

|                              |                        |                             |
|------------------------------|------------------------|-----------------------------|
| <b>Neutre (vs Accumuler)</b> | <i>Potentiel</i>       | 3,8%                        |
| <b>Objectif de cours</b>     |                        | <b>16,50 € (vs 17,50 €)</b> |
| Cours au 18/10/2019          |                        | 15,90 €                     |
| Euronext Growth              |                        |                             |
| Reuters / Bloomberg          | ALUCR -FR / ALUCR : FP |                             |

| Performances   | Ytd   | 1m    | 3m    | 12m    |
|----------------|-------|-------|-------|--------|
| Perf. Absolue  | -0,6% | 0,6%  | -4,2% | -7,0%  |
| Perf CAC Small | 5,4%  | -2,5% | -4,6% | -10,4% |

**Informations boursières (en M €)**

|                            |                   |
|----------------------------|-------------------|
| Capitalisation (M€)        | 27,7              |
| Nb de titres (en millions) | 1,7               |
| Volume 12 mois (titres)    | 441               |
| Extrêmes 12 mois           | 15,20 € / 17,10 € |

**Actionnariat**

|            |     |
|------------|-----|
| Fondateurs | 67% |
| Flottant   | 19% |
| Axa        | 14% |

**Données financières (en M €)**

| <i>au 31/12</i> | 2018  | 2019e  | 2020e | 2021e |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|
| CA              | 44,3  | 39,5   | 41,1  | 42,1  |
| var %           | 24,3% | -10,8% | 4,1%  | 2,4%  |
| EBE             | 3,9   | 2,4    | 3,0   | 3,4   |
| %CA             | 8,9%  | 6,0%   | 7,4%  | 8,1%  |
| ROC             | 1,8   | 0,5    | 1,1   | 1,5   |
| %CA             | 4,0%  | 1,2%   | 2,8%  | 3,7%  |
| RN pdg          | 1,0   | 0,4    | 0,7   | 1,0   |
| %CA             | 2,2%  | 1,0%   | 1,7%  | 2,3%  |
| Bnpa (€)        | 0,6   | 0,2    | 0,4   | 0,6   |
| Dette nette     | -16   | 2,2    | 2,8   | 2,4   |
| Gearing (%)     | -10%  | 13%    | 17%   | 14%   |
| ROCE (%)        | 8,2%  | 5,9%   | 5,9%  | 7,8%  |
| ROE (%)         | 6,1%  | 4,2%   | 4,2%  | 5,5%  |
| Dividende n (€) | 0,20  | 0,20   | 0,20  | 0,20  |
| Yield (%)       | 1%    | 1%     | 1%    | 1%    |

**Ratios**

|            | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|------------|------|-------|-------|-------|
| VE/CA (x)  | 0,7  | 0,8   | 0,7   | 0,7   |
| VE/EBE (x) | 7,6  | 12,7  | 10,1  | 8,8   |
| VE/ROC (x) | 16,9 | 62,8  | 26,6  | 19,5  |
| PER (x)    | 32,1 | 66,9  | 39,3  | 28,6  |

**Analyste :**  
Cécile Abouliau  
01 44 70 20 70  
cabouliau@elcorp.com

**Ucar**

Location de véhicules

## Un REX temporairement dans le rouge au S1 2019 pour soutenir l'offre digitale

**Publication des résultats S1 2019**

Ucar fait suite à la publication de son CA S1 2019 de 19,3 M€ (-20,7%) en août dernier et communique des résultats en dessous de nos attentes avec un REX de -0,1 M€ (vs 0,6 M€ au S1 2018/19). La société donne néanmoins davantage de visibilité sur son plan de développement.

Elle met un coup d'accélérateur au déploiement de son offre digitale (lancée depuis juin 2019) à travers recrutements, campagne de communication et investissements technologiques.

A ce stade, nous demeurons prudents quant au rythme de croissance des offres digitales et à l'impact de cette nouvelle BU sur la génération de cash de l'entreprise à court et moyen terme.

