

Accumuler	Potentiel	13%
Objectif de cours		16,60 €
Cours au 19/11/2013		14,65 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALUCR -FR / ALUCR : FP	

Ucar

Location de véhicules

Miser sur le levier opérationnel

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	10%	9,1%	16,7%	11,4%
Perf Small 90	21,9%	0,9%	12,3%	32,0%

Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)	25,3
Nb de titres (en millions)	1,7
Volume 12 mois (titres)	537
Extrêmes 12 mois	12,01€ / 16,05€

Actionnariat

Fondateurs	67%
Flottant	19%
Axa	14%

Données financières (en M €)

	au 31/12	2012	2013e	2014e	2015e
CA		65,2	56,7	54,2	55,4
var %		9,8%	-13,1%	-4,4%	2,2%
EBE		2,0	2,8	3,5	4,4
%CA		3,0%	4,9%	6,5%	8,0%
ROC		1,4	2,3	3,0	3,7
%CA		2,1%	4,1%	5,6%	6,6%
RN pdg		0,9	1,5	2,0	2,5
%CA		1,3%	2,6%	3,7%	4,4%
Bnpa (€)		0,49	0,86	1,18	1,43
Gearing (%)		-77%	-79%	-77%	-79%
ROCE (%)		80%	90%	112%	95%
ROE (%)		12%	7%	11%	13%
Dette nette 2012		-9,5			
Dividende n (€)		0,20			
Yield (%)		1%			

Ratios

	2012	2013e	2014e	2015e
VE/CA (x)	0,2	0,3	0,3	0,3
VE/EBE (x)	7,9	5,7	4,5	3,5
VE/ROC (x)	11,3	6,8	5,2	4,3
PE (x)	29,7	17,2	12,4	10,3

Analyste :

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

Ucar est un des leaders français de la location de proximité courte durée en France. Son positionnement de loueur low cost et son maillage territorial de 242 agences, lui permet de bien résister dans un marché de la location de courte durée marqué par l'intensification de la concurrence.

Ucar se tourne vers l'obtention d'un réseau de distribution peu capitalistique et fortement générateur de cash avec l'optimisation de son réseau de succursales et l'accélération du développement des réseaux en franchise et en marque blanche.

Ucar devrait procéder à l'optimisation de son réseau de succursales, poursuivre le développement rapide de ses franchises exclusives (TCAM du volume d'affaires attendu en hausse de près 7% entre 2012 et 2016) et accélérer le déploiement de ses agences en marque blanche et corners en franchise non exclusive compte tenu de sa capacité à signer des partenariats stratégiques (Audi en 2012, Autodistribution en 2013).

Dans le même temps, Ucar étoffe son offre de services et sa présence sur internet afin de porter la croissance organique de l'ensemble du réseau.

En parallèle de la transformation du réseau permettant l'allègement des coûts fixes, Ucar a mis en place un plan de réduction des coûts de structure venant porter la génération de cash flow.

La capacité d'Ucar à afficher de la croissance, redresser ses marges, faire évoluer son réseau vers un réseau à faible coûts fixes ainsi que sa solidité financière (trésorerie nette de 9,6 M€ et capitaux propres de 12,2 M€ à fin juin 2013), nous permettent d'anticiper une forte génération de cash flow sur les exercices à venir.

Nous initions la couverture de Ucar avec une opinion Accumuler et un objectif de cours à 16,60 € issu de la moyenne des valorisations par DCF et par comparables.

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	5
MATRICE SWOT	6
PRESENTATION DES ACTIVITES	7
HISTORIQUE	8
LE SPECIALISTE DE LA LOCATION COURTE DUREE	8
UN BUSINESS MODEL SOUTENU PAR LES VOLUMES ET L'OFFRE DE SERVICES	12
UN MARCHÉ DE LA LOCATION COURTE DUREE A DEUX VITESSES	18
PANORAMA DU MARCHÉ DE LA LOCATION COURTE DUREE DE VEHICULES	19
PANORAMA DE LA CONCURRENCE	23
PANORAMA DE LA LOCATION LONGUE DUREE	24
PANORAMA DU PARC DE VEHICULES	24
PERSPECTIVES STRATEGIQUE ET FINANCIERES	26
PERSPECTIVES STRATEGIQUES	26
RESULTATS SEMESTRIELS	32
PERSPECTIVES FINANCIERES	33
VALORISATION	37
VALORISATION PAR LES DCF	37
VALORISATION PAR LES COMPARABLES	39
CONCLUSION	41
ELEMENTS FINANCIERS	42
COMPTE DE RESULTAT	42
BILAN	43
FLUX DE TRESORERIE	43

Argumentaire d'investissement

- **Développement d'un réseau en franchise et en marque blanche fortement générateur de cash**

Ucar est engagé dans le développement d'un réseau faiblement capitalistique avec l'accélération des ouvertures d'agences en franchise et en marque blanche et la rationalisation du réseau de succursales. Compte tenu de la part croissante dans le chiffre d'affaires des revenus liés aux franchises et marques blanches, nous attendons un redressement significatif de la rentabilité avec une marge d'exploitation attendue à 8,5% en 2016 (vs 2,1% en 2012). Rendu moins sensible aux aléas conjoncturels, Ucar présentera ainsi un profil plus défensif aux fluctuations du marché de la location.

- **Un cycle de reprise sur le marché de la location courte durée**

Après une baisse des volumes de locations (jours de locations facturés), le marché semble s'inscrire à nouveau en hausse (+1,5 % au T3 2013) avec une reprise des locations de trajet notamment. Ucar est bien positionné à court terme pour bénéficier de cette reprise avec le développement de son offre de trajet. A moyen terme, la reprise économique viendra impacter favorablement l'activité d'Ucar, notamment sur la location de véhicules utilitaires, particulièrement corrélée au marché immobilier.

- **Enrichissement de l'offre et soutien à la croissance organique**

La croissance organique d'Ucar devrait être soutenue par l'enrichissement de son offre avec des services à forte valeur ajoutée. Ucar envisage ainsi de commercialiser une location « one way » d'ici fin 2014 (sans retour obligatoire de la voiture auprès de l'agence de départ), de développer sa présence sur le marché du trajet à travers ses agences « Travel services », de renforcer son offre d'assurance auprès des clients finaux et du réseau et enfin de développer sa communication online.

- **Une situation bilanciale très saine**

A fin juin 2013, avec des capitaux propres de 12,2 M€, une trésorerie nette de 9,6 M€ (0,4 M€ de dettes), un BFR négatif et des capex très limités compte tenu de la structure du groupe, Ucar a les moyens de financer ses projets de développement organique.

- **Un momentum favorable**

Compte tenu d'une reprise du marché, du plan de développement d'Ucar et de l'évolution de son business model vers une structure de coûts variables, nous estimons qu'Ucar a encore un potentiel de hausse de son titre avec un objectif de cours que nous estimons à 16,60€.

Matrice SWOT

Forces

- Développement d'un réseau peu capitalistique
- Scalabilité du modèle
- Accès aux protocoles constructeurs
- Savoir-faire de loueur et capacité à accompagner les franchisés, les constructeurs (en marque blanche) et les carrossiers/réparateurs (en franchise)
- Partenariat avec AutoDistribution permettant de déployer les franchises non exclusives
- Mise en place d'un plan de cost cutting

Opportunités

- Marché de la location de trajet en rebond
- Maturité des constructeurs et prise de conscience de l'intérêt d'offrir un service de location adapté
- Synergies possibles avec les autres marques des grands constructeurs partenaires et développement auprès d'autres grands constructeurs
- Renforcement de la présence sur internet
- Croissance du marché de la location longue durée
- Vieillesse du parc automobile français soutenant la location de remplacement

Faiblesses

- Faible croissance du chiffre d'affaires location
- Mauvaise rentabilité des succursales dans un contexte de faible croissance
- Activité française exclusivement

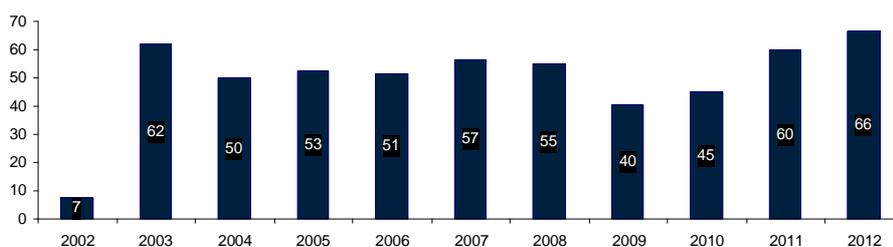
Menaces

- Concurrence accrue
- Pression sur les prix des locations notamment de véhicules utilitaires
- Baisse de l'activité immobilière et du nombre de déménagements qui impacte négativement la location de proximité
- Baisse pouvoir d'achat

Présentation des activités

Ucar est un loueur de véhicules particuliers et utilitaires courte durée positionné sur le marché de la proximité (centre et périphérie des villes) en France. Pionnier dans sa proposition d'offre low cost, UCAR se distingue par la qualité de son offre de véhicules et de services avec un prix toujours plus optimisé pour le client. Ucar propose ainsi ses offres de location de véhicules particuliers et utilitaires avec des prix planchers de 24€ pour 24h pour la citadine et 50€ pour 24h pour l'utilitaire. Avec un CA de 65,2 M€ en 2012, Ucar est un des leaders français de la location de proximité en France. Pour assurer le développement de son chiffre d'affaires, Ucar s'est doté d'un réseau de 242 points de vente en France avec une flotte atteignant près de 6 530 véhicules à fin 2012.

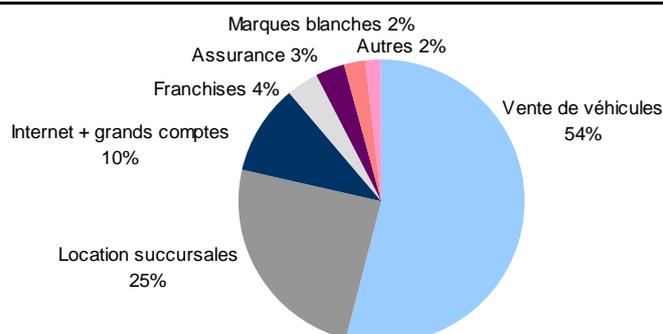
Chiffre d'affaires depuis 2002 (M€)



source: société / Euroland Corporate

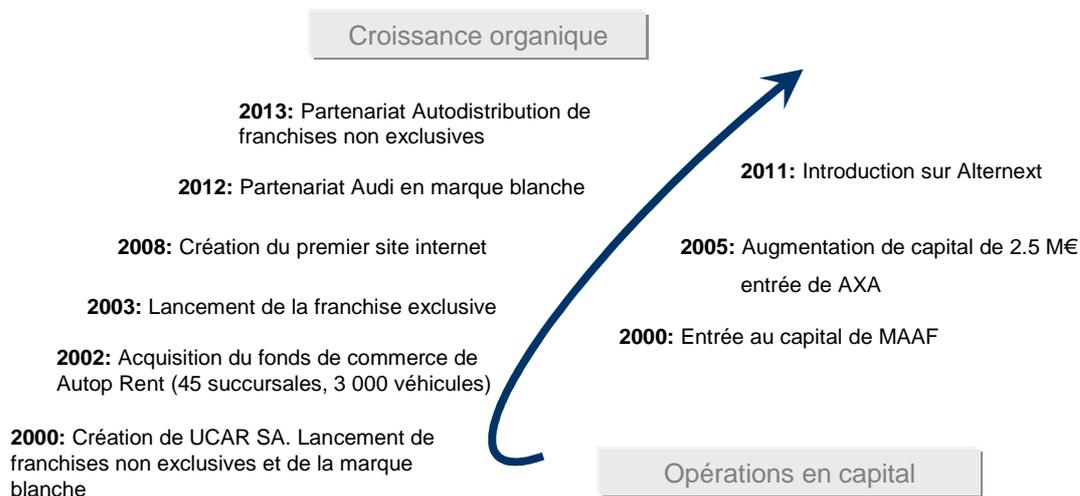
A fin septembre 2013, le réseau d'Ucar s'organise autour de 28 agences détenues en propre (succursales), 93 franchises exclusives, 23 franchises non exclusives (corners chez des réparateurs ou carrossiers) et 107 agences en marque blanche (Ucar opérant les agences de location chez les concessionnaires de grandes marques). La diversification des réseaux de distribution vers la franchise et en marque blanche permet à UCAR d'avoir un maillage territorial étendu à moindre frais, de diversifier son business model (vente directe en BtoC, prestations de service pour les constructeurs, redevance perçue des franchises) et de diminuer les risques.

