

<b>Neutre</b>	<i>Potentiel</i>	-2,0%
<b>Objectif de cours</b>	<b>18,00 € (vs 18,10 €)</b>	
Cours au 01/09/2017		18,37 €
Alternext Paris		
Reuters / Bloomberg	ALUCR -FR / ALUCR :FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-7,9%	-0,3%	-0,6%	34,2%
Perf CAC Small	14,8%	-1,0%	-2,5%	27,1%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	32,0
Nb de titres (en millions)	1,7
Volume 12 mois (titres)	615
Extrêmes 12 mois	1743,00 €

Actionnariat	
Fondateurs	67%
Flottant	19%
Axa	14%

Données financières (en M €)				
au 31/12	2016	2017e	2018e	2019e
CA	47,4	40,0	42,4	45,7
var %	-14,1%	-15,6%	6,0%	7,7%
EBE	2,1	2,7	3,5	4,5
%CA	4,4%	6,7%	8,1%	9,9%
ROC	1,3	1,9	2,5	3,5
%CA	2,8%	4,7%	5,9%	7,6%
RN pdg	1,1	1,4	1,7	2,3
%CA	2,4%	3,5%	4,0%	5,0%
Bnpa (€)	0,7	0,8	1,0	0,0
Dette nette	-10,4	-9,7	-8,1	-9,2
Gearing (%)	-69%	-60%	-47%	-47%
ROCE (%)	20%	20%	19%	0%
ROE (%)	8%	9%	10%	0%
Dividende n (€)	0,20	0,20	0,20	0,20
Yield (%)	1%	1%	1%	1%

Ratios				
	2016	2017e	2018e	2019e
VE/CA (x)	0,3	0,6	0,6	0,0
VE/EBE (x)	7,1	8,3	6,9	0,0
VE/ROC (x)	11,3	11,8	9,4	0,0
PER (x)	22,4	23,1	19,0	0,0

**Analyste :**  
Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
caboulian@elcorp.com

Ucar

Location de véhicules

### Un déploiement du réseau en marque blanche plus lent que prévu

#### Publication du chiffre d'affaires S1 2017

Ucar publie un CA semestriel de 19,2 M€, un peu en-dessous de nos attentes compte tenu d'un déploiement plus lent que prévu du réseau en marque blanche et d'une légère baisse du CA du réseau de franchisés en nombre. Le CA Location et Services aux réseaux ressort ainsi à 11,7 M€ (+6,5% pf). Le CA vente de véhicules ressort en baisse de 24,5% en pf à 7,5 M€ (-24,5%) compte tenu du recentrage vers la location financière (sans impact sur la rentabilité).

#### Commentaires

Le chiffre d'affaires « Location » de 6,9 M€ (+9,4% pf) est principalement soutenu par la croissance d'environ 20% du CA généré par les grands comptes (en lien avec la hausse du nombre de voitures disponibles et l'expansion du réseau en marque blanche). Le CA succursales ressort en baisse sur la période compte tenu de la réorganisation du réseau succursaliste et des cessions effectuées en 2016. Le nombre de succursales à fin juin 2017 s'établit à 9.

Le CA « Service aux réseaux » ressort en hausse de 2,6% pf à 4,8 M€ compte tenu de la croissance des revenus en marque blanche qui viennent compenser la baisse de ceux en franchise (stabilité du nombre de franchisés en net mais baisse du CA moyen par agence compte tenu de l'ouverture d'agence dont le CA n'est pas encore arrivé à maturité). A noter que la croissance du CA en marque blanche est un peu plus lent que prévu compte tenu du décalage de la mise en place d'agences entre le S1 et le S2 et de retards pris sur le déploiement des nouveaux partenariats signés fin 2016.

Nous attendons désormais l'ouverture de 100 agences en marque blanche sur l'exercice au lieu de 200 et un réseau global, à fin 2017, de 405 agences comprenant 8 succursales, 49 franchises non exclusives (corners), 77 franchises exclusives et 271 agences en marque blanche.

En 2018, nous attendons l'ouverture de 170 marques blanches, la fermeture de deux succursales et l'ouverture de 10 franchises pour un réseau qui devrait s'établir à 583 agences. En 2019, nous attendons une hausse de 100 agences en marque blanche, une fermeture de succursale et l'ouverture de 10 franchises, soit un réseau de 692 agences au total.

Suite à cette publication, nous revoyons nos attentes avec un CA 2017 de 40,0 M€ (vs 45,0 M€) dont un CA « Ventes de véhicules » à 15,0 M€ (vs 18,5 M€ précédemment) et un CA « Location et service aux réseaux » de 25,0 M€ (vs 26,5 M€). Le RN 2017 est attendu à 1,4 M€ (vs 1,6 M€ précédemment).

