

ETUDE D'ACTUALISATION

**STRATÉGIE ET EXÉCUTION DÉSORMAIS PLUS RÉALISTES**

Après des résultats S1 23 qui ont confirmé que le groupe n'avait pas su gérer son hyper-croissance, une nouvelle équipe de direction, menée par P. Staïcos de retour chez Toosla, a été mise en place pour remettre la société sur de bons rails. La feuille de route 2023-24, basée sur une stabilisation de la flotte et de nouvelles initiatives peu capitalistiques (affiliation et MyToosla+), intègre une modération de la croissance et un redressement rapide de la rentabilité. Il ne s'agit que d'une 1<sup>ère</sup> étape, Toosla devant accélérer sa rentabilité au-delà de 2025 pour pérenniser son modèle. Sur la base de nos nouvelles estimations sensiblement revues à la baisse mais aussi largement dérisquées, notre OC par DCF ressort à 2,0€. Après notre passage SOUS REVUE fin juillet, nous réinitions le titre à ACHAT.

Jean-Louis Sempé  
+33 1 73 73 90 35  
[jlsempe@invest-securities.com](mailto:jlsempe@invest-securities.com)

Maxime Dubreil  
+33 1 44 88 77 98  
[mdubreil@invest-securities.com](mailto:mdubreil@invest-securities.com)

Document achevé de rédiger le  
07/12/2023 07:44

Document publié le 07/12/2023  
07:44

Un S1 2023 reflet d'une « crise de croissance » confirmée

La publication des résultats S1 2023 a été la confirmation que la marge d'EBITDA ne se redressait pas et suivait au contraire une trajectoire de dégradation inquiétante depuis le S2 22 (0,1% au S1 23 pour la marge retraitée norme société vs 9,9% au S1 22 et 3,9% au S2 22). La croissance du parc (X2/an) était en effet trop rapide, difficile à « digérer », entraînant une baisse du taux d'utilisation des véhicules et une augmentation non maîtrisée des opex, dont les coûts d'acquisition clients.

Nouvelle équipe de direction et nouvelle feuille de route plus prudente

Une nouvelle gouvernance a repris les rênes fin juillet, avec le retour de Panayotis Staïcos en tant que CEO, secondé par un CFO à temps plein (Boris Tchen). La direction a ainsi présenté en octobre sa feuille de route 2023-24, accélérant la stratégie de ralentissement de la croissance de la flotte, stabilisée à 600 voitures jusqu'à fin 2024. Ceci afin devrait faciliter le redressement de la rentabilité devenu impératif et la limitation du *cash burn*. À fin 2024, les nouvelles guidances sont : un CA de 12m€ (+20%) après un CA 2023 > 10m€ (+30%) et une marge d'EBITDA retraité >12%.

Estimations 2023-25e entièrement reformulées

De nos échanges avec la nouvelle direction ressortent des estimations 2023-25e beaucoup plus sécurisées, bien que nettement en-dessous des ambitions initiales de l'IPO. Deux illustrations : (i) le CA 2025e s'établit désormais à 15m€ vs 66m€ avant mise sous revue, avec un EBITDA estimé à 2,3m€ vs 20m€ préc. La priorité donnée au FCF, devenue absolument indispensable permet l'autofinancement du modèle à CT, même si la dette connaîtra une croissance maîtrisée (environ +3m€/an). Les dettes sécurisées pour financer la flotte doivent permettre de respecter l'engagement du nouveau management de ne pas procéder à une levée de fonds au cours des 18 prochains mois.

Opinion ACHAT, OC de 2,0€ sur la base de la nouvelle feuille de route

Notre opinion est reprise à l'ACHAT vs SOUS REVUE, avec un OC de 2,0€ sur la base d'un DCF conservateur à ce stade, avec des métriques de croissance et de marges volontairement minorés. Notre OC ne prend pas en compte la valorisation des reports déficitaires, de la plateforme IT et du Fonds de commerce (20 à 30m€ soit 2,7€ à 4,1€ par action) qui seraient à intégrer en cas de prise de contrôle majoritaire de la société.

Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse

en € / action	2023e	2024e	2025e
BNA dilué	-0,82	-0,51	-0,39
var. 1 an	n.s.	n.s.	n.s.
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.
au 31/12	2023e	2024e	2025e
PE	n.s.	n.s.	n.s.
VE/CA	1,9x	2,1x	1,8x
VE/EBITDA ajusté	n.s.	61,7x	20,7x
VE/EBITA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield*	n.s.	n.s.	n.s.
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

\* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés				
Cours de clôture du	06/12/2023		0,74	
Nb d'actions (m)			7,37	
Capitalisation (m€)			5,45	
Capi. flottante (m€)			1,70	
ISIN			FR00140062B9	
Ticker			ALTOO-FR	
Secteur DJ			Technology Services	
		1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	+19,4%	-4,4%	-68,6%	
Variation relative	+15,9%	+1,0%	-67,7%	

Source : Factset, estimations Invest Securities

## DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
BNA publié	nd	-0,10	-0,20	-0,26	-0,52	-0,83	-0,51	-0,39
<b>BNA ajusté dilué</b>	<b>nd</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,21</b>	<b>-0,44</b>	<b>-0,82</b>	<b>-0,51</b>	<b>-0,39</b>
Ecart /consensus	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E	nd	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
VE/CA	nd	nd	nd	4,08x	3,72x	1,88x	2,13x	1,75x
VE/EBITDA ajusté	nd	nd	nd	18,6x	72,2x	n.s.	61,7x	20,7x
VE/EBITA ajusté	nd	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield op. avt BFR	nd	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield opérationnel	nd	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Rendement	nd	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Cours en €	nd	nd	nd	2,97	2,51	0,74	0,74	0,74
Capitalisation	nd	nd	nd	10,9	14,5	5,2	5,5	5,5
Dette Nette	nd	nd	nd	6,1	14,5	13,6	16,7	20,0
Valeur des minoritaires	nd	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions/ quasi-dettes	nd	nd	nd	0,0	0,0	0,4	0,5	0,5
+/- corrections	nd	nd	nd	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Valeur d'Entreprise (VE)</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>16,7</b>	<b>28,7</b>	<b>18,9</b>	<b>25,7</b>	<b>25,7</b>