Répartition du chiffre d'affaires 2012 (%)



source: société / Euroland Corporate

Historique



Le spécialiste de la location courte durée

La complémentarité des réseaux d'agences Ucar permet à la société de présenter un profil diversifié et plus défensif. La contribution croissante du réseau de franchise et les revenus issus des services permettent au groupe de lisser l'impact des aléas du marché de la location courte durée sur les résultats. Dans le même temps, la détention de succursales permet au groupe d'accéder aux protocoles constructeurs et de maîtriser le savoir-faire de la location courte durée. Ce savoir-faire permet au groupe de proposer son accompagnement en marque blanche auprès des plus grands constructeurs tout en diversifiant son business model vers des activités à fort levier opérationnel.

Le maillage territorial

L'optimisation du réseau des succursales

Après avoir fait l'acquisition du réseau de 45 agences (3 000 véhicules) de Autop Rent en 2002, Ucar a atteint la taille critique pour accéder aux protocoles constructeurs et développer un réseau de franchises. Ucar n'a de cesse depuis d'optimiser ce réseau fortement consommateur de cash. A fin 2012, Ucar ne dispose plus que d'un réseau de 29 agences sur l'ensemble du territoire français (28 agences à fin septembre 2013) représentant une flotte de 1 853 véhicules. Le chiffre d'affaires Location généré par le réseau succursales s'élève à 16,1 M€ en 2012 (dont 14,4 M€ via les agences en direct, 0,5 M€ via internet et 1,3 M€ via les grands comptes).

Evolution des indicateurs opérationnels des succursales

Succursales	2008	2009	2010	2011	2012
Nombre d'agences	38	34	32	30	29
<i>dont nombre d'ouvertures</i>		-4	-2	-2	-1
Parc de véhicules	2 533	2 210	2 111	2 270	1 853
Nombre de véhicules/agence	67	65	66	76	64

source: société / Euroland Corporate

Sur les trois dernières années le chiffre d'affaires moyen par agence s'élève à 565 k€ avec une flotte moyenne de 68 véhicules par agence. Compte tenu d'une concurrence accrue de la grande distribution sur les véhicules utilitaires (50% des locations dans les succursales), le réseau voit ses indicateurs opérationnels se dégrader avec un chiffre d'affaires location par point de vente en légère baisse (-1,6% de baisse annuelle moyenne entre 2009 et 2012).

Dans un contexte de marché très concurrentiel, le réseau des succursales, moins flexible, est particulièrement mis en difficulté. Afin d'améliorer ses indicateurs et la rentabilité du réseau, Ucar poursuit l'optimisation de ce dernier.

En parallèle, Ucar développe d'autres réseaux qui vont venir compenser la baisse de chiffre d'affaires issue des succursales.

L'expansion de la franchise exclusive

Ucar a commencé à mettre en place son réseau de franchise exclusive en 2003. Aujourd'hui présent sur l'ensemble du territoire avec 93 agences à fin septembre 2013, Ucar en a fait un axe de développement majeur pour le groupe compte tenu du levier opérationnel et du peu d'investissements nécessaires à son développement.

Evolution des indicateurs opérationnels des franchises exclusives

Franchise exclusive	2008	2009	2010	2011	2012
Nombre d'agences	59	62	64	82	89
<i>dont nombre d'ouvertures</i>		3	2	18	7
Parc de véhicules	1 617	1 922	2 097	2 247	2 617
Nombre de véhicules/agence	27	31	33	27	29

source: société / Euroland Corporate

Depuis 2010, Ucar ouvre en moyenne 9 agences par an avec un chiffre d'affaires moyen de 250k€ et une flotte moyenne d'un peu moins de trente véhicules/agence.

Sur le volume d'affaires généré par la franchise, Ucar perçoit une redevance de 8% du volume d'affaire généré, un droit d'entrée de 15 000€, une rémunération de 4 000€ pour la formation.

Franchise non exclusive en hausse

Ucar propose aux réparateurs, carrossiers et concessionnaires un service de location clé en main leur permettant d'enrichir leur offre de service envers leur clientèle, notamment en terme de véhicule de remplacement. La franchise non exclusive est l'offre historique d'Ucar qui a cherché à s'implanter dès le début auprès des réparateurs et carrossiers. Faiblement contributrice au chiffre d'affaires (<1 M€ en 2012 selon nos estimations), Ucar a signé en juin 2013 un partenariat avec le plus important réseau de carrosserie et de réparation de France, Autodistribution, qui lui permet d'accéder à ses 1 600 points de vente. A fin septembre 2013, le nombre de corners implanté est de 23. L'objectif affiché d'Ucar est d'ouvrir 35 agences par an.

Ucar se rémunère à travers des droits d'entrée (5 000€), une formation (3 100€) et une redevance de 8% sur le chiffre d'affaires de la franchise.

Marque blanche : des partenariats constructeurs solides

Ucar offre un service clé en main à de grands constructeurs automobiles qui leur permet d'offrir un service de location dans leur concession. Ucar a ainsi noué un partenariat avec Opel en 2000 et Audi en 2012. Les constructeurs bénéficient du savoir-faire de loueur d'Ucar pour développement de leur service de location (de remplacement ou de loisir).

Evolution des indicateurs opérationnels de la Marque Blanche

Marque blanche	2008	2009	2010	2011	2012
Nombre d'agences	102	97	94	93	103
dont nombre d'ouvertures		-5	-3	-1	10
Parc de véhicules	1 654	1 455	1 568	1 622	1 772
Nombre de véhicules/agence	16	15	17	17	17

source: societe / Euroland Corporate

Centrale d'achats

Ucar veille à fournir la flotte de véhicules à un prix négocié dans les meilleures conditions à ses réseaux de succursales et de franchises sous enseigne Ucar. Ucar peut procéder à l'achat des véhicules auprès des constructeurs via des protocoles constructeurs qui déterminent les quantités, remises, les conditions de mise en place et de « buy back ». Dans ce cas Ucar revend ensuite directement la flotte à un financier spécialisé (LIXXBAIL, Viaxel-SOFINCO, GE Money Bank, IVECO Lease et DIAC Location) qui loue le bien à Ucar ou à ses franchisés. Selon le protocole constructeur, le constructeur rachète le véhicule à l'issue d'une durée prédéterminée (6 mois pour les voitures et 18 à 24 mois pour les véhicules utilitaires).

Le recours au buy back (87,4% des achats en 2012) permet à Ucar de ne pas posséder de véhicules en propre et de ne pas avoir de flotte de véhicules immobilisée au bilan.

L'enjeu pour Ucar est de sécuriser un minimum de volume d'achat de véhicules par ses propres succursales et franchises. Ucar a réussi à en sécuriser une partie en rendant l'achat de 70% de la flotte auprès de la centrale d'achat d'Ucar obligatoire pour les franchisés exclusifs. Dans les faits le pourcentage d'achat des franchises auprès d'Ucar fleet (la centrale d'achat du groupe) est bien plus élevé.

Internet

Internet représente moins de 5% du chiffre d'affaires location sous enseigne et constitue un levier de croissance important pour Ucar. Compte tenu de son positionnement de loueur low cost, Ucar ne se positionne pas sur les sites de courtage de location de véhicules. Cependant, la société est en train de développer une stratégie de référencement naturel permettant de renforcer la visibilité des offres du groupe. Ucar a ainsi mis en place des premiers tests de marketing online à la performance co-financés par les franchisés qui permettent au groupe d'affiner son positionnement sur le web de façon géolocalisée.

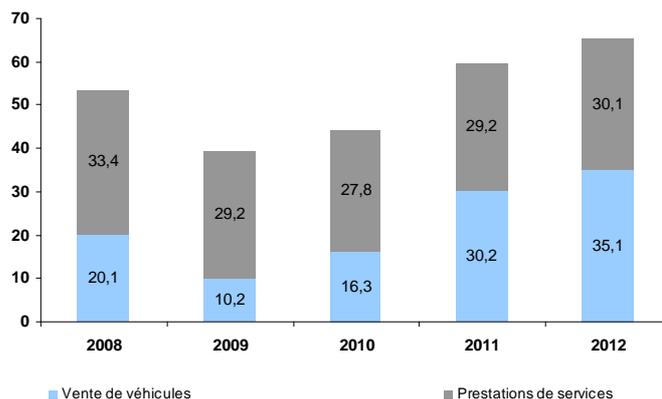
Dans le même temps, Ucar a lancé son offre « Travel Services » en 2012 permettant aux internautes de réserver une voiture sur un aéroport ou une gare, zones sur lesquelles Ucar n'est pas présent jusqu'à maintenant compte tenu du prix élevé des emplacements. Moyennant 15€ supplémentaires par trajet, Ucar se positionne ainsi sur le marché du trajet en mettant à disposition le véhicule. Cette offre rencontre un succès grandissant avec 90 agences virtuelles Travel Services visées d'ici fin 2013.

Les grands comptes

Ucar apporte de la clientèle à ses différents réseaux à travers la mise en place de partenariats avec des assureurs, assistants et loueurs de longue durée. Le réseau met alors à disposition des véhicules de location pour les besoins de la clientèle de ces grands comptes (accident, dépannage...). Le chiffre d'affaires généré par les grands comptes constitue un levier de croissance pour le groupe.

Un business model soutenu par les volumes et l'offre de services

Répartition du chiffre d'affaires par segment depuis 2008 (M€)

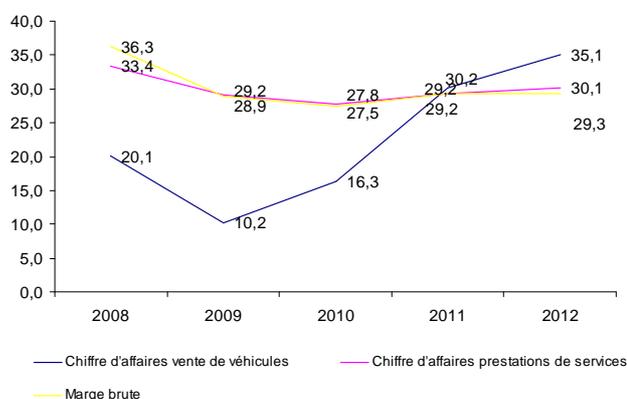


source: société / Euroland Corporate

Avec 54% du chiffre d'affaires 2012 généré par l'activité de revente de véhicules (vs 51% en 2011 et 37% en 2010), l'activité s'inscrit dans un plan de développement annuel qui, selon les protocoles constructeurs, peuvent faire varier sensiblement le chiffre d'affaires (selon que la comptabilisation est faite sur la base d'une vente ou d'une seule commission sur la commande de véhicule).

Cependant, le chiffre d'affaires lié à la vente de véhicules génère une marge brute très faible compte tenu de la volonté affichée du groupe de proposer des véhicules aux meilleurs prix à ses réseaux. La marge brute globale est ainsi faiblement impactée par la volatilité du chiffre d'affaires vente de véhicules.

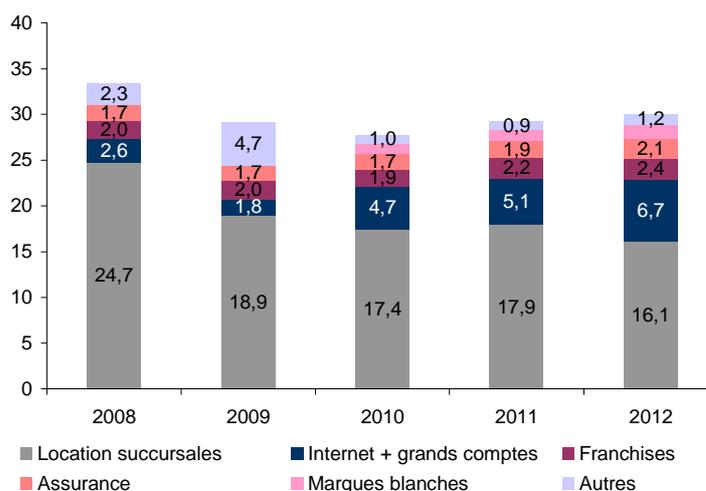
CA vente de véhicules, CA prestations de services et marge brute (M€)



source: société / Euroland Corporate

Hors vente de véhicules, Ucar affiche un chiffre d'affaires prestations de services en lien avec la capacité de chaque réseau à générer de la croissance selon le nombre d'agences, la taille du parc et le chiffre d'affaires/véhicule.

