

<b>Accumuler (vs Achat)</b>	<i>Potentiel</i>	<i>0%</i>
<b>Objectif de cours</b>	<b>16,40€</b> (vs 17,50€)	
Cours au 30/04/2014		16,37 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALUCR -FR / ALUCR : FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	14,5%	11,0%	13,6%	27,6%
Perf Small 90	16,8%	-0,6%	9,6%	43,8%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	28,2
Nb de titres (en millions)	1,7
Volume 12 mois (titres)	403
Extrêmes 12 mois	12,01€ / 16,48€

Actionnariat	
Fondateurs	67%
Flottant	19%
Axa	14%

Données financières (en M €)				
au 31/12	2012	2013e	2014e	2015e
CA	65,2	61,1	55,3	56,7
var %	9,8%	-6,3%	-9,4%	2,5%
EBE	2,0	2,5	2,8	3,4
%CA	3,0%	4,0%	5,1%	6,0%
ROC	14	2,0	2,3	2,6
%CA	2,1%	3,3%	4,2%	4,6%
RN pdg	0,9	12	16	18
%CA	1,3%	2,0%	2,8%	3,1%
Bnpa (€)	0,49	0,71	0,91	1,03
Gearing (%)	-77%	-80%	-76%	-78%
ROCE (%)	80%	90%	67%	46%
ROE (%)	12%	7%	9%	11%
Dette nette 2012	-9,5			
Dividende n (€)	0,20			
Yield (%)	1%			

Ratios				
	2012	2013e	2014e	2015e
VE/CA (x)	0,3	0,3	0,3	0,3
VE/EBE (x)	9,4	7,6	6,6	5,5
VE/ROC (x)	13,5	9,3	8,1	7,1
PE (x)	33,2	23,0	18,2	16,0

**Analyste :**  
Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
[caboulian@elcorp.com](mailto:caboulian@elcorp.com)

# Ucar

Location de véhicules

## Des fermetures de franchises qui grèvent la rentabilité

### Publication des résultats 2013

Après la publication de son chiffre d'affaires 2013 à 60,8 M€ (-6,7%), Ucar publie des résultats en dessous de nos attentes avec un REX de 1,8 M€, +28,7% (vs 2,9 M€ attendus), compte tenu d'une contribution moins importante qu'anticipée des franchises avec la fermeture de 12 d'entre elles sur l'exercice. Le groupe entend poursuivre son développement en 2014 en France via l'optimisation de son réseau de succursales et l'ouverture de 25 franchises exclusives. Ucar communique par ailleurs sur ses ambitions à l'international avec une stratégie de développement en marque blanche et via des partenariats en Chine, au Maroc, en Tunisie et en Europe.

### Commentaires

Ucar Développement, filiale à 100% de Ucar et gérant les succursales, vient grever la rentabilité du groupe avec un CA de 22,3 M€ et un REX de -1,4 M€ (vs -1,5 Me en 2012) compte tenu des frais fixes élevés liés à l'activité (location véhicules, agences, entretien de véhicules, personnel). La société devrait poursuivre l'optimisation du réseau (fermeture de 3 succursales en 2013) afin d'équilibrer son résultat sur les exercices à venir.

Concernant le réseau de franchises exclusives, l'ouverture de 12 agences a compensé la fermeture de 12 autres agences avec des revenus en hausse de 4% à 2,5 M€. En 2014, la société entend ouvrir 25 franchises supplémentaires et en fermer une dizaine d'autres, compte tenu d'un contexte peu favorable et d'un niveau d'exigence accru de la part d'Ucar envers ses franchisés. Ucar entend ouvrir également 25 corners, notamment via son partenariat avec AutoDistribution.

Les revenus en marque blanche ressortent stables en 2013 à 1,5 M€ avec un réseau Opel Rent mature et une montée en puissance progressive du réseau Audi. Ucar entend signer un nouveau contrat en marque blanche en 2014 en France.

Avec un cash flow d'exploitation de 1,3 M€ (relativement stable vs 2012), la situation bilancière de Ucar est toujours très saine avec des capitaux propres de 13,0 M€ et une trésorerie nette de 10,1 M€. Dans ce contexte, Ucar entend accélérer son développement à l'international à travers des contrats de marque blanche auprès des constructeurs ou des partenariats locaux en Europe, en Chine, au Maroc et en Tunisie. L'objectif étant de signer un contrat en marque blanche d'ici fin 2014.

Compte tenu de la publication, de l'accélération du développement à l'international et des fermetures de franchises attendues, nous ajustons nos attentes avec un CA 2014 de 55,3 M€ et un EBE de 2,8 M€ (vs 3,8 M€ préalablement).

### Recommandation

**Suite à cette publication et aux changements dans nos estimations, notre objectif de cours est relevé à 16,40€ (vs 17,50€) et notre recommandation passe à Accumuler (vs Achat).**

**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 de recommandations**

**Achat** : Du 28/02/2014 au 01/05/2014

**Accumuler** : Du 18/11/2013 au 27/02/2014 et depuis le 02/05/2014

**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

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

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