Compte résultat (m€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
CA retraité	nd	1,96	2,85	4,10	7,73	10,03	12,11	14,70
var.	nd	nd	+45,4%	+43,7%	+88,6%	+29,8%	+20,7%	+21,4%
EBITDA ajusté	nd	0,19	0,46	0,90	0,40	-0,44	0,42	1,24
<b>EBITA ajusté</b>	<b>nd</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,35</b>	<b>-0,18</b>	<b>-1,90</b>	<b>-4,66</b>	<b>-2,66</b>	<b>-1,69</b>
var.	nd	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
EBIT	nd	-0,24	-0,43	-0,38	-2,00	-4,66	-2,66	-1,69
Résultat financier	nd	-0,05	-0,31	-0,63	-0,78	-1,16	-1,10	-1,20
IS	nd	0,00	0,06	0,08	-0,23	0,00	0,00	0,00
SME+Minoritaires	nd	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
RN pdg publié	nd	-0,29	-0,68	-0,94	-3,00	-5,82	-3,76	-2,89
<b>RN pdg ajusté</b>	<b>nd</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,66</b>	<b>-0,81</b>	<b>-2,65</b>	<b>-5,76</b>	<b>-3,76</b>	<b>-2,84</b>
var.	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd

Tableau de flux (m€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBITDA ajusté	nd	0,19	0,46	0,90	0,40	-0,44	0,42	1,24
IS théorique / EBITA ajusté	nd	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total capex net	nd	-2,42	-4,48	-2,63	-8,39	-0,54	-2,44	-3,18
<b>FCF opérationnel net IS avt BFR</b>	<b>nd</b>	<b>-2,22</b>	<b>-4,02</b>	<b>-1,73</b>	<b>-7,99</b>	<b>-0,98</b>	<b>-2,02</b>	<b>-1,94</b>
Variation BFR	nd	-1,22	-0,55	-0,07	0,03	-0,35	-0,05	-0,23
<b>FCF opérationnel net IS après BFR</b>	<b>nd</b>	<b>-3,44</b>	<b>-4,57</b>	<b>-1,80</b>	<b>-7,95</b>	<b>-1,34</b>	<b>-2,07</b>	<b>-2,16</b>
Acquisitions/cessions	nd	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Variation de capital	nd	0,90	0,00	4,47	0,73	3,37	0,00	0,00
Dividendes versés nets	nd	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres et correction IS	nd	-0,08	-0,37	-0,47	-1,20	-1,11	-1,10	-1,15
<b>Cash-flow publié</b>	<b>nd</b>	<b>-2,53</b>	<b>-4,94</b>	<b>2,20</b>	<b>-8,42</b>	<b>0,92</b>	<b>-3,17</b>	<b>-3,31</b>

Bilan (m€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs immobilisés	nd	4,27	8,36	9,02	15,29	12,24	11,90	12,34
dont incorporels/GW	nd	0,72	0,66	0,60	0,74	0,86	0,98	1,08
BFR	nd	-0,20	0,41	1,19	1,07	1,42	1,47	1,70
Capitaux Propres groupe	nd	0,69	0,51	4,14	1,87	-0,26	-3,82	-6,46
Minoritaires	nd	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions	nd	0,00	0,00	0,01	0,01	0,37	0,47	0,47
<b>Dette fi. nette</b>	<b>nd</b>	<b>3,32</b>	<b>8,26</b>	<b>6,06</b>	<b>14,48</b>	<b>13,56</b>	<b>16,73</b>	<b>20,04</b>

Ratios financiers (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBITDA ajusté/CA	nd	9,8%	16,1%	22,0%	5,1%	n.s.	3,4%	8,4%
EBITA ajusté/CA	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
RN ajusté/CA	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
ROCE	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
ROE ajusté	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/FP	nd	484,0%	1619,8%	146,3%	774,6%	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA (en x)	nd	17,3x	18,0x	6,7x	36,4x	n.s.	40,1x	16,2x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

## SOMMAIRE

<b>1 – Des résultats S1 2023 nettement dégradés</b>	<b>p.4</b>
1.1 Résultats S1 23 : reflets d'une crise de croissance et d'erreurs de gestion	p.4
1.2 Un bilan artificiellement préservé à fin juin 2023	p.5
<b>2- Nouveau management et nouvelle feuille de route</b>	<b>p.6</b>
2.1 Retour de P. Staïcos et nouvelle équipe de direction avec enfin un CFO	p.6
2.2 Un marché toujours porteur et source d'opportunités	p.7
2.3 Feuille de route 2023-24 : « Faire plus et mieux avec moins »	p.8
2.4 Au-delà de 2024, une stratégie de croissance par palier	p.11
<b>3- Modèle de croissance moins ambitieux mais largement « dé-risqué »</b>	<b>p.12</b>
3.1 Reset de nos estimations en phase avec la nouvelle feuille de route	p.12
3.2 Amélioration rapide de la rentabilité, même si le leasing limite le levier	p.13
3.3 Limitation du cash-burn sur 2023-25e	p.14
3.4 Solvabilité CT assurée, modèle à pérenniser sur le LT	p.15
<b>4- 4- Un 1er objectif a minima de 2,0€, opinion ACHAT vs SOUS REVUE</b>	<b>p.16</b>
4.1 DCF : un 1er OC de 2,0€ a minima	p.16
4.2 Opinion ACHAT (vs Sous Revue)	p.18
<b>Avertissement</b>	<b>p.20</b>

