EuroLand Corporate

BOURSE DIRECT

Achat

Capitalisation (M€)	229,6	Ticker	BSD-FR / BSD-EN	Services financiers	
Objectif de cours	7,00 €	Nb de titres (en millions)	52,9	Flash valeur	
Cours au 29/07/2025	4,34 €	Volume moyen 12m (titres)	5 771	30/07/2025	
Potentiel	*61,3%*	Extrêmes 12m (€)	4,05€/5,90€		

Marges solides malgré la baisse des revenus d'intérêts

A retenir

- Résultats semestriels en baisse mais toujours très solides (marge REX sur PNB de 37,6%)
- La belle dynamique sur le courtage n'a pas permis de compenser la baisse mécanique des revenus de taux
- Tendance commerciale toujours favorablement orientée

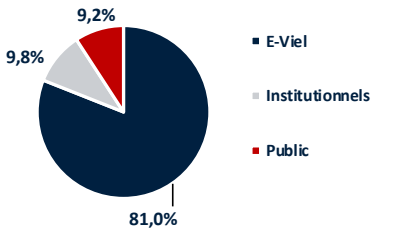
Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
PNB	70,4	69,3	71,9	74,4
var %	*13,0%*	*-1,6%*	*3,7%*	*3,5%*
EBE	29,7	27,9	29,7	31,1
% PNB	*42,2%*	*40,3%*	*41,3%*	*41,8%*
ROC	26,2	24,9	26,5	27,6
% PNB	*37,3%*	*35,9%*	*36,9%*	*37,1%*
RN pdg	19,1	18,2	19,4	20,2
% PNB	*27,1%*	*26,3%*	*27,0%*	*27,2%*
Bnpa (€)	0,36	0,34	0,37	0,38
ROE (%)	23,7%	19,4%	18,8%	17,9%
Gearing (%)	-70,0%	-64,8%	-65,3%	-66,0%
Dette nette	-56,3	-61,0	-67,5	-74,4
Dividende n (€)	0,20	0,19	0,20	0,21
Yield (%)	4,6%	4,4%	4,7%	4,9%

Multiples de valorisation

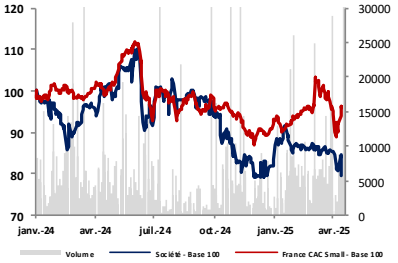
	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	3,0	2,4	2,3	2,1
VE/EBE (x)	7,2	6,1	5,5	5,0
VE/ROC (x)	8,2	6,8	6,1	5,6
P/E (x)	14,1	12,6	11,8	11,4

Actionnariat



Performances boursières

	Ytd	1m	3m	12m
Performances (%)	3,0%	-0,2%	-4,7%	-16,4%



Publication des résultats S1 2025

Bourse Direct annonce des résultats semestriels en légère baisse avec un PEB S1 de 37,2 M€ (-3,0%) et un PNB de 34,3 M€ (-3,0%). Le REX de la société ressort logiquement en léger recul (-8,8%) et s'établit à 12,9 M€ (marge sur PNB de 37,6%) pour un RN de 9,4 M€. Après avoir atteint un point haut en 2024, les produits de taux affichent une décroissance logique, qui n'a pas été entièrement compensée par la très bonne dynamique sur le courtage. Les résultats annuels du groupe devraient tout de même se maintenir à d'excellents niveaux.

Léger recul mécanique de la top line

Après avoir affiché un T1 2025 en retrait de -2,4%, la tendance s'est confirmée sur la seconde partie du semestre. Le PEB S1 de Bourse Direct s'établit ainsi à 37,2 M€ (-3,0%). Dans le détail, les produits d'intérêt sont ressortis à 17,4 M€ (-11,3%), traduisant deux éléments : 1/ la baisse mécanique des taux après le point haut de 2024 et 2/ des comptes à vue moins rémunérateurs (-46% YoY) du fait d'une activité très soutenue des clients sur le premier semestre (part du cash dans les actifs de 11,6%, contre un niveau >15% en temps normal).

