

Achat

Objectif de cours	7,00 €
Cours au 22/02/2024	4,88 €
Potentiel	43,4%

Données valeur

BSD-FR / BSD-EN	
Euronext Paris	
Capitalisation (M€)	258,2
Nb de titres (en millions)	52,9
Volume moyen 12 mois (titres)	8 031
Extrêmes 12 mois	3,71 € 6,10 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-7,2%	-2,0%	-17,0%	29,1%
Perf CAC Small	0,1%	1,2%	9,5%	-8,5%

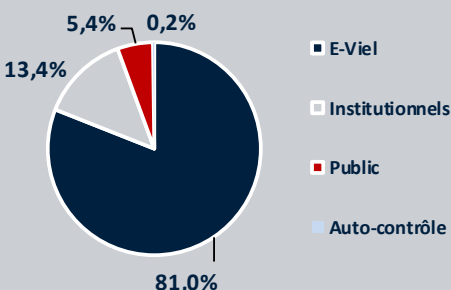
Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
PNB	42,3	62,3	70,7	77,8
var %	6,2%	47,3%	13,5%	10,1%
EBE	9,6	23,7	30,1	34,7
% PNB	22,7%	38,1%	42,6%	44,5%
ROC	7,8	21,8	27,6	31,7
% PNB	18,5%	35,1%	39,0%	40,7%
RN pdg	5,7	15,9	20,2	23,2
% PNB	13,5%	25,6%	28,5%	29,8%
Bnpa (€)	0,11	0,30	0,38	0,44
ROE (%)	8,4%	21,0%	23,4%	23,7%
Gearing (%)	-63,2%	-73,7%	-83,2%	-91,3%
Dette nette	-43,2	-56,0	-71,6	-89,2
Dividende n (€)	0,08	0,16	0,19	0,22
Yield (%)	1,6%	3,3%	3,9%	4,5%

Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	3,0	3,1	2,6	2,2
VE/EBE (x)	13,3	8,1	6,2	4,9
VE/ROC (x)	16,3	8,8	6,8	5,3
P/E (x)	29,8	15,6	12,8	11,1

Actionnariat



Des résultats historiques

Publication des résultats 2023

Dans un contexte 2023 marqué par la forte hausse des taux, Bourse Direct publie des résultats aussi historiques qu'excellents. Le groupe affiche, conformément à nos prévisions, une top line en très forte hausse (PEB 68,5 M€, soit +41,4%, et PNB 62,3 M€, soit +47,5%) et une rentabilité qui explose. Le REX, porté par les revenus d'intérêt, ressort à 21,8 M€, contre 7,8 M€ en 2022 (+180%) et le RNpg est multiplié par plus de 2,5x pour s'établir à 15,9 M€ (vs 5,7 M€). Bourse direct annonce également un doublement de son dividende à 0,16 € (c3,3% yield au cours actuel).

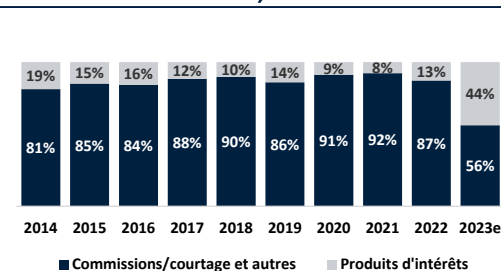
Un actif bien valorisé avec la hausse des taux

L'exercice de Bourse Direct a été marqué par deux tendances opposées: la poursuite du recul des commissions de courtage sur les particuliers d'un côté et l'explosion des produits d'intérêt de l'autre.

Sur le courtage, malgré une conquête clients 2023 à nouveau plutôt impressionnante (310k comptes ouverts à fin décembre, +15,3% vs 2022), le nombre d'ordres traités continue de structurellement décliner depuis les records du COVID, en phase avec la tendance observée sur l'ensemble des marchés actions européens et français en 2023 (-12% selon Euronext). Bourse Direct a ainsi exécuté 4,5 millions d'ordres en 2023, contre 5,2 millions (-14%) en 2022 et plus de 6 millions en 2021, ce qui implique un nombre d'ordres par compte en recul de plus de -20% entre 2022 et 2023 (14,5 vs 18,6 non arrondi). A noter, en parallèle, la bonne tenue du courtage BtoB à travers Exoé, qui affiche une croissance annuelle positive (+1,7% à 6,3 M€). Au total, les commissions de courtage générées par Bourse Direct affichent ainsi un recul de -13,9% par rapport à 2022, à 34,1 M€ (vs 39,6 M€).