## 1- Des résultats S1 2023 nettement dégradés

De nos échanges avec la nouvelle direction après la publication des résultats S1 2023, nous avons pu partager le diagnostic sur la dégradation des comptes, en particulier de la marge d'EBITDA tombée à 0% en 3 semestres. Il en ressort que Toosla s'était engagé dans une course à la croissance qui n'était pas du tout maîtrisée avec un pilotage nettement insuffisant des indicateurs financiers qui n'a pas permis de rectifier le tir, même si l'ancienne direction, sans le dire jusqu'en juillet, avait commencé à réduire la voilure en diminuant la flotte et en ayant recours au crédit-bail (vs véhicule en propriété) pour limiter le « cash burn ». La situation bilantielle, optimisée à fin juin (DN de 11,3m€), devrait néanmoins se dégrader mécaniquement à fin 2023, en dépit de la reprise en main de la gestion opérationnelle sous la conduite du nouveau management.

### 1.1 Résultats S1 23 : reflets d'une crise de croissance et d'erreurs de gestion

En juillet dernier, Toosla a publié un CA S1 2023 de 4,8m€, en hausse de +59%, porté par l'accroissement de la flotte et « la maîtrise des indicateurs de performance pour améliorer sa rentabilité ». Au regard des marges historiques (16% à 22% de marge d'EBITDA retraitée en 2020 et 2021), de la croissance du CA S1 23 et de l'amélioration des indicateurs de performance, il nous semblait possible de tableer sur une marge d'EBITDA retraitée norme société d'au moins 12%.

La publication mi-octobre des résultats semestriels nous a pris totalement à revers, avec une marge d'EBITDA retraitée S1 23 tout juste à l'équilibre (0,3%, soit 0,01m€ d'EBITDA), traduisant une nouvelle dégradation de la situation par rapport à un S2 22 où la marge d'EBITDA retraitée était déjà tombée à 3,9%. La situation était donc grave, justifiant le changement de gouvernance (cf. partie 2).

#### Toosla : résultats opérationnels

en m€	2021	% CA	S1 22	% CA	S2 22	% CA	2022	% CA	S1 23	% CA
CA retraité (hors crédit-bail)	4,10		2,99		4,74		7,73		4,79	
var	+44%		+179%		+95%		+89%		+60%	
Coût de la flotte	-1,10	-26,9%	-1,02	-34,0%	-1,44	-30,3%	-2,46	-31,8%	-1,82	-37,9%
Assurances de la flotte	-0,22	-5,3%	-0,32	-10,8%	-0,51	-10,7%	-0,83	-10,8%	-0,44	-9,3%
Parking	-0,45	-11,0%	-0,22	-7,4%	-0,60	-12,7%	-0,82	-10,6%	-0,41	-8,6%
Marketing	-0,33	-8,1%	-0,37	-12,3%	-0,77	-16,3%	-1,14	-14,8%	-0,70	-14,6%
Personnel	-0,86	-20,9%	-0,63	-21,2%	-0,86	-18,2%	-1,49	-19,3%	-1,05	-22,0%
Autres	-0,14	-3,4%	-0,13	-4,4%	-0,37	-7,9%	-0,56	-7,3%	-0,35	-7,3%
EBITDA retraité norme société	1,00	24,3%	0,30	9,9%	0,19	3,9%	0,42	5,5%	0,01	0,3%
var	+92%									
Impact crédit bail	-0,10	-2,3%	-0,03	-1,1%	-0,05	-1,1%	-0,02	-0,3%	-0,28	-5,9%
EBITDA ajusté norme IS	0,90	22,0%	0,26	8,7%	0,14	2,9%	0,40	5,1%	-0,27	-5,6%
var	+96%									

Source : Toosla

La publication le 30 octobre du rapport financier semestriel permet de mieux comprendre la dégradation de la rentabilité. Tout d'abord, il convient de mettre en lumière que l'ancien management avait déjà commencé à développer le crédit-bail pour renforcer sa flotte (sans communiquer sur le sujet), de sorte que l'EBITDA retraité norme société n'intègre pas les coûts associés au crédit-bail. Notre EBITDA ajusté, tenant compte du crédit-bail, fait ressortir une situation encore plus mauvaise, avec un EBITDA ajusté S1 23 de -0,3m€ vs +0,3m€ au S1 22. Le nouveau management évoque comme raison principale de cette dégradation de la rentabilité une augmentation trop rapide de la flotte qui a fait fondre le taux d'utilisation (53% vs >60% historiquement) et a nécessité de surinvestir en frais marketing (14,6% du CA vs 12,3% au S1 22 et 8% en 2021) pour tenter de louer les nouveaux véhicules entrés dans la flotte. Cet élément, combiné au renforcement des équipes (impact de -1pt sur la marge d'EBITDA), explique une partie de la dégradation de la rentabilité, mais l'essentiel provient des coûts de la flotte (entretien, mise à disposition, réparation) qui sont passés de 26,9% du CA en 2021 à 34% au S1 22 et 39,2% au S1 23 ! Cela illustre très clairement un problème de gestion opérationnelle, avec une absence de suivi précis des performances sur une flotte qui a massivement progressé en l'espace de 2/3 ans (x2 à 584 véhicules fin juin).