Les commissions de courtage, de leur côté, ont ainsi fortement progressé (19,2 M€ soit une hausse de +7,1%), stimulées par 1/ un environnement volatil sur le BtoC, 2/ la progression continue du recrutement (+6,1% YoY), 3/ un nombre d'ordres traités en nette croissance (+16,1% à 2,8m) et 4/ un montant de courtage/ordre stable. La partie BtoB, avec Exoé, affiche de son côté un CA en baisse de -13% à 3,7 M€ sur une base défavorable (CA S1 2024 en hausse de +16,7%).

Un deleverage bien contenu, et un niveau de marge toujours très attractif

Malgré la baisse de la top line, Bourse Direct a bien limité le deleverage avec un REX S1 qui enregistre une baisse de seulement -8,8%, à 12,9 M€, pour un RN en retrait de -9,0% (9,4 M€). La marge d'exploitation ressort ainsi à 36,7% (-270 bps vs 39,4 % au S1 2024). Nous notons deux éléments additionnels : 1/ une baisse de -2,6% des charges opérationnelles du groupe, à 19,7 M€, grâce à un travail engagé en la matière, et 2/ un impact négatif d'Exoé, dont le résultat net affiche un recul de -14,5% sur la période.

Pierre LAURENT - Head Equity Research - 01 44 70 20 78 - plaurent@elcorp.com

Bilan toujours impeccable

Avec des capitaux propres de 78,3 M€ (84,4 M€ hors actions propres) et une trésorerie nette de 50,3 M€ (vs 56,4 M€ à la clôture des comptes 2024), le bilan de Bourse Direct reste de grande qualité. Sur la période, le groupe a généré un FCF de 4,3 M€ mais décaissé 10,4 M€ de dividendes.

Perspectives et estimations

Malgré une baisse relative de ses résultats, nous considérons que Bourse Direct a réalisé un bon premier semestre dans un environnement de taux rentré en phase de normalisation. La tendance sur le courtage est notamment excellente, au même titre que la conquête clients, qui se poursuit, malgré une concurrence accrue.

Le développement du marché devrait continuer dans les prochains mois, à la faveur d'un environnement macro-économique toujours source de volatilité, d'un intérêt grandissant pour la bourse chez les plus jeunes générations et aussi d'un contexte politique et économique très favorable à la montée en puissance des comptes titres (baisse du taux du livret A, proposition de loi visant au renforcement du PEA, etc.). Le renforcement de l'offre du groupe (service de prêt de titres, lancement d'un outil de programmation d'ordres, développement de l'épargne) est un catalyseur supplémentaire. Les revenus d'intérêts, eux, devraient se stabiliser autour des 35 M€ pour les trois prochaines années selon la direction (sur la base d'un replacement de la trésorerie à des taux dégressifs, ainsi que d'un encours stable).

Suite à la publication et aux différents éléments évoqués, nous revoyons légèrement notre prévision de PNB (69,3 M€ vs 72,3 M€ précédemment), qui fait ressortir une croissance 2025e de -1,6%. Mécaniquement, nous tablons désormais sur un REX 2025e de 24,9 M€ (35,9% du PNB) pour un RN de 18,2 M€, soit un downgrade de -5,6% de nos BPA estimés (0,34€ vs 0,35€ précédemment).

Recommandation

Nous réitérons notre objectif de cours de 7,00€ ainsi que notre recommandation à Achat.

Présentation de la société

Avec plus de 4,6 millions d'ordre exécutés en 2024, Bourse Direct est un acteur majeur du courtage en ligne en France. Dotée d'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 et diversifiés : le pôle bourse (courtage et tenue de compte/conservation), le pôle placement (trésorerie et épargne) et le pôle portail, à travers lequel il monétise son site internet. La récente remontée des taux est une opportunité exceptionnelle pour le groupe, qui peut placer d'importants montants sur des dépôts à terme bien rémunérés et avec une maturité plutôt longue.

Argumentaire d'investissement

Une traction commerciale historique. Entre 2012 et 2023, Bourse Direct a ouvert, annuellement, une moyenne de 16 000 nouveaux comptes. Aujourd'hui, la société en exploite plus de 310 000, 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 contributrice à la rentabilité du groupe et à ses marges.