Répartition du chiffre d'affaires prestation de services depuis 2008 (M€)



source: société / Euroland Corporate

Forte accélération du développement des réseaux en franchise à partir de 2011

Le chiffre d'affaires est lié au nombre de sites ouverts, au nombre de véhicules disponibles et utilisés par agence et au chiffre d'affaire par véhicule.

Indicateurs clés sur les réseaux Ucar

	Evolution entre 2009 et 2012			Tendance 2013/2015		
	nb agences	nb véhicule / agence	CA	nb agences	Impact CA 2013/2015	Leviers
Succursales	-15%	-2%	-15%	baisse	baisse	optimisation succursales
Franchises exclusives	44%	-5%	45%	hausse	hausse	ouverture franchises
Marques blanches	6%	15%	20%	hausse	hausse	partenariat constructeurs
Franchises non exclusives	-28%	-17%	-41%	hausse	hausse	partenariat AD

source: société / Euroland Corporate

Dans un contexte de baisse du marché et du nombre de points de vente, le chiffre d'affaires des succursales ressort à 16,1 M€ en 2012, en baisse depuis 2009. Dans le business model des succursales on note cependant une contribution croissante du chiffre d'affaires lié aux réservations par internet et aux grands comptes (vs location en agence directement), même si les montants sont encore peu significatifs (< 2M€ au global en 2012).

L'ajustement progressif du réseau pèse sur le chiffre d'affaires mais permettra à Ucar d'améliorer progressivement sa rentabilité.

Succursales : volumes d'affaires et indicateurs depuis 2008

Succursales	2008	2009	2010	2011	2012
Volume d'affaires (M€)	24,7	18,9	17,4	17,9	16,1
Volume d'affaires/agence (k€)	650	557	543	597	555
Volume d'affaires/véhicule (k€)	9,7	8,6	8,2	7,9	8,7
<i>Var volume d'affaires</i>		-23%	-8%	3%	-10%
<i>Var volume d'affaires / agence</i>		-14%	-2%	10%	-7%
<i>Var volume d'affaires / véhicule</i>		-12%	-4%	-4%	10%

source: société / Euroland Corporate

Avec 45% de croissance entre 2009 et 2012, le volume d'affaires généré par les franchises exclusives s'élève à 21,1 M€. Le plan d'ouverture d'agences offensif et la maturité progressive du réseau viennent renforcer le volume d'affaires du réseau. Le nombre moyen de véhicules s'inscrit cependant en baisse compte tenu du poids croissant des nouvelles agences, dont le parc de véhicules est plus restreint.

Compte tenu du plan de développement du groupe, le volume d'affaires des franchises exclusives devrait s'inscrire en forte hausse et impacter favorablement le montant des royalties reversées à Ucar dans le cadre de leur activité (8% du CA).

Franchises exclusives : volumes d'affaires et indicateurs depuis 2008

Franchise exclusive	2008	2009	2010	2011	2012
Volume d'affaires (M€)	11,9	14,5	18,0	19,2	21,1
Volume d'affaires/agence (k€)	202	234	281	234	237
Volume d'affaires/véhicule (k€)	7,4	7,6	8,6	8,5	8,1
<i>Var volume d'affaires</i>		22%	24%	7%	10%
<i>Var volume d'affaires / agence</i>		16%	20%	-17%	1%
<i>Var volume d'affaires / véhicule</i>		2%	14%	-1%	-6%

source: société / Euroland Corporate

Le réseau en marque blanche a bénéficié de la montée en puissance du partenariat existant avec Opel Rent avec un volume d'affaires 2012 de 9,1 M€, en hausse de 20% depuis 2009. Malgré une faible croissance du nombre de sites ouverts et une légère baisse du CA/véhicule, le parc de véhicule moyen par site a augmenté fortement et a permis d'augmenter le volume d'affaires de la branche. La signature du partenariat avec Audi (2012) va permettre au groupe d'accélérer les ouvertures d'agences et de soutenir la génération de volume d'affaires.

Marque blanche : volumes d'affaires et indicateurs depuis 2008

Marque blanche	2008	2009	2010	2011	2012
Volume d'affaires (M€)	8,5	7,6	7,9	7,7	9,1
Volume d'affaires/agence (k€)	83	78	84	83	88
Volume d'affaires/véhicule (k€)	5,1	5,2	5,0	4,7	5,1
<i>Var volume d'affaires</i>		-10%	4%	-2%	18%
<i>Var volume d'affaires / agence</i>		-6%	7%	-1%	7%
<i>Var volume d'affaires / véhicule</i>		2%	-4%	-6%	8%

source : société / Euroland Corporate

Les franchises non exclusives génèrent un volume d'affaires limité en 2012, en baisse de 41% depuis 2009, compte tenu de la difficulté de mettre en place de manière pérenne un service de location auprès d'un réseau hétérogène de carrossiers et de réparateurs en France. La signature du partenariat avec Autodistribution en 2013 va permettre d'insuffler une stratégie homogène auprès d'un réseau structuré. Le volume d'affaires devrait ressortir en forte hausse dès 2014.

Développement de l'offre d'assurance

Ucar a mis en place son offre de courtage dès le début de son activité avec la création de sa filiale SS2A Courtage en 2000. Ucar propose une offre d'assurance à ses réseaux et aux locataires qui est génératrice de marge.

Ucar propose à ses locataires de souscrire à une assurance complémentaire allant de 7€ à 10€ par jour selon le type de véhicule loué. La souscription au Pack Assurance d'Ucar permet de bénéficier de garanties supplémentaires en plus des assurances de base tels que le remboursement partiel de franchise, la garantie bris de glace sans franchise, la garantie SOS Crevasion (pris en charge de 150€ des frais et envoi d'un technicien), la garantie SOS Constat Amiable (assistance d'un conseiller 24h/24, 7j/7 pour la rédaction du constat), la prise en charge des frais de rapatriement du véhicule et du conducteur en cas de retrait immédiat du permis de conduire, et l'accès à la plateforme juridique d'information.

SS2A a généré un CA 2012 de 2,3 M€ en 2012 (+8%) et un RN de 0,6 M€, soit une marge nette de 27%. Les revenus comptabilisés dans les comptes consolidés (2,1 M€ en 2012) affichent un TCAM de 6,3% entre 2009 et 2012. Avec un taux de pénétration des assurances Ucar supérieur à 90% dans le réseau de franchise exclusive et supérieur à 50% dans les autres réseaux (hors succursales), Ucar dispose encore d'une marge de progression qui devrait venir alimenter sa marge.

Une structure de coûts alimentée par le réseau de succursales

Hors ventes de véhicules, les location réalisées par les succursales sont les plus contributives à la génération de chiffre d'affaires d'Ucar. Avec peu d'agences mais une flotte importante, les succursales génèrent 25% du CA 2012 d'UCAR. C'est un réseau mature dans lequel les agences ont atteint une taille de parc maximum (68 véhicules par agence en moyenne ces trois dernières années). Cependant, compte tenu d'une flexibilité moindre, ce réseau est celui qui pâtit le plus des aléas du marché avec une structure de coûts fixes importante.

Avec les effets conjugués de l'ajustement des coûts, de la mise en place d'outils de pilotage dans l'ensemble du réseau et de l'upgrade de l'offre d'Ucar, le chiffre d'affaires par agence devrait repartir à la hausse dès 2015. La réorganisation mise en place sur le réseau de succursales va permettre à Ucar d'améliorer son levier opérationnel.

Des coûts fixes corrélés à la baisse du réseau de succursales

La filiale Ucar Développement, qui gère le réseau de succursales, a affiché un chiffre d'affaires 2012 de 21,6 M€ (dont 16,1 M€ en location et 5,5 M€ de revente de véhicules), en baisse de 13% (-10% sur la location et -20% sur les reventes de véhicules) et un REX de -1,5 M€ (vs -0.2M€ en 2011)

Concernant les comptes consolidés d'Ucar, hors achats/revente des véhicules, les principaux coûts liés à la gestion des succursales sont :

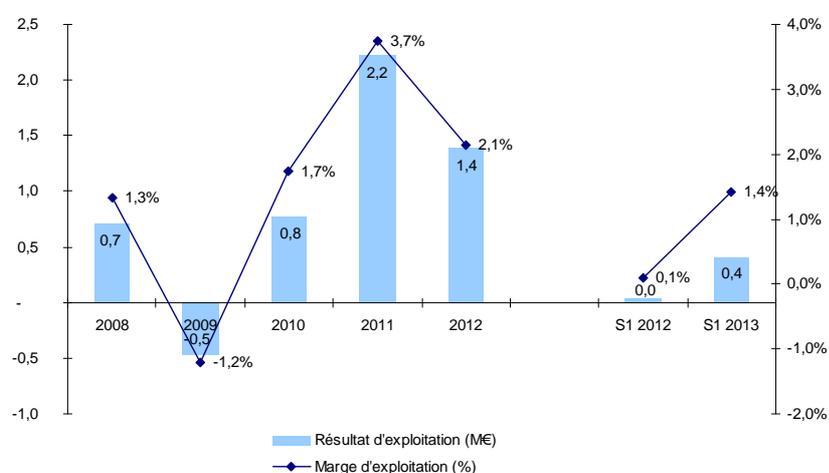
- La location financière des véhicules : 7,4 M€ estimé en 2012
- Le staff : 3,2 M€ estimé en 2012
- L'entretien et réparation des véhicules : 1,8 M€ en 2012
- Les locations immobilières : 1 M€ environ estimé en 2012

En 2012, les charges directement liées à la gestion du réseau de succursales sont ainsi estimées à 13,4 M€ à minima (près de 60% de la masse salariale et des charges locatives du groupe), soit 42,6% de la marge brute du groupe.

Ces coûts étant directement liés à la taille du réseau de succursales, la baisse du nombre de succursales va impacter favorablement la rentabilité du groupe (tout en impactant à la baisse le chiffre d'affaires).

Des coûts de structure maîtrisés qui favorisent la rentabilité dès le S1 2013

Avec la mise en place de son plan de restructuration, Ucar oriente son business model vers un modèle à fort levier opérationnel. Confiant dans la capacité d'UCAR à capter la croissance du marché de la location, UCAR devrait également voir ses marges se redresser compte tenu d'un mix favorable, d'une structure de coûts fixes en baisse et de la mise en place de son plan d'économie de frais généraux.

Résultat d'exploitation (M€) et marge d'exploitation (%)

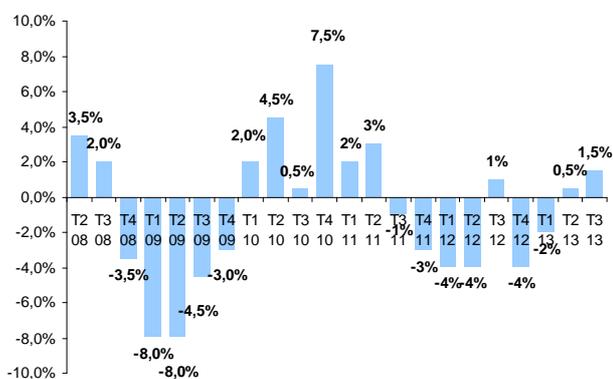
source: société / Euroland Corporate

Un marché de la location courte durée à deux vitesses

Le marché de la location courte durée semble confirmer son redressement avec une accélération de la hausse du nombre de jours facturés en France (+1,5% au T3 vs -1% au T1 2013 et +0,5% au T2 2013 selon le CNPA). La location de courte durée sort progressivement d'un cycle de baisse lié à des conditions économiques particulièrement défavorables qui ont conduit les ménages et les entreprises à réduire leurs dépenses. Le point bas des volumes de location en courte durée atteint en 2009 est notamment lié aux répercussions de la crise sur le tourisme d'affaires. Fortement corrélé aux voyages en avion, la location courte durée a profité de la croissance du tourisme étranger et du redémarrage du tourisme d'affaires en 2010. La dégradation de la conjoncture économique et le ralentissement du marché de l'immobilier sont venus peser en 2011 sur le nombre de jours de location et notamment d'utilitaires.