## 1- Des résultats S1 2023 nettement dégradés

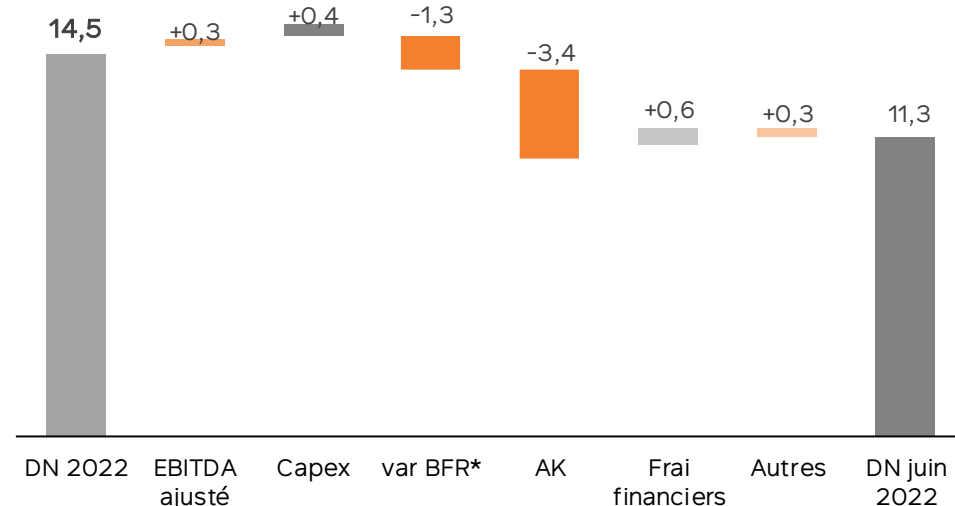
En deçà de l'EBITDA, les amortissements reflètent également cette absence de pilotage (corrections nécessaires des amortissements en liaison avec « le report de flotte »), avec la nécessité de déprécier de -0,6m€ la valeur de la flotte et des amortissements atteignant -2,8m€ (vs -1,1m€ au S1 22). Après prise en compte des frais financiers sans surprise (-0,6m€), le RN S1 23 s'établit à -3,6m€ vs -1,1m€ au S1 22.

### 1.2 Un bilan artificiellement préservé à fin juin 2023

En dépit de ces mauvais résultats, la situation bilantielle à fin juin apparaît plutôt préservée, avec des fonds propres de 1,7m€ et une Dette Nette de 11,3m€, en diminution de +3,1m€ sur le semestre. Si cette diminution est imputable à l'augmentation de capital de 3,4m€ réalisée en mars dernier, deux éléments méritent une explication :

- Des capex, nets des cessions de véhicules de seulement 0,4m€. Un chiffre étonnamment faible au regard de la croissance du CA et du discours de l'époque sur une poursuite de l'expansion de la flotte qui trouve son explication dans 2 éléments : (i) la flotte a finalement diminué sur le semestre malgré le discours officiel (-50 véhicules) et (ii) cette réduction s'est accompagnée d'une accélération du recours au crédit-bail (25% de la flotte à fin juin vs 8% fin 2022), limitant d'autant le montant des dépenses d'acquisition de véhicules en propre.
- Une variation de BFR génératrice de trésorerie à hauteur de +1,3m€, intégrant en dettes fournisseurs 2,2m€ d'encaissements de TVA sur les véhicules cédés qui ont vocation à disparaître à fin 2023.

Evolution de la Dette Nette de Toosla au S1 2023



\* Var BFR nette des provisions

source : Toosla

En conclusion, il y avait urgence à reprendre la situation en main, car la situation bilantielle à fin 2023e a toutes les chances de refléter les conséquences néfastes de la stratégie menée jusqu'en juin dernier, quand bien même les indicateurs opérationnels du S2 2023 traduisent déjà une amélioration sous la conduite de la nouvelle direction.

## 2- Nouveau management et nouvelle feuille de route

Comme indiqué précédemment, les principaux soucis insuffisamment adressés étaient de 2 natures (i) la consommation de cash venant de la croissance du parc et (ii) la dégradation de la marge d'EBITDA venant pour partie de cette croissance et pour partie de la gestion opérationnelle concourants à l'effondrement du taux d'utilisation des véhicules en location et à la chute du taux de marge d'EBITDA. Cette dérive a conduit au départ d'Eric Poncin, remplacé fin juillet par une nouvelle direction menée par Panayotis Staïcos, directeur général délégué de 2021 à mi-2022 et expert de location courte durée (14 ans chez ADA). L'idée de cette nouvelle direction est guidée par la volonté de préserver le cash à CT (« Faire plus et mieux avec moins ») avec la modération de la croissance et le redressement la rentabilité sur S2 2023-2024. Plus précisément, 3 leviers ont été identifiés : (i) amélioration des performances opérationnelles à Paris, principalement grâce à une augmentation du taux d'utilisation sur une flotte stabilisée, (ii) expansion en province via un modèle d'Affiliation peu consommateur de trésorerie et (iii) offre d'abonnement de location longue durée sur des modèles urbains, couplé à un modèle de remplacement non urbain, 4 à 5 fois par an, prélevé sur la flotte de location courte durée. Au-delà de 2024, la nouvelle direction évoque une stratégie de déploiement par palier, non chiffrée à ce stade.

### 2.1 Retour de P. Staïcos et nouvelle équipe de direction avec enfin un CFO

Concomitamment à la publication du CA S1 2023 fin juillet, Toosla a annoncé une évolution de sa gouvernance, avec la dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général avec effet immédiat. Eric Poncin, cofondateur et jusqu'alors président directeur général, demeure simple administrateur. La présidence du conseil d'administration est reprise par Jean-François Boucher, co-fondateur et administrateur depuis 2016, tandis que la direction générale est confiée à Panayotis Staïcos.