**Commentaires**

Sur le S1 2019, Ucar a dû composer avec l'arrêt du partenariat avec PSA à partir de janvier 2019 qui a pesé à hauteur de 2,5 M€ sur le chiffre d'affaires du groupe avec la perte de 216 agences rent. Le réseau en marque blanche a néanmoins poursuivi son expansion et Ucar a communiqué sur la signature d'un partenariat avec BMW France pour la mise en place d'un réseau de location en marque blanche qui devrait se déployer à partir du S1 2020 après la mise en place de 5 pilotes fin 2019/début 2020.

En parallèle, Ucar a accéléré sa transformation pour assurer la mise en place de ses nouvelles offres d'autopartage et a vu ses charges augmenter de 350 k€ sur le projet. Une hausse principalement liée au renforcement des équipes digitales, au développement des plateformes technologiques et à la communication sur la marque. A noter que les charges de personnel apparaissent néanmoins en baisse, prenant en compte la réduction des équipes sur le partenariat de marque blanche avec PSA.

Les efforts de développement devraient se poursuivre fin 2019/2020. Le management précise ainsi que les résultats annuels tiendront compte de nombreux investissements. Le digital pourrait contribuer à la croissance du CA à horizon 2020. Dans le même temps la société communique sur un nouveau partenariat sur son métier historique de marque blanche signé avec BMW France et entend capitaliser sur la dynamique du réseau de franchisés.

Suite à la publication, nous ajustons à ce titre nos attentes. Nous attendons ainsi un CA 2019 de 39,5 M€ et un RN de 0,4 M€ (vs 0,7 M€ précédemment) et un CA 2020 de 41,1 M€ avec un RN de 0,7 M€ (vs 1,0 M€).

**Recommandation**

Suite à nos ajustements, notre objectif de cours passe à 16,50 € (vs 17,50 €) et notre recommandation à Neutre (vs Accumuler)