Dans le même temps, les loueurs ne peuvent activer le levier prix compte tenu de l'intensification de la concurrence avec le développement des offres low cost, la mise sur le marché d'offres de location par la grande distribution à très bas prix et la croissance de l'utilisation d'internet pour comparer les offres.

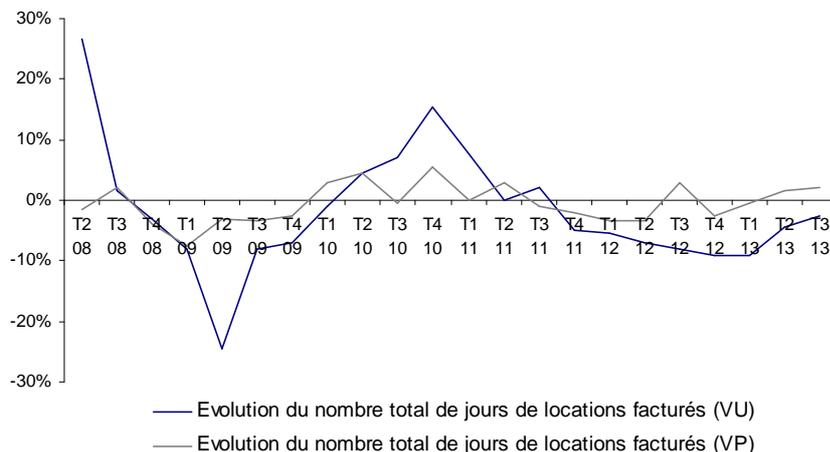
Evolution du nombre de jours de location facturés (%)



source : CNPA-Baromètre T3 2013 / Euroland Corporate

Dans un contexte économique qui continue d'être incertain, la reprise est cependant amorcée sur la location de véhicules particuliers sur les aéroports avec la hausse attendue du tourisme d'affaires et de l'arrivée de touristes étrangers en France (qui compensent la baisse de séjours personnels des français en France). Concernant le marché des véhicules utilitaires, celui-ci est porté par l'augmentation des déménagements réalisés par les particuliers eux-mêmes mais subit encore la pression du marché de l'immobilier. Avec 50% de ses réservations réalisées sur les locations de véhicules particuliers (vs véhicules utilitaires) et sa nouvelle offre de location de trajet, Ucar se positionne pour capter la hausse du cycle.

Evolution du nombre de jours de location facturés de véhicules particuliers et de véhicules utilitaires (%)

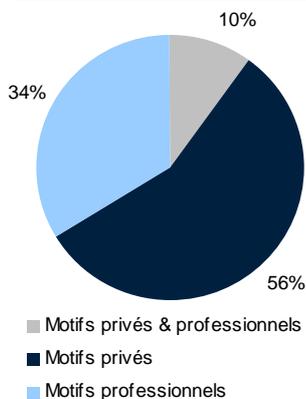


source : CNPA-Baromètre T3 2013 / Euroland Corporate

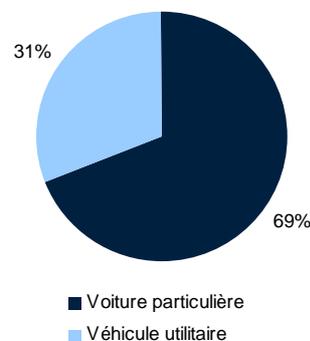
I- Panorama du marché de la location courte durée de véhicules

Les locations courte durée de véhicules répondent à des besoins dans le cadre d'un voyage personnel ou voyage d'affaires, d'un besoin de courte durée lorsqu'il n'y a pas de voiture dans le foyer, que le véhicule n'est pas adapté, qu'il y a besoin d'un utilitaire ou encore en cas de remplacement d'une voiture qui est immobilisée pour cause de réparation, d'entretien. Le marché se voit ainsi segmenté en deux grands ensembles : la location de trajet (location depuis les gares et aéroports) et la location de proximité. Ucar propose historiquement une offre de proximité mais développe la mise à disposition de sa flotte sur les aéroports. Avec 41% des contrats de location de véhicules particuliers effectués près d'une gare ou d'un aéroport (GMV Conseil-Mars 2012), Ucar adresse désormais un marché 1,7x plus grand que son marché historique de proximité.

Motifs de location



Types de véhicules loués

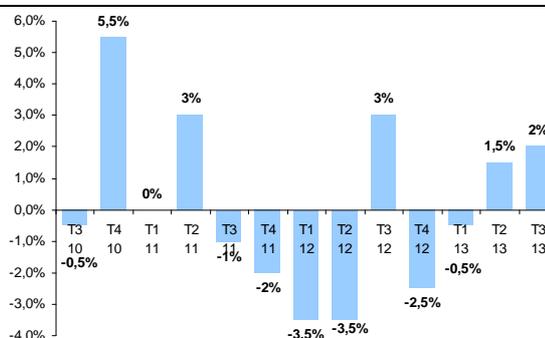


source : GMV Conseil, cumul d'avril à août 2012 de sondages mensuels auprès de 2 500 français / Euroland Corporate

1- La location de courte durée : la location de véhicules particuliers en hausse

Le marché de la location courte durée de véhicules particuliers semble confirmer sa progression, notamment sur le marché du trajet avec une bonne dynamique de la facturation de jours de location en aéroport. Ucar bénéficie également de la hausse du marché global de la location de véhicules particuliers avec le développement des usages de location et la baisse du taux de possession de véhicules.

Evolution du nombre de jours de location facturé sur les véhicules particuliers

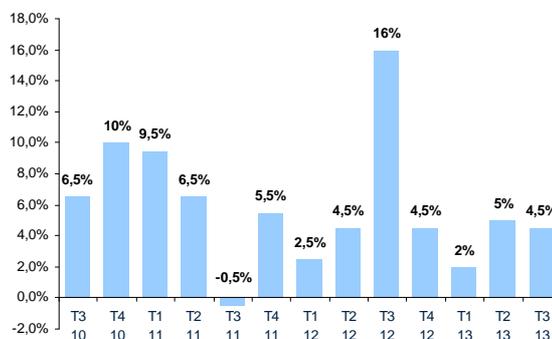


source : CNPA-Baromètre T3 2013 / Euroland Corporate

Le marché de la location courte durée est particulièrement corrélé au marché du tourisme en France avec le recours à la location de véhicules de la part des touristes étrangers à la sortie des aéroports ou des gares. En 2012, la hausse de l'arrivée des touristes étrangers (+1,5% - DGCIS/Xerfi,) et l'allongement des séjours des touristes étrangers a joué en faveur du marché de la location courte durée avec un nombre de nuitées qui a augmenté de 11 millions pour atteindre 592,9 millions en 2012. Ces arrivées sont venues partiellement compenser la baisse des séjours personnels des français dans l'hexagone (-1% en 2012) et leur raccourcissement (5,3 jours en moyenne en 2012, -1% vs 2011) qui ont abouti à la baisse de 19 millions de nuitées dans le cadre de séjours personnels pour atteindre 950 millions. Les touristes étrangers se déplaçant plus en voiture de location que les français lors de leur séjour personnel en hexagone, le marché de la location de trajet suit une dynamique de croissance.

L'année 2013 suit la même tendance avec une hausse de 4,8% de la fréquentation des hôtels par les touristes étrangers entre janvier et mai 2013 (DGCIS). Les touristes européens représentent environ 48% des nuitées (+1,7%) mais ce sont surtout les touristes hors Europe qui soutiennent la hausse (+12%) avec 800 000 nuitées supplémentaires. La clientèle asiatique est nettement plus présente (+16,7%), notamment chinoise (+50%) et la clientèle américaine porte également la croissance (+8,3%). Dans le même temps, le tourisme d'affaires vient soutenir la croissance du marché de la location courte durée avec une hausse de la fréquentation de 1,2% en avril/mai 2013.

Evolution du nombre de jours de location facturés sur les aéroports



source: CNPA-Baromètre T3 2013 / Euroland Corporate

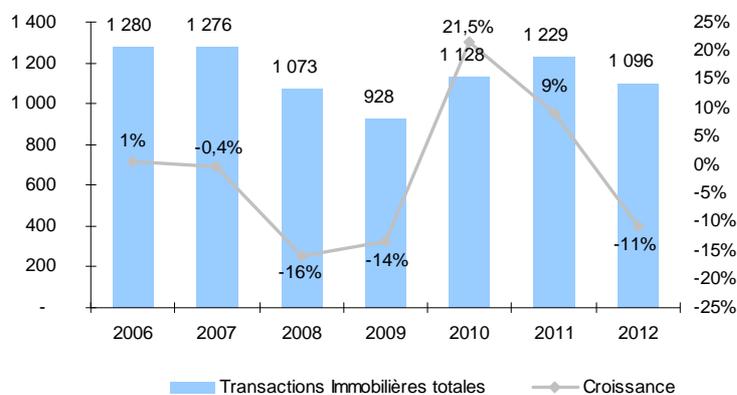
Le secteur de la location courte durée de proximité de véhicules particuliers devrait être porté par les changements sociétaux avec des Français qui changent progressivement leur rapport à la voiture et semblent avoir davantage un rapport d'utilité que de plaisir, dans lequel la location courte durée pourrait s'inscrire. Même si la location courte durée s'adresse plus généralement à des CSP+, on peut penser que la pression sur le pouvoir d'achat joue en faveur des offres low cost de location courte durée. Dans le même temps, l'évolution des réseaux de transports en commun en ville et les difficultés de se garer ou de circuler en zone urbaine devraient venir renforcer le marché de la location courte durée de véhicules particuliers.

2- La location de courte durée de proximité : la location de véhicules utilitaires en baisse

Le marché de la location de véhicules utilitaires est très corrélé au nombre de déménagements effectués (par les propriétaires ou les locataires). Le marché est ainsi lié au nombre de transactions immobilières effectués en France et à la mobilité des locataires.

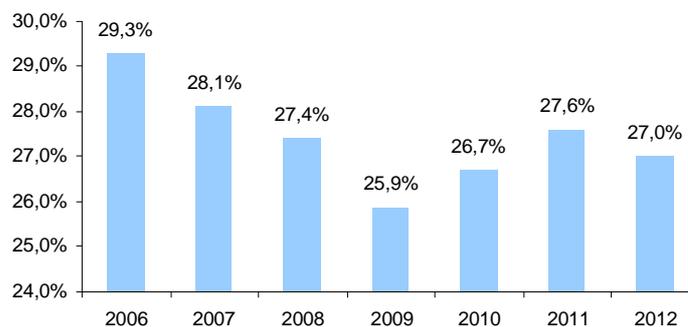
En baisse de près de 11% en 2012, compte tenu des conditions économiques dégradées et de la hausse des taux immobilier, le nombre de transactions immobilières a chuté aussi bien dans l'ancien que dans le neuf. Selon la CGEDD, le volume annuel de transactions immobilières dans l'ancien est en baisse de 13,1% en juin 2013 mais en léger rebond depuis mars 2013 (+2,9%). Le nombre de transactions immobilières dans l'ancien s'élève ainsi à 677 000 sur les 12 derniers mois écoulés. En ce qui concerne le neuf, la demande reste dégradée avec un nombre de logements neufs mis en chantier qui continue d'afficher une baisse 13,4% (à 301 626 unités).

Evolution des transactions immobilières



source : indicateur Xerfi créée à partir des mises en chantier de logements neufs et de vente dans l'ancien (SOES et CGPC) / Euroland Corporate

Taux de mobilité résidentiel* dans le parc locatif privé en France (%)



* Mobilité résidentiel = changement de résidence entre deux territoires
source : Observatoire Clameur / Euroland Corporate

Compte tenu de la pression sur le pouvoir d'achat et du développement d'une offre de location de véhicules utilitaires, la réalisation des déménagements par les ménages eux-mêmes s'inscrit en forte hausse. Cela leur permet de faire des économies sur les coûts de main d'œuvre qui représentent environ 70% du coût d'un déménagement et constituera un levier de croissance important de la location de véhicules utilitaires lors de la reprise du marché de l'immobilier.