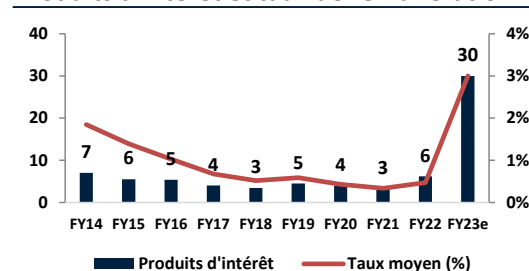
Ce sont donc principalement les revenus d'intérêt (les autres lignes de chiffre d'affaires, comme ceux du portail et de l'épargne, ont progressé de +8% à 2,9 M€, mais restent marginaux dans le mix) qui ont tiré la croissance du groupe. L'environnement de taux élevés a, comme attendu, permis de placer une partie de la trésorerie des clients sur des comptes à terme rémunérés, qu'ils le soient à taux fixe ou à taux variable. Selon la direction, entre 900 M€ et 1Md€ placés ont généré, sur 2023, plus de 31 M€ d'intérêts (soit un taux moyen >3%), à comparer à un peu plus de 6 M€ en 2022. Les produits d'intérêt ont donc considérablement changé le mix du groupe, mais aussi le profil de rentabilité de la société, ces produits étant (avant impôts) presque du profit pur.

Mix PEB Bourse Direct, 2014-2023e



Sources: société, Euroland

Produits d'intérêt et taux de rémunération



Sources: société, Euroland

Sur 2023, le REX de Bourse Direct a par conséquent très fortement progressé, pour atteindre 21,8 M€ (vs 7,8 M€ en 2022), soit une marge (sur PNB) de 35,1%, à comparer à 18,5% l'année dernière, en dépit de la forte hausse des charges d'exploitation, qui intègrent des éléments variables liés à la croissance (participation des salariés, notamment). Après comptabilisation des impôts, le RNpg de la société progresse de près de 180% pour atteindre le niveau historique de 15,9 M€, soit une marge nette de 25,6% (+1 210 bps).



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

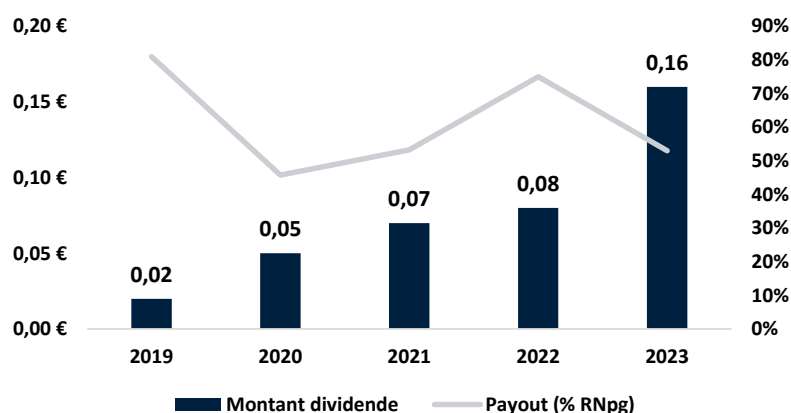


Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Bilan excellent, et doublement du dividende

Le profil du bilan de Bourse Direct continue de se renforcer exercice après exercice. Fort d'une rentabilité en très forte progression, et d'un modèle peu intensif en capital, le groupe affiche désormais une position de trésorerie nette de 56,0 M€, contre 43,2 M€ à la clôture 2022, pour des capitaux propres de 75,9 M€ (vs 68,4 M€). Du fait de la forte hausse des résultats, un dividende de 0,16€ devrait être versé au titre de 2023. C'est deux fois le montant unitaire du dividende de 2022 (0,08€), soit un payout supérieur à 50% et un rendement proche de 3,5% au cours actuel.

Dividende/action et payout Bourse Direct, 2019-2023



Sources: société, Euroland

Perspectives: c'est parti pour durer

L'année 2024 s'annonce du même acabit pour le groupe. S'il est assez aléatoire de prédire l'évolution des marchés, des comportements des investisseurs particuliers en matière de trading et donc des volumes d'ordres, nous pouvons quand même légitimement penser que la conquête clients va se poursuivre du fait du positionnement prix et de l'excellence commerciale du groupe. Nous tablons sur l'ouverture d'au moins 40 000 nouveaux comptes en 2024, soit une croissance brute similaire à celle des années précédentes. En ce qui concerne la rémunération des actifs, le groupe a placé près de la moitié de sa trésorerie au 31/12/2023 1/ à des taux fixes supérieurs à 4% et 2/ sur des maturités supérieures à cinq ans. Nous estimons donc que même en cas de baisse des taux, les revenus d'intérêt de Bourse Direct devraient continuer à croître sur les années à venir, hors effet de remplacement et comptes à vue, d'autant qu'ils seront soutenus par la progression incrémentale de l'encours.