Pour Panayotis Staïcos, c'est de fait un retour chez Toosla, puisqu'il avait occupé la fonction de directeur général délégué de mars 2021 à septembre 2022. Surtout, c'est le retour aux manettes d'un professionnel de la mobilité, fort d'une expérience de 14 ans chez ADA à différents postes de direction : responsable commercial, responsable achats, directeur flotte et direction des opérations.

Début novembre, Toosla annonçait avoir finalisé la réorganisation de son équipe dirigeante pour exécuter la nouvelle feuille de route 2023-24, avec un comité de direction composé de 6 membres :

- Panayotis Staïcos comme directeur général, également en charge de la flotte et du marketing;
- Bertrand Gruyelle, directeur du digital et co-fondateur de Toosla en 2016
- Nicolas Petit de Mirbeck, directeur des opérations, dans l'entreprise depuis octobre 2022
- Kevin Da Veiga, directeur du service client, promu à ce poste après 4 ans au sein de l'entreprise
- Ermilio Boucher, responsable du pôle Assurances et Sinistres, présent depuis 1 ans chez Toosla
- Boris Tchen, Directeur Administratif et Financier, arrivé en octobre 2023 et disposant de près de 20 ans d'expérience dans les fonctions finances, dont un passage d'un an chez ADA comme DAF.

Cette évolution de la gouvernance est très clairement une bonne nouvelle, avec (i) le retour aux manettes d'un professionnel de la location de courte durée, aguerri aux différents aspects du métier, qui connaît déjà la société et (ii) le renforcement des fonctions finance (jusqu'alors externalisé à l'expert-comptable) qui doit permettre un pilotage beaucoup plus fin et précis des performances.

## 2- Nouveau management et nouvelle feuille de route

### 2.2 Un marché toujours porteur et source d'opportunités

Pour sa première prise de parole en octobre dernier, le nouveau Directeur Général a tenu à rappeler que le marché de la location courte durée en France (4,3Mds€ de CA, 4 700 points de vente, 6m de locations par an) est suffisamment profond pour permettre à un acteur de la taille de Toosla de prospérer, grâce à son approche différenciante basée sur une offre 100% digitale (réservation, prise en main/restitution du véhicule et état des lieux), disponible 24h/24 et 7J/7 et conforme à la promesse vendue (modèle garanti). Par ailleurs, ce marché est amené à progresser à MT/LT pour répondre aux transformations des usages du marché de la mobilité.

#### Marché de la location courte durée en France



Source : Toosla

Concernant l'univers concurrentiel, la situation n'a pas profondément évolué avec :

- Des majors comme Hertz, Avis, Europcar ou Sixt, très positionnés sur la clientèle de déplacement avec des agences essentiellement concentrées dans les aéroports et les gares et une offre qui n'intègre pas ou très peu l'aspect digital (en dehors de la réservation).
- Des acteurs locaux comme ADA, UCAR ou Rentacar, Organi, généralement organisés en franchises ou en réseaux d'indépendants, avec un modèle basé sur une forte implantation locale.
- Des nouveaux acteurs digitaux comme Toosla, Virtuo ou Carlili proposant une offre disruptive sur l'usage et l'expérience utilisateur.
- Différentes initiatives des constructeurs automobiles tentant d'intégrer la location de courte durée à leur cycle de vente.

#### Univers concurrentiel de Toosla



Source : Toosla

## 2- Nouveau management et nouvelle feuille de route

Toosla a donc toujours une place à prendre, avec même des opportunités à CT, car nombre de start-up françaises de la mobilité sont aujourd'hui dans la difficulté (cf. article des Echos : Hécatombe dans les start-ups françaises de la mobilité.). Selon cet article, les difficultés s'enchaînent pour ces nouveaux acteurs, sur fond de crise des financements et de course à la rentabilité. La dernière à traverser un trou d'air est Carlili, un néo-loueur de voitures sans agence qui avait annoncé en 2022 une levée de fonds de 24m€ auprès de la Banque des Territoires et de Demeter. « Les fonds avaient le choix d'abonder ou non les tranches suivantes. Ils ont choisi de ne pas le faire ». Carlili est aujourd'hui en cessation de paiements et a été placée en redressement judiciaire en octobre. D'autres acteurs sont en « danger » à l'instar de Virtuo qui réduit ses implantations en Europe et serait en recherche de financements.

Toosla pourrait en profiter pour gagner des parts de marché, voire reprendre certains acteurs en difficultés. Toujours selon Les Echos, Toosla ferait partie des 2 sociétés à avoir déposé une offre de reprise de Carlili, le second étant ACPA, une agence de conseil spécialisée dans le refinancement et le redressement. La reprise par Toosla ne serait que partielle, tant en termes de salariés (une dizaine sur un total d'une vingtaine) que de flottes. L'opération, si elle se concrétisait, pourrait permettre à Toosla : (i) de renforcer significativement sa base clients à moindre coûts (Carlili aurait réalisé 6,5m€ de CA en 2022, soit une base clients potentiellement aussi importante que celle de Toosla qui compte 400k inscrits), (ii) optimiser son coût d'acquisition flotte, les 2 groupes ayant des positionnements assez similaire en termes de modèles (flotte Carlili composée de Tesla modèle 3 et Y, Renault Captur et Scenic et Peugeot 208 et 2008) et (iii) de renforcer son offre, en intégrant notamment le point fort de Carlili de la livraison à domicile. Affaire à suivre, mais le rapport risk/reward apparaît très favorable.