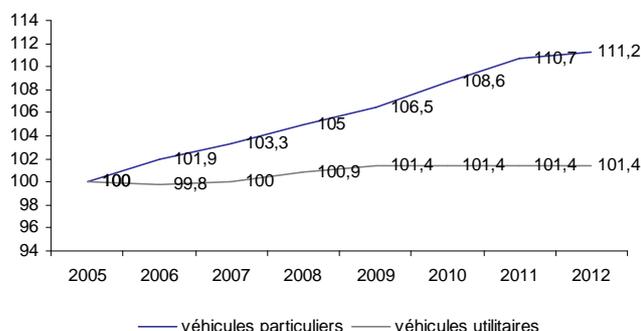
II- Panorama de la concurrence

UCAR se positionne sur le marché de la location de proximité low cost et à ce titre entre en concurrence directe avec des acteurs tels que Ada ou Rent A Car. Plus récemment, de nouveaux acteurs sont venus sur le marché de la location courte durée. La grande distribution (Système U en 2006 suivi de Intermarché, Leclerc, Carrefour...), qui considère cette offre comme un produit d'appel pour ses points de vente. Elle est notamment présente sur la location de véhicules utilitaires avec des offres attractives en terme de prix. Les constructeurs (Renault rent, Peugeot, Ford...) offrent un service complémentaire dans leurs concessions et proposent un service de voiture de remplacement notamment. Finalement, les spécialistes de la location de trajet développent également des offres low cost sur la proximité (Sixt, Citer Enterprise, Europcar, Avis-Budget, Hertz...).

La densification de la concurrence vient peser sur le prix de la location courte durée qui progresse très peu, notamment sur les véhicules utilitaires sur lequel se sont particulièrement positionnés les acteurs de la grande distribution.

Prix à la production de location de courte durée

Indice de base 100 en 2005



source: INSEE – Xerfi / Euroland Corporate

A défaut de pouvoir jouer sur le levier du prix, l'enjeu est de capter des volumes en mettant à disposition une offre de qualité avec un bon maillage géographique et accessible sur internet.

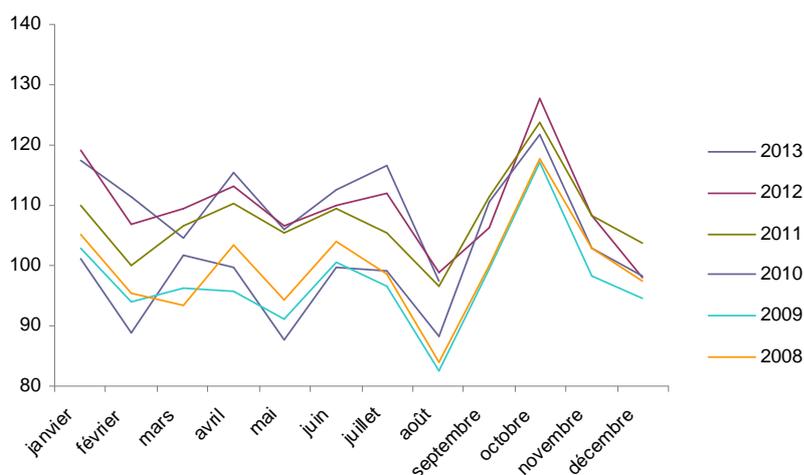
Dans le même temps, seul sous-traitant de l'offre de location courte durée en France auprès des constructeurs, Ucar devrait continuer de bénéficier de son savoir-faire en termes de loueur et de gestion de réseau tiers et prendre des parts de marché sur le marché de la location courte durée.

III- Panorama de la location longue durée

Ucar se positionne de façon historique sur le segment complémentaire de la location longue durée. Ne répondant pas aux mêmes exigences économiques que la location courte durée (prix moins élevé et nécessité d'accéder à des véhicules moins chers et d'aussi bonne qualité), Ucar élabore son offre selon les opportunités d'achat chez les constructeurs.

Ucar se donne ainsi la possibilité de capter la croissance d'un marché qui, même s'il ralentit en 2013, reste en croissance (+2% attendu en 2013 vs +4,6% de croissance annuelle moyenne entre 2010 et 2012 selon l'Insee). Le marché de la longue durée étant corrélé à la santé des entreprises (qui loue leur parc automobile), l'attitude attendiste pèse effectivement sur le budget de la location longue durée.

Indice de chiffre des affaires des loueurs longue durée (base 100 en 2005)

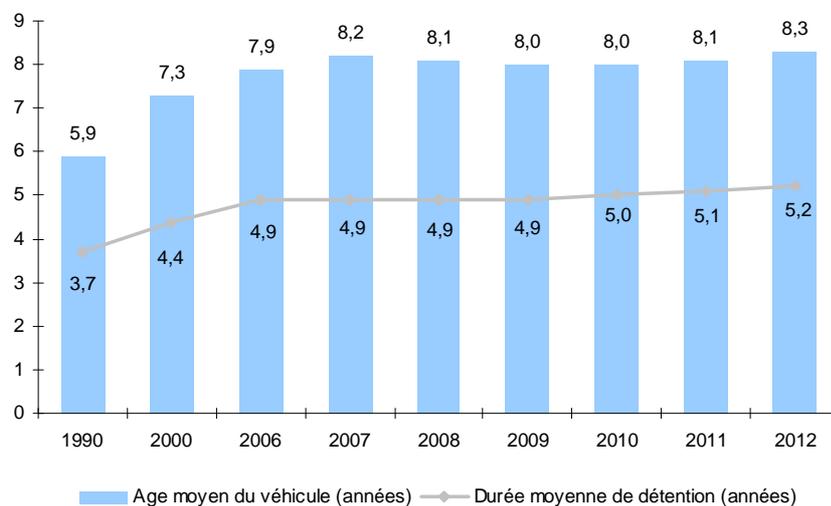


source: Insee / Euroland Corporate

IV- Panorama du parc de véhicules en France

Via son offre de location en franchise non exclusive et en marque blanche ainsi que ses prestations grands compte de remplacement de véhicules pour la clientèle d'assureurs et d'assisteurs, Ucar est également positionné sur le marché du véhicule de remplacement. Un marché que nous estimons en hausse compte tenu du vieillissement du parc de véhicules en France, de l'augmentation de la durée de détention des véhicules et des exigences en terme de mobilité.

Age du véhicule et durée moyenne de détention



sources: TNS Sofres, CCFA, Insee, SOeS / Euroland Corporate

Avec la mise à disposition de son parc de véhicules sur les aéroports, le développement d'une offre one-way, l'augmentation de la taille de son parc et l'accélération du marketing online, Ucar est bien positionné pour prendre des parts de marché sur le marché de la location courte durée qui avance à deux vitesses (véhicules particuliers vs utilitaires et location de trajet vs de proximité). Dans le même temps, la capacité d'Ucar de se positionner sur la location longue durée et sur le marché du véhicule de remplacement lui permet d'avoir un pied sur des marchés porteurs.

Perspectives stratégiques et financières

Afin de poursuivre son développement et de capter des parts de marché de la location courte durée, Ucar envisage un plan de développement ambitieux de ses réseaux avec l'extension des réseaux de franchise et de marque blanche. En parallèle du développement du maillage territorial, Ucar accélère sa visibilité sur internet à travers la mise en place de campagnes marketing, entre autres, via son réseau de franchisés. Au-delà de son offre traditionnelle, Ucar développe des offres complémentaires s'inscrivant sur des marchés porteurs (marché de trajet, marché de longue durée) et présente un potentiel important de développement de son offre de service (mise en place du « one way », hausse du taux de pénétration des services d'assurances proposés dans le réseau...).. En sus de ces leviers de croissance sur des segments générateurs de marge, Ucar affiche l'ambition d'optimiser son réseau de succursales d'ici 2016 et d'améliorer la rentabilité du groupe afin de créer un groupe à fort levier opérationnel et fortement générateur de cash.

Perspectives stratégiques

1-Accélération du développement du réseau

Avec un réseau de 242 agences dont 139 agences Ucar et 103 agences en marque blanche, Ucar a identifié un potentiel total de 750 agences au total en France dont la moitié d'agences Ucar et l'autre en marque blanche. La capacité d'Ucar de proposer une franchise exclusive attractive lui permet d'afficher une croissance annuelle moyenne de son réseau supérieure à 10% (en nombre d'agences) depuis 2008 qui devrait se poursuivre compte tenu de l'attrait de la marque auprès des franchisés (environ 100 candidatures par mois). Dans le même temps, la croissance du réseau va être soutenue par le partenariat noué avec Autodistribution qui va promouvoir l'installation de corners Ucar dans son réseau. Pour finir, Ucar devrait bénéficier de sa capacité à nouer des partenariats avec de grands constructeurs et développer ses réseaux en marque blanche.

> Un réseau exclusif en expansion malgré la rationalisation des succursales

Ucar confirme l'axe stratégique de développement de son réseau exclusif. Avec 27 succursales et 100 agences en franchise exclusive estimées fin 2013, sur l'exercice 2013, Ucar devrait ainsi fermer deux succursales et ouvrir 11 franchises exclusives. En moyenne, entre 2011 et 2013, Ucar a fermé 1,7 succursale par an.

L'assainissement du réseau de succursales visant à fermer ou céder les points de vente les moins rentables va permettre au réseau de succursales de se rediriger vers la rentabilité opérationnelle et au groupe de se diriger vers une structure de coûts plus légère.

La baisse du nombre d'agences détenu en succursale est largement compensée par le développement régulier du réseau de franchises exclusives. Avec 12 ouvertures d'agences par an en moyenne entre 2011 et 2013, la franchise exclusive est le réseau qui a progressé le plus rapidement ces dernières années. Compte tenu de la capacité d'Ucar d'attirer les franchisés d'une part et de les sélectionner efficacement d'autre part, nous estimons que le réseau devrait continuer à se développer sur ce rythme sur les prochaines années.

Avec une montée en puissance progressive des agences, nous attendons une hausse annuelle moyenne du chiffre d'affaires par franchisés exclusifs de 6,9% entre 2012 et 2016. Le rythme élevé d'ouvertures de franchises devrait cependant peser sur le chiffre d'affaires moyen par agence à court terme selon nous.

> Accélération du développement du réseau de franchises non exclusive

L'accord noué en juin 2013 avec le réseau AutoDistribution (le plus important réseau de garagistes/carrossiers français) permet une double synergie. Ucar peut s'appuyer sur le réseau d'Autodistribution pour limiter le coût de réparation de sa flotte et promouvoir l'implantation de corners Ucar dans le réseau AD de 1 600 carrossiers (détenus en franchise et en succursale). Ce réseau constitue un vivier significatif de développement sur un segment qui s'inscrivait en contraction jusqu'en 2012 (fermeture de 2,7 agences en moyenne entre 2010 et 2012). Jusque là marqué par une évolution erratique compte tenu de la dispersion des garagistes et des carrossiers.

Compte tenu de la capacité d'Ucar d'adresser désormais un important réseau de façon homogène, nous estimons qu'Ucar devrait parvenir à ouvrir 15 agences par an pendant les quatre prochaines années.

Compte tenu de la hausse du nombre d'agences ouvertes en franchise non exclusives et de la croissance organique du réseau, les royalties perçues par Ucar vont s'inscrire en hausse (+11,3%/an entre 2012 et 2016) et contribuer à la croissance du chiffre d'affaires. Le rythme élevé d'ouverture de franchises non exclusives devrait cependant peser sur le CA moyen/agence.

> Le réseau en marque blanche : confiance des constructeurs

Ucar a développé un savoir-faire unique en termes de gestion de la location courte durée de véhicules pour compte de tiers avec le développement de sa marque blanche. Ucar a ainsi signé des partenariats exclusifs avec de grands constructeurs afin de gérer l'activité de location courte durée de deux marques.