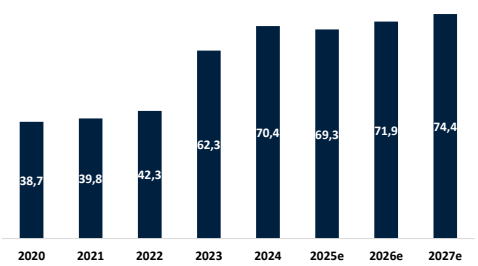
Du cash pour des acquisitions. Typique du secteur, le groupe est en situation de trésorerie nette positive (56,0 M€ en 2023), lui offrant la possibilité d'avoir une politique M&A active. Bourse Direct a d'ailleurs récemment acquis Exoé, acteur majeur du courtage B2B, ce qui va lui permettre de significativement enrichir son offre et de bénéficier de synergies de coûts à terme.

Exposition positive à la hausse des taux. BD dispose d'environ 1Md€ 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. Nous tablons sur un RNpg de 19,7 M€ en 2025, contre 5,7 M€ en 2022, avant hausse des taux.

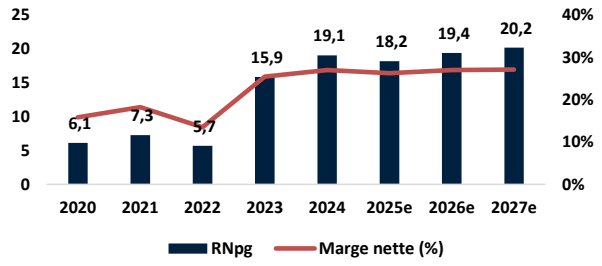
Multiples de valorisation des comparables

		EV/sales			EV/EBIT			P/E		
Société	**Capitalisation**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**
Avanza Bank Holding AB	5 031,3	11,0x	10,5x	9,4x	16,4x	15,9x	14,1x	22,6x	22,2x	19,6x
FinecoBank SpA	11 528,2	10,3x	9,8x	9,1x	14,4x	13,8x	12,8x	19,1x	18,0x	16,7x
flatexDEGIRO AG	2 900,9	2,7x	2,5x	2,3x	7,0x	6,1x	5,1x	20,5x	17,9x	14,8x
Nordnet AB	5 960,8	12,0x	11,4x	10,1x	17,3x	16,9x	14,7x	22,6x	22,0x	19,0x
Swissquote Group Holding Ltd.	8 769,9	5,1x	4,8x	4,3x	10,5x	9,5x	8,5x	26,8x	25,1x	22,1x
Moyenne	**6 838,2**	**8,2x**	**7,8x**	**7,0x**	**13,1x**	**12,4x**	**11,0x**	**22,3x**	**21,0x**	**18,4x**
Médiane	**5 960,8**	**10,3x**	**9,8x**	**9,1x**	**14,4x**	**13,8x**	**12,8x**	**22,6x**	**22,0x**	**19,0x**

Evolution du produit net bancaire (M€)