### 2.3 Feuille de route 2023-24 : « Faire plus et mieux avec moins »

**Alors que la feuille de route présentée à l'IPO était uniquement orientée sur la croissance (doublement de la flotte tous les ans) et l'expansion internationale, la stratégie de la nouvelle direction est guidée par la volonté à CT de préserver le cash (« Faire plus et mieux avec moins »), avec une croissance plus modérée de la flotte et du CA et surtout un redressement rapide de la rentabilité, avant de pouvoir relancer un nouveau cycle d'expansion à partir de 2025.**

#### 2.3.1 Objectifs 2024 : CA à plus de 12m€ et plus de 12% de marge d'EBITA ajusté

Le groupe résume ci-dessous ses guidances à horizon 2024 par 3 indicateurs :

- Flotte stable de 600 voitures,
- CA de 10m€ environ (+30%) en 2023, puis >12m€ (+20%) en 2024
- Marge d'EBITDA ajusté >12% en 2024, avec un 1<sup>er</sup> point de passage de 7% au S2 23.

Le management a insisté sur le fait que ce plan est auto-financé et qu'aucune augmentation de capital n'est prévue au cours des 18 prochains mois.

#### Objectifs 2023-24 présentés le 11 octobre 2023

	2022	2023 (e)	2024 (e)
Flotte de véhicules	467	>600	~600
Chiffre d'affaires <sup>1</sup>	7 729	~10 000	>12 000
Ebitda <sup>2</sup>	7%	>7% (S2)	>12%

**Une communication régulière  
pour confirmer la bonne tenue du cap**

Source : Toosla



## 2- Nouveau management et nouvelle feuille de route

Plus précisément, ont été identifiés 3 leviers à CT : optimisation du taux d'utilisation de la flotte à Paris et lancement de 2 nouvelles initiatives (Affiliation et Abonnement) faiblement capitalistiques. Dans cette logique, la stratégie d'expansion internationale est arrêtée, avec pour conséquence l'arrêt de l'implantation à Madrid qui doit permettre d'économiser 200k€ en année pleine selon la direction.

Fin novembre, Toosla a communiqué pour expliquer qu'il serait en mesure de réaliser en 2023 un CA >10m€, sur la base du volume d'affaires réalisé à date et des réservations enregistrées jusqu'à la fin d'année. Par ailleurs, la société a indiqué être en bonne voie pour atteindre son objectif de 12m€ de CA en 2024, indiquant que l'activité des 4 derniers mois (juillet-octobre) a systématiquement dépassé 1m€. Dernier point mentionné dans ce communiqué, Toosla a déclaré que depuis fin juillet, la croissance du CA a été systématiquement supérieure à l'évolution de la flotte et que l'optimisation de la flotte pour 2024 est désormais finalisée. Ceci induit un biais favorable sur la rentabilité, même si d'autres leviers devront aussi être activés pour y parvenir. Dans tous les cas, la nouvelle direction semble vouloir repartir sur des objectifs réalistes, avec des jalons d'étapes permettant de suivre et de piloter ses résultats. C'est de bon augure pour la suite, même si ce « momentum » retrouvé méritera d'être confirmé dans la durée.

### 2.3.2 Paris : optimisation de la flotte et des performances financières

À Paris, cœur de l'implantation de Toosla depuis sa création, l'entreprise dispose encore d'un important potentiel de développement et d'optimisation de la rentabilité, via l'activation de plusieurs leviers :

#### ➤ Flotte

La flotte a vocation à être stabilisée à environ 600 véhicules. Cette dernière est par ailleurs optimisée dans son mix modèles, avec une concentration sur les marques et les modèles les plus désirés par les clients (Audi, BMW, Mercedes, Peugeot et Tesla) et la sortie ou la diminution de certains modèles (Mini et Jeep).

#### ➤ Marketing/Clients

Un travail de fond est engagé à tous les niveaux : l'acquisition (optimisation de la communication et amélioration de l'e-réputation), l'enrôlement (lancement de la réservation *depuis le site Internet* et non plus uniquement via l'application mobile, renouvellement de l'application mobile avec le lancement d'une V3), la fidélisation (communication régulière et programme de parrainage) et la satisfaction clients.

#### ➤ Accessibilité des véhicules

L'accessibilité des véhicules va être optimisée, avec l'ouverture d'un service de livraison aux aéroports d'Orly et Roissy - Charles de Gaulle, l'ouverture d'une station au parking des Batignolles et la fermeture de la station Avenue Montaigne, trop chère et trop peu efficace.

#### ➤ Développement d'une offre B2B

Enfin, un autre axe de développement consiste à adresser la clientèle B2B, en ciblant la cible la plus compatible avec son offre (PME et professions libérales). Cette clientèle, très complémentaire de la clientèle B2C en termes de créneaux d'utilisation (semaine vs week-end et vacances), peut aussi à terme devenir cliente en B2B.

A travers ces différents levier, l'objectif prioritaire est de faire remonter le taux d'utilisation de la flotte, tombé au S1 23 à 53%, soit un niveau très inférieur aux performances 2020-21 (>60%) et aux meilleurs standards du marché (75%). L'augmentation du taux d'utilisation de la flotte à Paris doit ainsi permettre au CA Paris de progresser de +8% à +10% par an sur 2023-24. La moindre progression de la flotte doit aussi permettre de limiter les coûts marketing d'acquisition clients, ainsi que de limiter l'inflation des coûts de structure qui ont beaucoup progressé depuis 2 ans pour des questions d'effet de seuil.