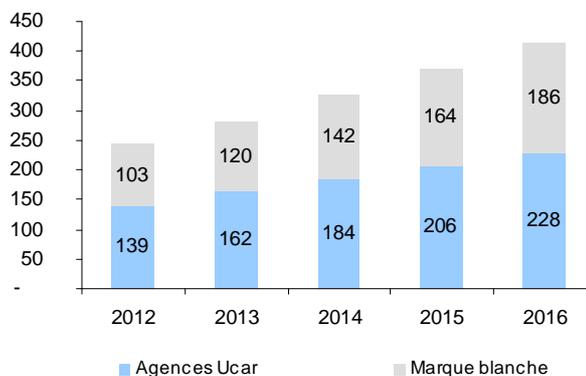
Avec un partenariat historique noué avec Opel depuis 2000, Ucar gère aujourd'hui 95 concessions. Ce nombre de concessions devrait rester stable compte tenu de la maturité du réseau.

Avec la signature d'Audi en 2012, Ucar accompagne le développement des corners chez les concessionnaires Audi. Ce réseau n'est pas arrivé à maturité et le potentiel d'ouverture est, selon nous, d'environ 40 agences à partir de 2014.

Le levier de croissance réside essentiellement dans la capacité d'Ucar de signer de nouvelles marques (auprès des constructeurs déjà clients) ou de nouveaux constructeurs. Ucar travaille à la signature de nouveaux contrats en marque blanche auprès de tous les constructeurs. Ce travail devrait jouer favorablement sur la signature de nouveaux contrats et à terme constituer un levier de développement important pour le groupe. Avec la signature de deux nouvelles marques, le groupe entend atteindre un réseau de 375 agences gérées en marque blanche d'ici 2016.

Nous sommes confiants dans la capacité d'Ucar de signer de nouveaux contrats et attendons une forte hausse du nombre de concessions géré en marque blanche. Compte tenu de la montée en puissance du réseau Audi, avec environ 12 ouvertures en moyenne par an (entre 2014 et 2016), de la stabilisation du nombre de concessions gérée pour Opel et, selon nous, de la signature d'un nouveau contrat de marque dès 2014, nous estimons le nombre d'ouverture d'agences à 22 par an jusqu'en 2016.

Le développement d'un réseau fortement générateur de cash va permettre à Ucar d'améliorer son levier opérationnel en baissant ses charges fixes. Dans le même temps, le développement du nombre d'agences en franchise va permettre à Ucar d'augmenter ses capacités de négociation auprès des constructeurs avec une flotte de véhicules (hors marque blanche) en hausse de 23% entre 2012 et 2016 à 5 800 voitures.

Evolution du nombre d'agences Ucar et en marque blanche

source: Euroland Corporate

En complément d'une stratégie offensive de développement du réseau d'agences et de corners, Ucar entend renforcer son offre de services afin de se diversifier sur un marché de la location courte durée fortement concurrentiel.

2- Développement des services**> Développement d'une offre ONE WAY**

Le développement d'une offre one way est un point essentiel dans la hausse de l'attractivité de l'offre d'Ucar. Attendue par ses clients actuels et potentiels, l'offre one way est, selon nous, à forte valeur ajoutée. Tout en restant compétitif en termes de prix, l'intégration de ce service devrait se faire sur des niveaux de marge équivalents à la location aller/retour et devrait contribuer à la croissance organique du groupe à partir du S2 2014.

> L'assurance constitue un levier de hausse de la rentabilité important

Ucar propose une assurance de base (assurance responsabilité civile) à ses locataires qui peut être complétée par l'achat d'un pack assurance unique proposé à tous les réseaux. Ucar a la possibilité d'augmenter les revenus liés à l'assurance via la hausse du taux de pénétration des assurances Ucar dans le réseau (notamment dans les réseaux de franchises non exclusives et de marque blanche où le taux n'est que de 50% à ce jour). Ucar envisage de développer son offre d'assurance à la fois à destination des réseaux et des clients finaux. Avec une répercussion forte sur le résultat, l'optimisation de l'offre d'assurance devrait jouer favorablement sur la rentabilité du groupe.

> Développement de l'offre grand comptes

La croissance des contrats grands comptes liée aux négociations commerciales avec les assureurs et assisteurs est appelée à se poursuivre selon nous compte tenu de la capacité d'Ucar de mettre à disposition une flotte en hausse sur un marché du remplacement alimenté par le vieillissement du parc automobile français (8,3 ans en 2012 vs 8,1 en 2011) et l'augmentation de la durée de détention des véhicules (5,2 ans en 2012 vs 5,1 an en 2011).

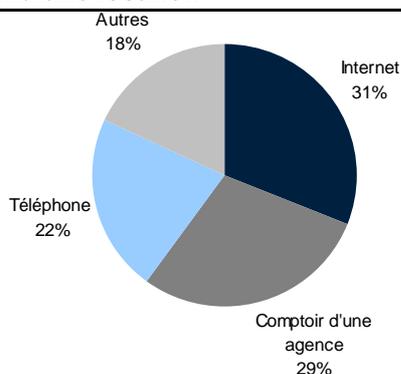
> Projet de conciergerie

A moyen terme, UCAR souhaite développer un service de conciergerie avec la livraison de véhicules à domicile pour une clientèle très urbaine qui ne souhaite pas aller chercher son véhicule. Ucar se tourne ainsi vers une clientèle plus aisée qui ne se tourne pas forcément vers le low cost et élargit son potentiel de portefeuille client.

3- Optimisation de la présence sur le web

Internet est aujourd'hui devenu le premier mode de réservation de véhicules. Avec moins de 5% du chiffre d'affaires sous enseigne réalisé sur internet, Ucar a un potentiel de développement important sur ce mode de réservation.

Mode de réservation d'une location



source: GMV Conseil, cumul d'avril à août 2012

Dans un contexte de concurrence accrue, Ucar souhaite accélérer sa présence sur internet tout en préservant ses marges. Ainsi, la société exclue de proposer sa flotte sur les sites de courtage de location, demandeurs de commissions élevées mais s'inscrit dans une démarche de marketing online ROIste locale avec la mise en place de campagnes à la performance (campagnes Adwords) en collaboration avec le réseau de franchisés.

Les franchisés allouent ainsi des budgets de communication SEM sur Google. Ainsi, on peut retrouver les agences locales via des requêtes du type « location voiture pas cher + nom ville ». A ce jour, une dizaine de franchisés et quelques succursales sont en test avec des premiers résultats très encourageants.

UCAR accompagne ainsi la communication online locale tout en limitant ses investissements marketing. Dans le même temps, le travail de SEO (référencement gratuit sur google) reste à la main du siège qui maîtrise le référencement de l'ensemble de la marque. Ucar apparait ainsi dans les cinq premiers référencements gratuits pour les requêtes générales « location voiture » et « location voiture pas chère ».

L'enjeu de développement sur internet est très important selon nous et Ucar se donne les moyens de renforcer sa présence sur le net via, entre autres, son réseau de franchise (qui lui permet de préserver sa marge). La mise en place d'un site mobile en 2014 devrait venir renforcer également la visibilité de la marque sur le segment en forte croissance des smartphones.

4- Diversification de l'offre vers la location de trajet

Compte tenu de la taille du marché de la location de trajet et de sa dynamique, Ucar a mis en place une offre appelée Travel Services en 2012 couvrant 44 gares et 20 aéroports à fin septembre 2013. 150 agences Travel Services sont attendues en 2014.

Cette offre constitue un vrai levier de croissance avec une contribution croissante de cette offre au chiffre d'affaires réalisé sur internet. Cette offre va être plus énergiquement poussée fin 2013 et début 2014 afin d'accélérer la prise de parts de marché de la location de trajet et contribuer à la croissance organique du groupe.

5- Développement de la LLD

Ucar réalise peu de volumes sur la location longue durée compte tenu du focus donnée au développement de la location courte durée. Ucar est cependant en train de développer une nouvelle offre qui devrait accélérer la croissance du segment afin de passer d'environ 50 voitures louées en 2013 à 150 en 2014.

Positionné historiquement sur le segment de la location de proximité low cost, Ucar est à un moment charnière de son développement compte tenu de l'intensification de la concurrence et des changements de comportement de réservations des locataires avec un transfert vers internet et le mobile. Ucar se met en ordre de bataille pour capter des points de croissance et de marge avec l'accélération du développement de son réseau peu capitalistique (marque blanche, franchise), l'optimisation de son réseau de succursales, l'upgrade de son offre via des services complémentaires et l'accélération de la présence sur internet. Nous sommes ainsi confiants dans la capacité d'Ucar de générer croissance et rentabilité malgré une intensification de la concurrence et un contexte économique qui reste peu porteur dans sa globalité.

Analyse des résultats semestriels 2013

Ucar a publié un CA S1 de 28,9 M€ (- 18,7%) dont 14,4 M€ générés par la Vente de véhicules (-31,6%) et 14,5 M€ générés par les Prestations de services (+0,1%). Le CA Vente de véhicules n'a pas d'impact significatif sur la marge du groupe.

Le chiffre d'affaires « Prestations de services » résiste correctement dans un contexte global toujours difficile pour la location courte durée (-1,5% de jours facturés sur le S1 selon le CNPA). Les locations via les succursales s'affichent ainsi en baisse de -10,1% à 6,2 M€ sur le semestre (43% du CA Prestations de services S1 2013 vs 48% au S1 2012). Même en tenant compte d'une fermeture sur le S1, nous estimons que la croissance à périmètre comparable reste négative.

Hors location par les succursales, les prestations de services s'affichent en hausse de 9,4% à 8,3 M€, principalement portées par le développement des franchises.

Une rentabilité en forte hausse

Le résultat d'exploitation ressort à 0,4 M€ (vs 0 au S1 2012) compte tenu de la hausse du chiffre d'affaires en franchise, de la politique d'Ucar d'optimiser son réseau de succursales et de sa politique de maîtrise des frais généraux.

Sur le S1, les services extérieurs (dont 61% sont générés par la location et l'entretien/réparation de véhicules en moyenne sur les deux dernières années selon nos estimations), ressortent ainsi en baisse de 4,2% à 7,9 M€.

Les charges de personnel ressortent stables à 2,8 M€ et les autres charges externes ressortent en baisse de 7,8% à 1,7 M€.

Le RN ressort ainsi en hausse à 0,2 M€ (vs 0 au S1 2012).

Un bilan qui demeure solide

La situation financière du groupe demeure très solide avec une trésorerie nette de 9,6 M€ au 30 juin 2013 et des capitaux propres de 12,2 M€. Compte tenu de la faible intensité capitalistique du groupe, le niveau de capex demeure maîtrisé à 0,2 M€ sur le S1 2013.

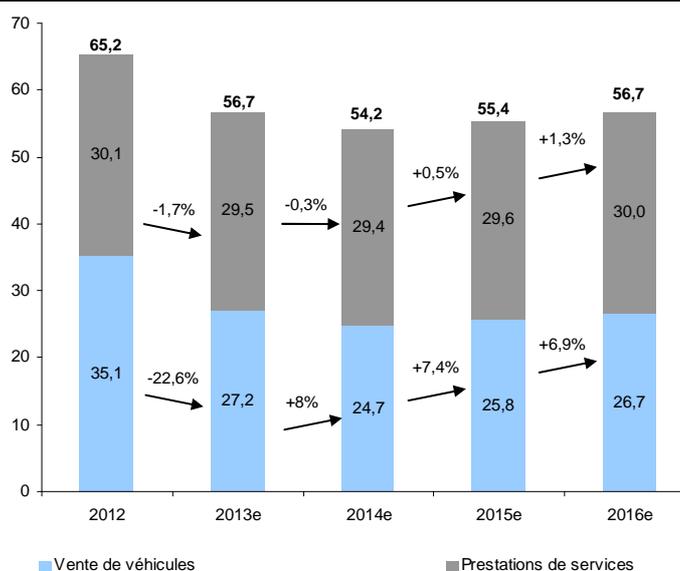
Le BFR, principalement composé de dettes et créances constructeurs sur l'activité d'achat/revente de véhicules est négatif depuis deux ans et ressort à nouveau maîtrisé sur le semestre à -4,6% du CA S1 2013.