En modélisant par ailleurs une croissance raisonnable sur Exoé et l'épargne, sur lesquels le groupe souhaite accentuer ses efforts, nous estimons que le PEB 2024e de Bourse Direct devrait au moins atteindre 70,7 M€ (+13,5%), pour un ROC de 27,6 M€ (marge de 39% vs 35,1% 2023e) et un RNpg de 20,2 M€ (soit des BPA en hausse de +26,7%). Nous calculons enfin un atterrissage de trésorerie nette 2024e de 71,6 M€.

Recommandation

Après revue du modèle, nous confirmons notre recommandation à Achat et notre objectif de cours de 7,00€ sur le titre qui fait ressortir, sur notre estimation, une valorisation de 18x P/E 2024e, un niveau sur lequel nous sommes à l'aise étant donné la croissance des BPA que nous anticipons sur les trois prochaines années. Un an après avoir expliqué [ici](#) en quoi le dossier et le timing nous semblaient particulièrement intéressants, et malgré la progression du titre sur la période (+25%), nous considérons que Bourse Direct représente toujours une opportunité aussi dé-risquée qu'unique dans le marché actuel.



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



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

Présentation de la société

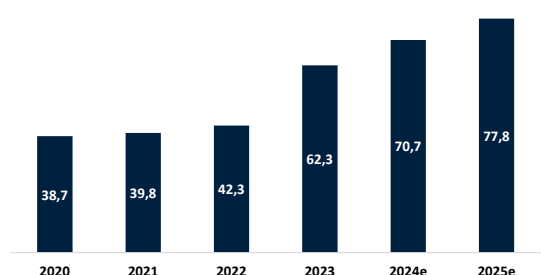
Avec plus de 4,5 millions d'ordre exécutés en 2023, Bourse Direct est un acteur majeur du courtage en ligne en France. Dotée d'une offre particulièrement attractive (commissions de courtage parmi les plus basses du marché, service clients maintes fois plébiscité), la société parvient à se démarquer au 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/conserverie), 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.

Evolution du cours (base 100)



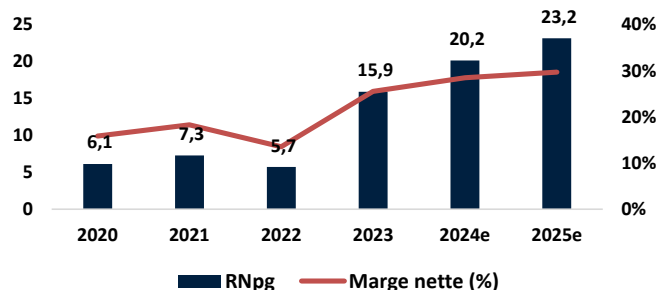
Evolution du PNB (en M€)



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 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 (43,2 M€ en 2022), 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 20,2 M€ en 2024, contre 15,9 M€ en 2023, avant hausse des taux.

Evolution du RNpg (en M€)



Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBIT			P/E		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Avanza Bank Holding AB	3 048,2	8,4x	8,1x	7,5x	13,0x	12,9x	12,0x	17,4x	17,6x	16,2x
FincoBank SpA	8 090,9	7,9x	7,9x	7,8x	10,7x	11,0x	10,8x	13,8x	14,1x	13,9x
flatexDEGIRO AG	1 090,9	0,7x	0,7x	0,6x	2,0x	1,8x	1,8x	9,7x	9,1x	9,5x
Nordnet AB	4 053,5	8,7x	8,5x	7,9x	12,0x	12,0x	10,8x	17,9x	17,8x	16,3x
Swissquote Group Holding Ltd.	3 649,0	5,8x	5,2x	5,2x	9,2x	8,3x	6,7x	13,3x	11,7x	11,8x
Moyenne	3 986,5	6,3x	6,1x	5,8x	9,4x	9,2x	8,4x	14,4x	14,1x	13,5x
Médiane	3 649,0	7,9x	7,9x	7,5x	10,7x	11,0x	10,8x	13,8x	14,1x	13,9x

Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Produit net bancaire	38,7	39,8	42,3	62,3	70,7	77,8	82,9
Excédent brut d'exploitation	11,4	11,7	9,6	23,7	30,1	34,7	38,5
Résultat opérationnel courant	9,7	10,0	7,8	21,8	27,6	31,7	35,5
Résultat opérationnel	9,7	10,0	7,8	21,8	27,6	31,7	35,5
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts	3,0	2,6	1,9	5,7	7,2	8,3	9,3
Mise en équivalence	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	0,2	0,2	0,2
Résultat net part du groupe	6,1	7,3	5,7	15,9	20,2	23,2	26,0
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	51,6	88,3	52,1	52,7	47,9	47,9	47,9
<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>	<i>0,0</i>
BFR	-19,1	-32,3	-21,4	-40,1	-56,4	-80,0	-99,0
Disponibilités + VMP	51,3	35,3	43,2	56,0	71,6	89,2	108,1
Capitaux propres	67,8	66,9	68,4	75,9	86,0	97,6	110,6
Emprunts et dettes financières	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	1 307,5	1 317,6	1 329,1	1 342,1
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	11,6	8,8	7,5	17,8	22,7	26,2	29,0
Variation de BFR	-3,3	9,1	-6,0	-5,9	-6,0	-6,0	-6,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	14,9	-0,3	13,5	23,7	28,7	32,2	35,0
Investissements opérationnels nets	-1,9	-3,3	-1,4	-2,5	-3,0	-3,0	-3,0
Investissements financiers nets	0,0	-9,3	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	-3,0	-3,0	-3,0
Augmentation de capital	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
Dividendes versés	-1,1	-2,7	-4,2	-8,5	-10,1	-11,6	-13,0
Flux de trésorerie liés au financement	-3,4	-3,1	-4,2	-8,5	-10,1	-11,6	-13,0
Variation de trésorerie	9,6	-15,9	7,9	12,8	15,6	17,6	19,0
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Variation PNB	39,1%	2,8%	6,2%	47,3%	13,5%	10,1%	6,5%
Marge EBE	29,4%	29,4%	22,7%	38,1%	42,6%	44,5%	46,4%
Marge opérationnelle courante	25,1%	25,1%	18,5%	35,1%	39,0%	40,7%	42,8%
Marge opérationnelle	25,1%	25,1%	18,5%	35,1%	39,0%	40,7%	42,8%
Marge nette	15,9%	18,3%	13,5%	25,6%	28,5%	29,8%	31,4%
Capex (% CA)	-4,9%	-8,3%	-3,3%	-4,0%	-4,2%	-3,9%	-3,6%
BFR (% CA)	-49,4%	-81,0%	-50,5%	-64,4%	-79,7%	-102,7%	-119,4%
ROE	9,1%	10,9%	8,4%	21,0%	23,4%	23,7%	23,5%
Payout	45,8%	53,3%	74,0%	53,2%	50,0%	50,0%	50,0%
Dividend yield	3,1%	2,3%	2,5%	3,4%	3,9%	4,5%	5,0%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Gearing (%)	-75,6%	-52,7%	-63,2%	-73,7%	-83,2%	-91,3%	-97,8%
Dettes nette/EBE	-4,5	-3,0	-4,5	-2,4	-2,4	-2,6	-2,8
EBE/charges financières	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Valorisation	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	56,3	55,5	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
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,6	3,1	3,2	4,7	4,9	4,9	4,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	90,0	173,2	170,7	248,6	258,2	258,2	258,2
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-51,3	-35,3	-43,2	-56,0	-71,6	-89,2	-108,1
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	37,5	138,0	127,5	192,7	186,6	169,0	150,0
VE/CA	1,0	3,5	3,0	3,1	2,6	2,2	1,8
VE/EBE	3,3	11,8	13,3	8,1	6,2	4,9	3,9
VE/ROC	3,9	13,8	16,3	8,8	6,8	5,3	4,2
P/E	14,6	23,8	29,8	15,6	12,8	11,1	9,9
P/B	1,3	2,6	2,5	3,3	3,0	2,6	2,3
Données par action €)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Bnpa	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5
Book value/action	1,2	1,2	1,3	1,4	1,6	1,8	2,1
Dividende /action	0,05	0,07	0,08	0,16	0,19	0,22	0,25
Payout	45,8%	53,3%	74,0%	53,2%	50,0%	50,0%	50,0%

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."