% CA)	-92,5%	-49,4%	-81,0%	-92,4%	-85,8%	-87,4%
<b>ROE</b>	<b>2,2%</b>	<b>9,1%</b>	<b>10,2%</b>	<b>9,1%</b>	<b>10,8%</b>	<b>11,9%</b>
Payout	81,0%	45,8%	53,6%	50,0%	50,0%	50,0%
Dividend yield	1,8%	3,1%	2,3%	1,8%	2,3%	2,7%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Gearing (%)	-66,2%	-75,6%	-49,5%	-54,8%	-55,5%	-56,6%
Dettes nette/EBE	-11,9	-4,5	-3,0	-3,7	-3,1	-2,9
EBE/charges financières	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Valorisation	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nombre d'actions (en millions)	55,8	56,3	55,5	54,0	54,0	54,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	55,9	56,0	55,9	54,8	54,0	54,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,1	1,6	3,1	3,5	3,5	3,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	61,3	90,0	173,2	188,9	186,3	186,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-41,5	-51,3	-35,3	-40,9	-43,8	-47,5
(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	136,8	146,8	141,3	137,6
VE/CA	0,7	1,0	3,4	3,6	3,0	2,7
VE/EBE	5,3	3,3	11,7	13,3	10,0	8,4
VE/ROC	9,1	3,9	13,7	15,9	11,6	9,6
<b>P/E</b>	<b>44,5</b>	<b>14,6</b>	<b>23,9</b>	<b>27,7</b>	<b>21,9</b>	<b>18,6</b>
P/B	1,0	1,3	2,4	2,5	2,4	2,2
Données par action €)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Bnpa	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Book value/action	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
Dividende /action	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

## Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurent@elcorp.com



**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	Non	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Bourse Direct (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."