Perspectives financières

Compte tenu de la capacité d'Ucar d'afficher de la croissance dans un contexte de marché encore tendu ainsi que des moyens mis en œuvre pour développer son réseau, upgrader ses services et améliorer sa rentabilité, nous anticipons une poursuite de la croissance de la rentabilité d'Ucar pour les exercices à venir.

Selon nos estimations, la baisse du chiffre d'affaires liée à la rationalisation des succursales devrait être compensée à partir de 2015 par la hausse du chiffre d'affaires du réseau en franchise et en marque blanche ainsi que par les revenus générés par l'assurance, internet et les grands comptes.

Croissance du chiffre d'affaires 2012-2016e (M€)



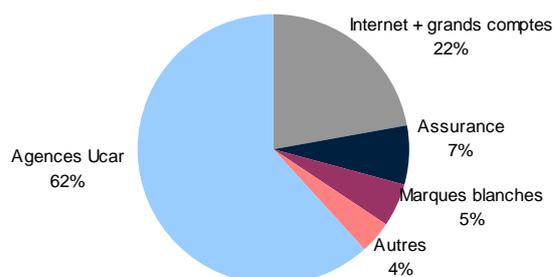
source: société 2012 / estimations Euroland Corporate

Résistance du chiffre d'affaires mais surtout hausse de la rentabilité à court terme

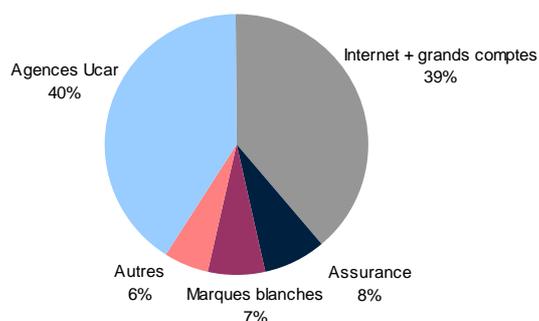
Dans un contexte encore tendu du marché de la location de véhicules et de rationalisation du réseau de succursales, nous attendons une bonne résistance du chiffre d'affaires d'Ucar avec un taux de croissance annuel moyen du CA, de 5,5% entre 2012 et 2016 (hors vente de véhicules et hors location succursales).

Le chiffre d'affaires généré par internet et les grands comptes sera le plus contributeur selon nous avec un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 14,7% entre 2012 et 2016. Les revenus générés par les réseaux de franchises sont attendus en hausse de 4,5% par an et ceux en marque blanche de 7,1% par an.

**Répartition du chiffre d'affaires
hors vente de véhicules 2012**



**Répartition du chiffre d'affaires
hors vente de véhicules 2016**



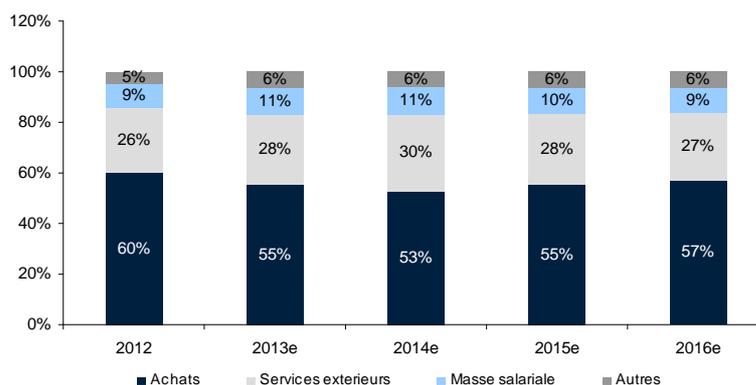
source: Euroland Corporate

Compte tenu du développement de son réseau de distribution peu capitalistique, Ucar va bénéficier d'un mix produit favorable sur sa marge. La mise en place d'un plan d'économie des coûts de structure va également venir renforcer la rentabilité globale du groupe.

Amélioration du levier opérationnel

Compte tenu de la rationalisation du réseau de succursales attendus entre 2012 et 2016 et du plan d'économie des frais de structure, nous attendons une baisse des coûts fixes de 5,5% sur la période.

Répartition des charges (%)



source: société 2012 / estimations Euroland Corporate

Nous attendons ainsi un EBE de 2,8 M€ en 2013, 3,5 M€ en 2014, 4,4 M€ en 2015 et 5,4 M€ en 2016, soit des marges respectives de 4,9%, 6,5%, 8,0% et 9,5%.

Compte tenu de la faible intensité capitalistique d'Ucar, le niveau d'investissement devrait rester maîtrisé, à 2,6% du CA 2016 avec des DAP évoluant entre 0,4 M€ en 2013 et 1,1 M€ en 2016.

Ainsi, nous attendons un résultat d'exploitation de 2,3 M€ en 2013, 3,0 M€ en 2014, 3,7 M€ en 2015 et 4,3 M€ en 2016, soit des marges respectives de 4,1%, 5,6%, 6,6% et 7,6%.

Avec une forte génération de cash flow opérationnel et une trésorerie nette de 9,5 M€ à fin 2012, nous estimons qu'Ucar ne paiera pas de charges financières entre 2013 et 2016.

Avec la prise en compte d'un impôt de 34,9% en 2013, nous attendons un RN de 1,5 M€. En prenant en compte un niveau d'impôt théorique de 33,3%, nous attendons un RN de 2,0 M€ en 2014, de 2,5 M€ en 2015 et de 2,9 M€ en 2016.

Compte de résultat prévisionnel

En M€	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
Chiffre d'affaires	65,2	56,7	54,2	55,4	56,7
<i>Taux de croissance</i>	9,8%	-13,1%	-4,4%	2,2%	2,4%
Excédent brut d'exploitation	2,0	2,8	3,5	4,4	5,4
<i>Taux de marge d'EBE</i>	3,0%	4,9%	6,5%	8,0%	9,5%
Résultat opérationnel courant	1,4	2,3	3,0	3,7	4,3
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	2,1%	4,1%	5,6%	6,6%	7,6%
Résultat opérationnel	1,4	2,3	3,0	3,7	4,3
<i>Taux de marge opérationnelle</i>	2,1%	4,1%	5,6%	6,6%	7,6%
Résultat avant impôt	1,3	2,3	3,0	3,7	4,3
Impôts	0,5	0,8	1,0	1,2	1,4
Résultat net part du groupe	0,9	1,5	2,0	2,5	2,9
<i>Marge nette</i>	1,3%	2,6%	3,7%	4,4%	5,1%

source: société 2012 / estimations Euroland Corporate

Solidité du bilan et génération de cash flow

Compte tenu des perspectives de croissance du groupe, nous estimons qu'Ucar devrait afficher une hausse de son cash flow opérationnel moyen de près de 28% par an pour atteindre 3,7 M€ en 2016 (avec un BFR qui devrait rester maîtrisé à près de -1,9% du CA 2016).

Nous estimons ainsi qu'Ucar a les moyens d'autofinancer son développement et de procéder à d'éventuelles opérations de croissance externe avec une trésorerie nette qui devrait rester fortement positive.

Valorisation

Nous avons choisi de valoriser Ucar selon deux méthodes : 1/ l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et 2/ la méthode des comparables boursiers.

Valorisation par les DCF

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires** : nous retenons un taux de croissance annuel moyen de -3,4% de 2012 à 2016 compte tenu de la rationalisation du réseau et de la montée en puissance des royalties issus des franchisés. De 2016 à 2023, nous retenons un TCAM de 3,0% puis un taux à l'infini conservateur de 2,0 %.
- **Résultat d'exploitation** : la marge d'exploitation devrait s'améliorer d'ici 2016 notamment en raison de l'effet de levier opérationnel et de la couverture progressive des charges fixes. La marge opérationnelle est ainsi attendue à 6,6% en 2015 et 7,6% en 2017 (vs 2,1% en 2012). Nous prenons, par la suite, l'hypothèse d'un taux de marge stable jusqu'en 2023.
- **Investissements** : Nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de renouvellement et de développement de l'ordre de 2,6% du chiffre d'affaires par an jusqu'en 2023.
- **BFR** : Ucar présente un BFR maîtrisé, légèrement négatif. Nous retenons un niveau de BFR de près de -1,9% du chiffre d'affaires hors taxe.
- **Dette financière nette** : prise en compte de celle du 30/12/2012 (-9,5 M€)

Synthèse des hypothèses de calcul du wacc

Taux sans risque (OAT 10 ans)	2,3%
Prime de risque (JCF Group)	5,0%
Bêta sans dette	2,0
Bêta endetté	2,0
Coût des capitaux propres	12,3%
Coût de la dette après impôt	4,0%
Coût moyen pondéré du capital	12,3%
Taux de croissance à l'infini	2,0%

source : Euroland Corporate

Tableau des flux prévisionnels 2013-2023

En M€	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires	56,7	54,2	55,4	56,7	58,4	60,2	62,0	63,8	65,8	67,7	69,8
Croissance CA		-4,4%	2,2%	2,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Résultat d'exploitation	2,3	3,0	3,7	4,3	4,5	4,6	4,7	4,9	5,0	5,2	5,3
Marge d'exploitation	4,1%	5,6%	6,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Taux d'impôt	34,9%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Impôts sur les sociétés corrigé	0,8	1,0	1,2	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8
Dotations aux amortissements et provisions	0,4	0,5	0,8	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3
Cash flow	2,0	2,5	3,2	4,0	4,1	4,2	4,3	4,5	4,6	4,7	4,9
Variation de BFR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements	0,8	1,2	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8
Capex en % du CA	1,4%	2,2%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Free cash flow	1,2	1,3	1,9	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1
Free cash flow actualisé	1,0	1,0	1,3	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9
Somme FCF actualisés 2013-2023	12,9										
Valeur terminale	8,6										
Valeur d'Entreprise Ucar	21,4										
Dette nette à fin 2012	-9,5										
Actifs financiers	0,6										
Valeur des capitaux propres	31,5										
Nombre d'actions (en milliers)	1 724										
Objectif de cours (€) / action	18,3										

source: Euroland Corporate

Matrice de sensibilité de valorisation

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
C M P C	11,3%	19,2	19,5	19,8	20,2	20,6
	11,8%	18,5	18,7	19,0	19,4	19,7
	12,3%	17,8	18,1	18,3	18,6	18,9
	12,8%	17,2	17,4	17,7	17,9	18,2
	13,3%	16,7	16,9	17,1	17,3	17,5

		Taux de marge d'exploitation				
		7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
C M P C	11,3%	17,3	17,8	18,2	18,7	19,1
	11,8%	16,8	17,2	17,6	18,0	18,4
	12,3%	17,4	17,9	18,3	18,8	19,2
	12,8%	15,8	16,1	16,5	16,8	17,2
	13,3%	15,3	15,7	16,0	16,3	16,6

source: Euroland Corporate

Notre valorisation de Ucar par DCF ressort à 18,30€ par action avec un wacc à 12,3% et une croissance à l'infini de 2,0%.

Valorisation par comparables

Ucar est le spécialiste français de la location de véhicules courte durée de proximité. Un de ses concurrents direct, Ada est coté sur Alternext mais ne fait pas l'objet d'un consensus d'analystes. L'autre français, Rent A Car, n'est pas coté en bourse. Les autres spécialistes de la location courte durée cotés proposent une offre proche de celle d'Ucar. Compte tenu de leur implantation géographique et de leur taille nous appliquerons cependant une décote de taille aux acteurs suivants: Avis Budget Group, Hertz Global Holdings et Sixt.

Avis Budget Group (US): créé en 1946, le groupe opère les marques Avis et Budget qui ont généré respectivement 70% et 30% du CA 2012 (7,5 Mds\$). Près de 71% de ses revenus sont issus des agences situées dans les aéroports et 63% provient d'Amérique du Nord. Implanté dans 175 pays, Avis Budget Group dispose d'une flotte de plus de 496 000 véhicules. Sur les 8 900 agences (5 750 Avis et 3 150 Budget), environ 4 700 sont opérées sous contrat de licence (environ 50% du réseau de chaque marque). Le groupe a racheté Avis Europe en octobre 2011 pour environ 1 Mds\$ (CA 2010 de 1,6 Mds\$).