## 2- Nouveau management et nouvelle feuille de route

### 2.3.3 Deux nouvelles sources de revenus faiblement capitalistiques

Dans cette logique de faire plus et mieux avec moins, Toosla a également lancé 2 initiatives :

#### ➤ Développement national via l'affiliation

En dehors de Paris, Toosla va engager le déploiement de son offre, afin de suivre ses clients et de conquérir de nouveaux utilisateurs. L'objectif est de couvrir au moins 3 nouvelles villes d'ici à la fin de l'année 2024 en privilégiant les grandes agglomérations (Bordeaux, Lille, Lyon, Nice, Nantes, etc.) et/ou certaines zones spécifiques (Bastia/Ajaccio) où les attentes des consommateurs sont comparables à Paris.

Pour mettre en œuvre ce levier, Toosla a décidé de privilégier le *modèle économique de l'affiliation*. Le management vise des loueurs courte durée déjà implantés et pérennes (3 ans minimum d'ancienneté) et désireux d'intégrer une solution digitale déjà éprouvée, tant pour la prise en charge/état-lieux/restitution du véhicule que pour la réservation et la gestion de flotte. L'idée derrière ce concept est de permettre à ces indépendants de réduire leur coût d'exploitation (réduction des horaires des agences et du nombre de personnes en agence) et de s'intégrer à un nouveau canal d'acquisition clients.

#### Nouveau levier : offre d'affiliation pour développer le territoire national

**Toosla | Développement national**  
Objectifs 2024

Développement de 3 villes sur 2024

- Villes ciblées :** Lille / Lyon / Nice / Bordeaux / Nantes  
Ajaccio / Bastia
- Type de Contrat :** Affiliation
- Profils ciblés :**
  - Loueurs courte durée indépendants
  - 3 ans d'ancienneté minimum
  - Capacité financière pour le parc
- Conditions d'affiliation :**
  - Droits d'entrée + Royalties
- Arrêt du modèle de développement en propre hors-Paris**
  - Trop coûteux
- Fermeture de Madrid**
  - Impact Résultat net : +200 k€

TOOSLA

Source : Toosla

L'affiliation avec des loueurs indépendants est un moyen intéressant pour « lever » la plateforme technologique de Toosla et élargir sa notoriété, sans avoir à financer de flotte en propre et/ou de coûts de structure par ville. En termes de résultats, le modèle d'affiliation doit générer du CA lié aux droits d'entrée (quelques k€) et surtout du CA net additionnel supplémentaire sans coût associé (Toosla reconnaîtra en CA les revenus de location de l'affilié et reversera 90% de ses revenus à l'affilié). S'il est probable que la contribution au CA en 2024 soit relativement limitée (un affilié n'équipera pas dès le départ l'intégralité de sa flotte avec sa solution Toosla mais testera sur quelques véhicules), la montée en puissance peut être significative dès que ce dernier constatera l'avantage par rapport au modèle traditionnel. A plus long terme, si ce modèle venait à se développer significativement, cela poserait également la question de la valorisation de la plateforme Toosla.

## 2- Nouveau management et nouvelle feuille de route

### > Un nouveau service d'abonnement, MyToosla+

Partant du constat que (i) 65% des foyers possèdent 1 à 2 voitures qui servent à la fois pour les déplacements professionnels et les loisirs, (ii) il existe une inadéquation entre le besoin au quotidien (petite citadine) et le besoin occasionnel (voiture familiale pour transporter toute la famille en week-end ou vacances) et (iii) le coût de possession ne cesse d'augmenter, Toosla a donc développé une offre répondant à l'évolution de la mobilité. La promesse Toosla se résume en 3 points :

- ❖ Un abonnement tout compris et 100% digital,
- ❖ Un véhicule urbain, économique et écologique grâce à une motorisation hybride ou électrique, fidèle aux standards de désirabilité Toosla (boîte automatique, équipements et finitions) ;
- ❖ Un modèle de remplacement, 4 à 5 fois par an, pour s'adapter aux besoins (vacances, week-ends, événements personnels ou professionnels, etc.) à sélectionner au sein de la gamme de véhicules Toosla. Ainsi, Toosla sera pleinement capable de répondre à toutes les attentes des automobilistes, selon les besoins (distance, été/hiver...).

#### Offre d'abonnement MyToosla+

Source : Toosla

Certains constructeurs automobiles réfléchissent également à ce type de solutions (Mobilité V+ chez Volvo, Switch Car chez Renault), proposant par exemple aux propriétaires de voitures électriques la possibilité de louer une voiture thermique pour leurs vacances. Toosla discute d'ailleurs avec certains constructeurs pour s'intégrer dans ce type d'offres.

Grâce à la puissance de ses algorithmes et à une étude fine des comportements, notamment sur les habitudes de congés, Toosla estime être en mesure d'optimiser la flotte nécessaire pour assurer la montée en puissance de son offre dans une dynamique vertueuse. Pour Toosla, cela revient à adresser un nouveau marché (location longue durée) qui a encore du mal à intégrer la flexibilité réclamée par le consommateur (cf. initiative sur ce marché de Sixt ou d'Avis), avec un CA /client sensiblement supérieur et une optimisation de sa flotte. Il faudrait ainsi environ 150 clients seulement pour réaliser 1m€ de CA sur cette activité. L'offre devrait être lancée en début d'année 2024.

### 2.4 Au-delà de 2024, une stratégie de croissance par palier

La nouvelle direction ne communique pas à ce stade sur des objectifs au-delà de 2024, mais de nos entretiens avec celle-ci, nous retenons que le modèle de croissance suggéré, une fois le redressement de la marge d'EBITDA acquis en 2025, cherchera à se fonder sur une stratégie de croissance modérée de la flotte permettant de gérer cette croissance « par paliers » de façon à préserver le haut niveau du taux d'utilisation et de la marge d'EBITDA restaurés.