Evolution du RNpg et marge nette



Pierre LAURENT - Head Equity Research - 01 44 70 20 78 - plaurent@elcorp.com

Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Produit net bancaire	**38,7**	**39,8**	**42,3**	**62,3**	**70,4**	**69,3**	**71,9**	**74,4**
Excédent brut d'exploitation	11,4	11,7	9,6	25,2	29,7	27,9	29,7	31,1
Résultat opérationnel courant	**9,7**	**10,0**	**7,8**	**22,0**	**26,2**	**24,9**	**26,5**	**27,6**
Résultat opérationnel	9,7	10,0	7,8	22,0	26,0	24,9	26,5	27,6
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts	3,0	2,6	1,9	5,6	6,7	6,4	6,8	7,1
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Résultat net part du groupe	**6,1**	**7,3**	**5,7**	**15,9**	**19,1**	**18,2**	**19,4**	**20,2**
Bilan (M€)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Actifs non courants	51,6	88,3	52,1	53,8	34,4	35,9	37,2	38,2
dont goodwill	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Disponibilités + VMP	**51,3**	**35,3**	**43,2**	**56,0**	**56,3**	**61,0**	**67,5**	**74,4**
Capitaux propres	67,8	66,9	68,4	75,9	80,5	94,1	103,4	112,9
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Bilan	**1 187,7**	**1 354,1**	**1 328,3**	**1 308,6**	**1 171,3**	**1 178,9**	**1 188,3**	**1 197,7**
Tableau de flux (M€)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Marge Brute d'autofinancement	11,6	8,8	7,5	19,1	29,5	21,2	22,6	23,7
Variation de BFR	-3,3	9,1	-6,0	-5,9	8,7	1,5	1,5	1,5
Flux net de trésorerie généré par l'activité	**14,9**	**-0,3**	**13,5**	**25,0**	**20,8**	**19,7**	**21,1**	**22,2**
Investissements opérationnels nets	-1,9	-3,3	-1,4	-2,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5
Investissements financiers nets	0,0	-9,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	**-1,9**	**-12,6**	**-1,4**	**-2,5**	**-4,5**	**-4,5**	**-4,5**	**-4,5**
Augmentation de capital	0,0	0,0	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	0,0	0,0
Dividendes versés	-1,1	-2,7	-4,2	-8,5	-8,3	-10,6	-10,1	-10,8
Flux de trésorerie liés au financement	**-3,4**	**-3,1**	**-4,2**	**-8,5**	**-16,0**	**-10,6**	**-10,1**	**-10,8**
Ratios (%)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Variation PNB	**39,1%**	**2,8%**	**6,2%**	**47,3%**	**13,0%**	**-1,6%**	**3,7%**	**3,5%**
Marge EBE	29,4%	29,4%	22,7%	40,5%	42,2%	40,3%	41,3%	41,8%
Marge opérationnelle courante	25,1%	25,1%	18,5%	35,3%	37,3%	35,9%	36,9%	37,1%
Marge opérationnelle	**25,1%**	**25,1%**	**18,5%**	**35,3%**	**37,0%**	**35,9%**	**36,9%**	**37,1%**
Marge nette	15,9%	18,3%	13,5%	25,5%	27,1%	26,3%	27,0%	27,2%
Capex (% CA)	4,9%	8,3%	3,3%	4,0%	6,4%	6,5%	6,3%	6,0%
ROE	**9,1%**	**10,9%**	**8,4%**	**20,9%**	**23,7%**	**19,4%**	**18,8%**	**17,9%**
Payout	45,8%	53,3%	74,0%	53,2%	55,5%	55,5%	55,5%	55,5%
Dividend yield	3,1%	2,3%	2,5%	3,4%	3,9%	4,4%	4,7%	4,9%
Ratios d'endettement	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Gearing (%)	-75,6%	-52,7%	-63,2%	-73,8%	-70,0%	-64,8%	-65,3%	-66,0%
Dette nette/EBE	-4,5	-3,0	-4,5	-2,2	-1,9	-2,2	-2,3	-2,4
EBE/charges financières	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Valorisation	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Nombre d'actions (en millions)	56,3	55,5	52,9	52,9	52,9	52,9	52,9	52,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	56,0	55,9	54,2	52,9	52,9	52,9	52,9	52,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,6	3,1	3,2	4,7	5,1	4,3	4,3	4,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	90,0	173,2	170,7	248,6	269,8	229,6	229,6	229,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-51,3	-35,3	-43,2	-56,0	-56,3	-61,0	-67,5	-74,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,7	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5
(4) Valeur des actifs financiers	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	37,5	138,7	128,3	193,4	214,0	169,1	162,6	155,7
VE/CA	1,0x	3,5x	3,0x	3,1x	3,0x	2,4x	2,3x	2,1x
VE/ EBE	3,3x	11,9x	13,3x	7,7x	7,2x	6,1x	5,5x	5,0x
VE/ROC	3,9x	13,9x	16,4x	8,8x	8,2x	6,8x	6,1x	5,6x
P/E	**14,6x**	**23,8x**	**29,8x**	**15,6x**	**14,1x**	**12,6x**	**11,8x**	**11,4x**
P/B	1,3x	2,6x	2,5x	3,3x	3,4x	2,4x	2,2x	2,0x
Données par action €)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Bnpa	0,11	0,13	0,11	0,30	0,36	0,34	0,37	0,38
Book value/action	1,2	1,2	1,3	1,4	1,5	1,8	2,0	2,1
Dividende /action	0,05	0,07	0,08	0,16	0,20	0,19	0,20	0,21
Payout	45,8%	53,3%	74,0%	53,2%	55,5%	55,5%	55,5%	55,5%

Pierre LAURENT - Head Equity Research - 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 :
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

"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 évènements 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 règlementation 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 règlementaires 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