#### Recommandation

**Suite à la publication et à la mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 18,00 € (vs 18,10 €) et notre recommandation reste à Neutre.**

Prochaine publication: résultats S1 2017, le 10 octobre 2017

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Chiffre d'affaires	55,8	55,2	47,4	40,0	42,4	45,7
Excédent brut d'exploitation	2,1	2,2	2,1	2,7	3,5	4,5
Résultat opérationnel courant	1,5	1,3	1,3	1,9	2,5	3,5
Résultat opérationnel	1,5	1,3	1,3	1,9	2,5	3,5
Résultat financier	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Impôts	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-1,2
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	1,0	0,9	1,1	1,4	1,7	2,3
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Actifs non courants	3,3	3,7	3,1	3,5	4,3	5,0
<i>dont goodwill</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>
BFR	-0,9	-1,9	1,6	3,0	5,1	5,6
Disponibilités + VMP	11,7	13,8	11,4	10,7	9,1	10,2
Capitaux propres	13,7	14,3	15,1	16,1	17,4	19,8
Emprunts et dettes financières	0,3	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0
Total Bilan	29,5	32,4	28,5	27,1	28,6	31,5
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Marge brute d'autofinancement	1,3	1,4	0,8	2,2	2,5	3,2
Variation de BFR	-0,9	-0,8	3,3	1,3	2,2	0,5
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	2,2	2,2	-2,5	0,8	0,3	2,7
Investissements opérationnels nets	-0,6	-0,8	0,7	-1,2	-1,7	-1,8
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,6	-0,8	0,7	-1,2	-1,7	-1,8
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,1	0,9	0,3	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	0,0	0,6	-0,6	-0,3	-0,3	0,0
Variation de l'endettement financier net	1,7	2,0	-2,4	-0,7	-1,7	0,9
<b>Ratios (%)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Variation chiffre d'affaires	-8,3%	-1,1%	-14,1%	-15,6%	6,0%	7,7%
Marge EBE	3,8%	4,0%	4,4%	6,7%	8,1%	9,9%
Marge opérationnelle courante	2,8%	2,3%	2,8%	4,7%	5,9%	7,6%
Marge opérationnelle	2,8%	2,3%	2,8%	4,7%	5,9%	7,6%
Marge nette	1,8%	1,7%	2,4%	3,5%	4,0%	5,0%
Capex/CA	-1,0%	-1,4%	1,4%	-3,0%	-4,0%	-3,9%
BFR/CA	-1,6%	-3,4%	3,4%	7,4%	12,1%	12,3%
ROCE	50,3%	59,5%	19,9%	20,4%	18,5%	33,5%
ROCE hors GW	68,6%	93,7%	22,5%	22,2%	19,6%	35,3%
ROE	7,4%	6,5%	7,5%	8,6%	9,6%	11,7%
Payout	34,5%	37,5%	30,7%	25,1%	20,7%	15,1%
Dividend yield	1,3%	1,6%	1,4%	1,1%	1,1%	1,1%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Gearing (%)	-83%	-88%	-69%	-60%	-47%	-47%
Dettes nette/EBE	-5,4	-5,8	-5,0	-3,6	-2,3	-2,0
EBE/charges financières	-28,2	-34,1	-17,8	ns	ns	ns
<b>Valorisation</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Nombre d'actions (en millions)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	15,22	12,30	14,60	18,37	18,37	18,37
(1) Capitalisation boursière moyenne	26,5	21,4	25,4	32,0	32,0	32,0
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-11,4	-12,5	-10,4	-9,7	-8,1	-9,2
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres ajustements	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)+(5)	15,0	8,8	14,9	22,2	23,8	22,7
PER	26,3	23,1	22,4	23,1	19,0	13,9
VE/ EBE	7,1	4,0	7,1	8,3	6,9	5,0
VE/ROC	9,7	6,8	11,3	11,8	9,4	6,6
VE/CA	0,3	0,2	0,3	0,6	0,6	0,5
P/B	1,9	1,5	1,7	2,0	1,8	1,6
<b>Données par action (€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Bnpa	0,58	0,53	0,65	0,80	0,96	1,32
Book value/action	7,9	8,2	8,7	9,2	10,0	11,3
Dividende /action	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20

**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 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

**Historique de recommandations depuis 12 mois:**

**Achat** : (-)

**Accumuler** : du 04/09/2016 au 27/04/2017

**Neutre** : depuis le 28/04/2017

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : (-)

**Méthodes d'évaluation :**

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

\* 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 Etats-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