Hertz Global Holdings (US): créé en 1998, le groupe opère les marques Hertz, Dollar et Thrifty qui ont généré 9,0 Mds de chiffre d'affaires en 2012 dont 70% aux Etats-Unis. Le groupe dispose d'environ 8 860 agences Hertz dans 150 pays et 1 410 agences (dont 1 120 franchises) Dollar et Thrifty dans 83 pays. 40% du réseau total est opéré en franchise. Le 19 novembre 2012, le groupe a racheté 100% de Dollar Thrifty Automotive Group pour 2,3 Mds\$ (CA 2012 estimé à 1,6 Mds\$ et EBITDA 2012 à environ 300/310 M\$).

Sixt (All): créée en 1912, Sixt dispose d'un réseau de 1 970 agences (dont 53 % en franchise) dans 100 pays avec une flotte de 138 500 véhicules. Le groupe réalise 64% de son CA 2012 en Allemagne (1 Mds€). Les revenus hors Allemagne ressortent en forte hausse (+21,4% vs 6,5% pour le groupe en 2012) compte tenu du développement du réseau dans les zones à forte croissance (Asie Pacifique, Europe de l'est, Amérique Latine). Sixt met en place, depuis 2012, un réseau de franchise aux Etats-Unis.

Echantillon de comparables: données chiffrées

Sociétés		CA 2012	CA 2013	CA 2014	CA 2015	EBE 2012	EBE 2013	EBE 2014	EBE 2015	ROC 2012	ROC 2013	ROC 2014
Sixt SE	M €	1 596	1 605	1 685	1 793	482	470	504	537	168	160	179
Hertz Global Holdings, Inc.	M \$	9 021	10 847	11 614	12 580	1 636	2 107	2 481	2 862	1 435	1 839	2 121
Avis Budget Group, Inc.	M \$	7 357	7 923	8 354	8 721	840	768	874	994	1 028	890	1 021

source : JCF FactSet 14/11/2013 / Euroland Corporate

Comparatif croissance et marge échantillon

Sociétés	Croissance CA				Croissance EBIT				Marge EBIT			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
Sixt SE	2%	1%	5%	6%	-12%	-5%	12%	11%	11%	10%	11%	11%
Hertz Global Holdings, Inc.	9%	20%	7%	8%	15%	28%	15%	15%	16%	17%	18%	19%
Avis Budget Group, Inc.	25%	8%	5%	4%	28%	-13%	15%	16%	14%	11%	12%	14%
Moyenne					18%	10%	15%	15%	15%	14%	15%	17%
UCAR	10%	-13%	-4%	2%	-37%	67%	30%	21%	2,1%	4,1%	5,6%	6,6%

source : JCF FactSet 14/11/2013 / Euroland Corporate

Ratios de valorisation des comparables

Sociétés	VE/CA	VE/CA	VE/CA	VE/EBE	VE/EBE	VE/EBE	VE/ROC	VE/ROC	VE/ROC	PER 13	PER 14	PER 15
	13	14	15	13	14	15	13	14	15			
Sixt SE	1,2	1,2	1,1	4,2	3,9	3,7	12,3	11,0	10,0	12,7	11,1	9,9
Hertz Global Holdings, Inc.	2,3	2,2	2,0	11,9	10,1	8,8	13,6	11,8	10,3	13,6	11,0	8,9
Avis Budget Group, Inc.	0,8	0,7	0,7	7,8	6,9	6,1	6,8	5,9	5,1	14,9	11,9	9,7
Médiane	1,2	1,2	1,1	7,8	6,9	6,1	12,3	11,0	10,0	13,6	11,1	9,7

source : JCF FactSet 14/11/2013 / Euroland Corporate

Compte tenu des différentes méthodes de gestion et de comptabilisation de la flotte de véhicules des loueurs courte durée (achat, location), nous appliquons les ratios de VE/ROC et PE 2013, 2014 et 2015 de l'échantillon aux agrégats financiers de Ucar. Nous y appliquons une décote de taille de 20%. **La valorisation de l'action induite par la médiane des comparables ressort à 15,0 €/ action.**

Conclusion

Pour conclure, nous initions la couverture de Ucar avec une opinion Accumuler et un objectif de cours de 16,60 €, issu de la moyenne des valorisations par DCF (18,30 €) et par comparables (15,00 €).

Ratios de valorisation ressortant de la valorisation de Ucar

	Objectif de cours (€)	Capitalisation boursière (M€)	Dette nette	VE (M€)	VE/CA 13	VE/CA 14	VE/CA 15	VE/EBE 13	VE/EBE 14	VE/EBE 15	VE/ROC 13	VE/ROC 14	VE/ROC 15	PER 13	PER 14	PER 15
Valorisation par DCF	18,3	31,5	-9,5	22,0	0,4	0,4	0,4	6,2	4,9	4,1	9,4	7,3	6,0	21,4	15,5	12,8
Valorisation par comparables	15,0	25,8	-9,5	16,3	0,3	0,3	0,3	4,6	3,7	3,0	7,0	5,4	4,5	17,5	12,7	10,5
Valorisation moyenne / action (€)	16,6	28,6	-9,5	18,6	0,3	0,3	0,3	5,3	4,2	3,4	8,0	6,1	5,1	19,5	14,1	11,7

source : Euroland Corporate

Éléments financiers

Compte de résultat

En M€	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
Chiffre d'affaires	55,6	53,4	39,4	44,1	59,4	65,2	56,7	54,2	55,4	56,7
<i>Croissance</i>		-4,0%	-26,3%	12,0%	34,8%	9,8%	-13,1%	-4,4%	2,2%	2,4%
Autres produits	0,7	1,8	1,0	0,7	0,8	1,1	0,7	0,7	0,7	0,7
Produits d'exploitation	56,4	55,2	40,4	44,8	60,2	66,3	57,4	54,8	56,1	57,4
Achats consommés	23,1	18,9	11,5	17,4	31,0	37,1	29,3	26,7	27,8	28,9
Services extérieurs	19,2	18,9	17,3	14,4	14,6	15,8	14,8	15,0	14,3	13,9
Autres achats et charges externes	3,3	5,9	3,3	3,6	3,7	3,7	3,4	3,1	3,1	3,2
Impôts et taxes	1,8	1,5	1,2	1,2	1,5	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2
Charges de personnel	6,7	6,8	6,0	5,7	5,7	5,8	5,6	5,4	5,1	4,7
DAP nettes	1,0	2,1	1,2	1,6	1,1	0,6	0,4	0,5	0,8	1,1
Autres charges	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,5	-0,6	-0,2	0,0	0,0	0,0
Marge brute	32,5	34,5	27,9	26,7	28,4	28,1	27,4	27,5	27,5	27,8
<i>Taux de marge brute</i>	58,4%	64,5%	70,8%	60,6%	47,8%	43,2%	48,3%	50,7%	49,7%	49,1%
Excédent Brut d'Exploitation	1,8	2,8	0,7	2,3	3,3	2,0	2,8	3,5	4,4	5,4
<i>Marge d'EBE (EBE/CA)</i>	3,1%	5,2%	1,8%	5,3%	5,5%	3,0%	4,9%	6,5%	8,0%	9,5%
Résultat opérationnel courant	0,7	0,7	-0,5	0,8	2,2	1,4	2,3	3,0	3,7	4,3
<i>Marge opérationnelle courante (ROC/CA)</i>	1,3%	1,3%	ns	1,7%	3,7%	2,1%	4,1%	5,6%	6,6%	7,6%
Autres produits (+) / Autres charges (-) non courantes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	0,7	0,7	-0,5	0,8	2,2	1,4	2,3	3,0	3,7	4,3
<i>Marge opérationnelle (ROP/CA)</i>	1,3%	1,3%	ns	1,7%	3,7%	2,1%	4,1%	5,6%	6,6%	7,6%
Résultat financier	0,3	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat avant impôt	0,5	0,8	0,0	0,7	2,0	1,3	2,3	3,0	3,7	4,3
Impôts sur les sociétés	0,2	0,3	0,0	0,3	0,5	0,5	0,8	1,0	1,2	1,4
<i>Taux d'IS apparent</i>	42,7%	40,7%	-90,0%	34,4%	26,9%	35,6%	34,9%	33,3%	33,3%	33,3%
Résultat net des entreprises intégrées	0,3	0,4	0,0	0,5	1,4	0,9	1,5	2,0	2,5	2,9
<i>Marge nette</i>	0,5%	0,8%	ns	1,1%	2,4%	1,3%	2,6%	3,7%	4,4%	5,1%
Quote part dans les résultats des SME	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net de l'ensemble consolidé	0,3	0,4	-0,1	0,4	1,4	0,9	1,5	2,0	2,5	2,9
Intérêts minoritaires	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net Part du Groupe publié	0,5	0,8	-0,1	0,4	1,4	0,9	1,5	2,0	2,5	2,9

Bilan

En M€	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2013e	2014e	2015e	2016e
Immobilisations incorporelles	1,7	1,8	1,7	1,5	1,4	1,4	1,8	2,5	3,1	3,5
Immobilisations corporelles	3,0	2,0	4,0	3,8	1,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Immobilisations financières	0,9	1,0	0,8	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Ecart d'acquisition	0,0	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Autres actifs non courants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actifs non courants	5,6	5,6	7,1	6,5	3,9	3,1	3,5	4,2	4,8	5,2
Stocks et en-cours	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Clients et comptes rattachés	9,8	9,6	8,1	7,6	9,4	11,2	9,7	9,3	9,5	9,7
Autres actifs courants	2,9	4,8	3,9	5,7	7,0	4,8	4,1	4,0	4,1	4,2
VMP et trésorerie	8,7	7,5	6,2	5,8	9,3	9,9	10,9	12,0	14,0	16,3
Total Actif	28,4	28,6	26,4	26,8	31,0	30,1	28,6	29,6	32,6	35,6
Capitaux propres part du groupe	5,7	9,7	9,6	9,9	11,8	12,3	13,4	15,1	17,2	19,8
Intérêts minoritaires	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passifs non courants hors dettes financières	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	0,8	1,3	1,3
Emprunts et dettes financières	6,7	4,9	4,9	3,6	1,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dont part à moins d'un an	6,7	4,2	1,8	2,1	1,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dettes fournisseurs	8,6	7,9	8,1	6,3	11,2	11,1	8,9	8,1	8,5	8,8
Autres passifs courants	6,4	5,9	3,6	6,9	6,4	6,3	5,4	5,2	5,3	5,5
Total Passif	28,4	28,6	26,4	26,8	31,0	30,1	28,6	29,6	32,6	35,6

Tableau de flux de trésorerie

En M€	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2013e	2014e	2015e	2016e
Marge Brute d'autofinancement	0,8	2,2	0,6	1,5	2,4	1,2	2,4	2,9	3,4	3,7
Variation de BFR	-2,2	2,5	-0,2	0,4	-1,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	3,0	-0,4	0,8	1,1	3,8	1,4	2,4	2,9	3,4	3,7
Acquisition d'immobilisations	-4,2	-3,4	-3,9	-1,9	-1,8	-0,4	-0,8	-1,2	-1,4	-1,5
Cession d'immobilisations	2,6	2,5	1,5	1,5	3,2	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de périmètre	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-1,6	-2,0	-2,4	-0,5	1,4	0,6	-0,8	-1,2	-1,4	-1,5
Augmentation de capital	0,0	3,2	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emission d'emprunts	4,6	0,6	3,0	0,0	2,9	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Remboursement d'emprunts	-4,0	-0,2	-0,6	-1,6	-4,2	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Autres	-0,1	-3,6	0,2	0,2	0,0	0,0	0,3	0,5	0,5	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	0,5	-0,1	2,6	-1,4	-0,8	-1,5	0,0	0,1	0,1	-0,3
Variation de trésorerie	1,9	-2,4	1,0	-0,8	4,4	0,5	1,5	1,8	2,1	1,9
Trésorerie d'ouverture	5,2	7,2	4,7	5,7	4,9	9,3	9,8	11,3	13,1	15,2
Trésorerie de clôture	7,2	4,7	5,7	4,9	9,3	9,8	11,3	13,1	15,2	17,1

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.

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 des recommandations sur les 12 prochains mois :

Achat : (-)

Accumuler : Depuis le 20/11/2013

Alléger: (-)

Vendre: (-).

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.

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

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

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 objet de la présente étude, 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 mentionnée dans la présente étude, 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. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée 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, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

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