Prochaine publication : CA 2019, le 27 février 2020

| <b>Compte de résultat (M€)</b>                   | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019e</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> |
|--|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires                               | 47,4        | 35,6        | 44,3        | 39,5         | 41,1         | 42,1         |
| Excédent brut d'exploitation                     | 2,1         | 3,0         | 3,9         | 2,4          | 3,0          | 3,4          |
| Résultat opérationnel courant                    | 1,3         | 1,7         | 1,8         | 0,5          | 1,1          | 1,5          |
| Résultat opérationnel                            | 1,3         | 1,5         | 1,8         | 0,5          | 1,1          | 1,5          |
| Résultat financier                               | 0,1         | 0,0         | -0,1        | -0,1         | -0,1         | -0,1         |
| Impôts   | -0,6        | -0,6        | -0,2        | -0,2         | -0,4         | -0,5         |
| 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                      | 1,1         | 0,9         | 1,0         | 0,4          | 0,7          | 1,0          |
| <b>Bilan (M€)</b>                                | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019e</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> |
| Actifs non courants                              | 3,1         | 10,1        | 13,1        | 13,7         | 13,8         | 13,9         |
| <i>dont goodwill</i>                             | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,5          | 0,5          | 0,5          |
| BFR  | 1,6         | 2,6         | 1,8         | 5,0          | 5,8          | 6,1          |
| Disponibilités + VMP                             | 11,4        | 8,8         | 15,3        | 11,5         | 10,1         | 10,5         |
| Capitaux propres                                 | 15,1        | 15,7        | 16,3        | 16,4         | 16,7         | 17,7         |
| Emprunts et dettes financières                   | 1,0         | 5,7         | 13,7        | 13,7         | 12,9         | 12,9         |
| Total Bilan                                      | 28,5        | 33,5        | 46,5        | 44,0         | 43,8         | 45,0         |
| <b>Tableau de flux (M€)</b>                      | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019e</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> |
| Marge brute d'autofinancement                    | 0,8         | 1,7         | 2,7         | 3,2          | 2,3          | 2,6          |
| Variation de BFR                                 | 3,3         | 2,2         | 0,0         | 3,2          | 0,9          | 0,3          |
| Flux nets de trésorerie généré par l'activité    | -2,5        | -0,5        | 2,8         | 0,0          | 1,4          | 2,3          |
| Investissements opérationnels nets               | 0,7         | -6,5        | -3,9        | -2,5         | -2,0         | -2,0         |
| Investissements financiers nets                  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Flux nets de trésorerie liés aux investissements | 0,7         | -6,5        | -3,9        | -2,5         | -2,0         | -2,0         |
| Augmentation de capital                          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Variation emprunts                               | 0,3         | 8,6         | 21,0        | 11,4         | 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      | -0,6        | 4,4         | 7,6         | -1,7         | -0,3         | 0,0          |
| Variation de l'endettement financier net         | -2,4        | -2,6        | 6,5         | -4,3         | -0,9         | 0,3          |
| <b>Ratios (%)</b>                                | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019e</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> |
| Variation chiffre d'affaires                     | -14,1%      | -24,9%      | 24,3%       | -10,8%       | 4,1%         | 2,4%         |
| Marge EBE  | 4,4%        | 8,3%        | 8,9%        | 6,0%         | 7,4%         | 8,1%         |
| Marge opérationnelle courante                    | 2,8%        | 4,7%        | 4,0%        | 1,2%         | 2,8%         | 3,7%         |
| Marge opérationnelle                             | 2,8%        | 4,3%        | 4,0%        | 1,2%         | 2,8%         | 3,7%         |
| Marge nette                                      | 2,4%        | 2,6%        | 2,2%        | 1,0%         | 1,7%         | 2,3%         |
| Capex/CA   | 1,4%        | -18,2%      | -8,8%       | -6,3%        | -4,9%        | -4,7%        |
| BFR/CA   | 3,4%        | 7,2%        | 4,0%        | 12,6%        | 14,2%        | 14,5%        |
| ROCE   | 19,9%       | 9,1%        | 8,2%        | 2,6%         | 5,9%         | 7,8%         |
| ROCE hors GW                                     | 22,5%       | 9,4%        | 8,4%        | 2,7%         | 6,1%         | 8,0%         |
| ROE  | 7,5%        | 6,0%        | 6,1%        | 2,5%         | 4,2%         | 5,5%         |
| Payout   | 30,7%       | 37,1%       | 35,3%       | 84,1%        | 49,4%        | 36,0%        |
| Dividend yield                                   | 1,4%        | 1,1%        | 1,1%        | 1,3%         | 1,3%         | 1,3%         |
| <b>Ratios d'endettement</b>                      | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019e</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> |
| Gearing (%)                                      | -69%        | -20%        | -10%        | 13%          | 17%          | 14%          |
| Dettes nette/EBE                                 | -5,0        | -1,0        | -0,4        | 0,9          | 0,9          | 0,7          |
| EBE/charges financières                          | -17,8       | ns          | ns          | ns           | ns           | ns           |
| <b>Valorisation</b>                              | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019e</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</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)                | 14,60       | 18,80       | 18,17       | 15,90        | 15,90        | 15,90        |
| (1) Capitalisation boursière moyenne             | 25,4        | 32,8        | 31,7        | 27,7         | 27,7         | 27,7         |
| (2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)       | -10,4       | -3,1        | -1,6        | 2,2          | 2,8          | 2,4          |
| (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         | 1,0         | 2,0          | 3,0          | 4,0          |
| Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)+(5)        | 14,9        | 29,5        | 30,0        | 29,8         | 30,4         | 30,0         |
| PER  | 22,4        | 34,8        | 32,1        | 66,9         | 39,3         | 28,6         |
| VE/ EBE  | 7,1         | 10,0        | 7,6         | 12,7         | 10,1         | 8,8          |
| VE/ROC   | 11,3        | 17,6        | 16,9        | 62,8         | 26,6         | 19,5         |
| VE/CA  | 0,3         | 0,8         | 0,7         | 0,8          | 0,7          | 0,7          |
| P/B  | 1,7         | 2,1         | 1,9         | 1,7          | 1,7          | 1,6          |
| <b>Données par action (€)</b>                    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019e</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> |
| Bnpa   | 0,65        | 0,54        | 0,57        | 0,24         | 0,40         | 0,56         |
| Book value/action                                | 8,7         | 9,0         | 9,3         | 9,4          | 9,6          | 10,1         |
| 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** : Depuis le 22/10/2018

**Neutre** : (-)

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : Du 19/04/2018 au 21/10/2018

**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

## Disclaimer / Avertissement

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

3

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

**EuroLand Corporate**

17 avenue George V  
75008 Paris  
01 44 70 20 80