### 3- Modèle de croissance moins ambitieux mais largement « dé-risqué »

Le changement de stratégie initié par la nouvelle direction devrait se traduire par un ralentissement de la croissance à partir du S2 2023e (+11% après +60% au S1, soit +31% sur 12 mois), avant de légèrement accélérer sur 2024e (+21%) et 2025e (+21%), avec la contribution des 2 nouvelles offres à partir de 2024 et le retour à une légère progression de la flotte à Paris. L'amélioration du taux d'utilisation de la flotte, combinée à l'optimisation de la structure de coûts, doit permettre un redressement de la marge d'EBITDA retraitée norme société conforme aux objectifs affichés par la société sur 2023-24, tandis que la consommation de trésorerie sera réduite à -3m€ par an sur 2024-25e grâce à la modération des capex. La solvabilité du groupe est assurée sur la période grâce aux dettes de financement de la flotte déjà négociées, ce qui corrobore l'engagement du management de ne pas procéder à une levée de fonds au cours des 15 prochains mois. Pour autant, si le nouveau management aura significativement redressé la situation à fin 2025, Toosla devra poursuivre cette dynamique vertueuse au-delà pour arriver à l'auto-suffisance en termes de FCF et reconstituer des fonds propres.

#### 3.1 Reset de nos estimations en phase avec la nouvelle feuille de route

##### 3.1.1 Modération de la croissance du CA sur 2023-25e

Conformément à la nouvelle stratégie engagée, nous intégrons une modération de la croissance de l'activité à Paris. Sur la base d'une flotte stabilisée à 600 véhicules environ (en moyenne sur l'ensemble de l'exercice) sur 2023-24, avant de reprogresser doucement à partir de 2025 (+50 véhicules), le CA Paris devrait progresser de +12% au S2 23e, +11% en 2024 et +18% en 2025e. Le principal contributeur à la croissance du CA sera l'amélioration du taux d'utilisation, qui doit passer, selon nos projections, de 53% au S1 23 à 60% au S2 23e, puis 65% en 2024e et 70% en 2025e. La modération de la croissance de la flotte doit permettre faciliter l'amélioration du taux d'utilisation, de même que le meilleur pilotage de l'activité et des coûts. Il est à noter que nous n'avons intégré qu'un effet mix/prix limité, correspondant principalement à la remontée du mix à la faveur de la remontée de la pondération de véhicules premium dans le parc, alors que le tarif moyen journalier a souffert en 2022 et au S1 23 de l'entrée dans la flotte des modèles Peugeot, Jeep et Mini. Dernier point à noter, le CA Autres, correspondant aux revenus comme la refacturation des dommages, les options de franchises ou d'extension de kilométrage, est voué à diminuer en % du revenu total de Paris (27% en 2025e vs 34% au S1 23 et 32% en 2022), le nouveau management considérant que l'ancienne direction avait trop « tiré sur la corde » sur ces facturations.

Evolution du CA Toosla Paris sur 2022-25e

en m€	2022	% CA	S1 23	% CA	S2 23e	% CA	2023e	% CA	2024e	% CA	2025e	% CA
- flotte moyenne en propre	431	92%	510	84%	430	67%	470	75%	483	81%	523	81%
- flotte moyenne en crédit-bail	37	8%	100	16%	214	33%	157	25%	117	19%	127	19%
<b>Flotte moyenne véhicules</b>	<b>468</b>		<b>610</b>		<b>644</b>		<b>627</b>		<b>600</b>		<b>650</b>	
var	+239		+142		+34		+159		-27		+50	
Taux disponibilité véhicules	86%		91%		91%		91%		92%		92%	
Taux d'utilisation véhicules	62%		53%		60%		57%		65%		70%	
Nombre jours location/voiture	226		97		110		206		237		256	
Tarif journalier location HT	57 €		59 €		60 €		59 €		61 €		62 €	
var	-10%		-1%		+7%		+4%		+3%		+2%	
CA Location Paris en m€	5,20	68%	3,17	66%	3,82	73%	6,99	70%	7,99	72%	9,51	73%
var	+81%		+56%		+20%		+34%		+14%		+19%	
CA Autres Paris en m€	2,46	32%	1,60	34%	1,42	27%	3,02	30%	3,12	28%	3,59	27%
var	+102%		+70%		-6%		+23%		+3%		+15%	
<b>Total CA Paris en m€</b>	<b>7,66</b>		<b>4,77</b>		<b>5,24</b>		<b>10,01</b>		<b>11,11</b>		<b>13,10</b>	
var	+87%		+60%		+12%		+31%		+11%		+18%	

Source : Toosla, estimations IS

En dehors de Toosla Paris, l'activité du groupe sera marquée par (i) la montée en puissance des 2 nouvelles offres (Affiliation et MyToosla+) et (ii) l'arrêt de l'activité à Madrid à compter du S2 23. Nous attendons ainsi un CA ajusté 2023e de 10,0m€ (+31%), à priori sécurisé au regard de la communication financière du groupe fin novembre, un CA 2024e de 12,1m€ (+21%) en phase avec la guidance (>12m€)

### 3- Modèle de croissance moins ambitieux mais largement « dé-risqué »

intégrant 1m€ de contribution des 2 nouveaux métiers et un CA 2025e de 14,7m€ (+21%), intégrant une légère progression de la flotte à Paris et la montée en puissance des nouvelles offres pour 1,6m€ de CA.

#### Evolution du CA ajusté de Toosla sur 2022-25e

en m€	2022	% CA	S1 23	% CA	S2 23e	% CA	2023e	% CA	2024e	% CA	2025e	% CA
CA Paris	7,66	99%	4,77	99%	5,24	100%	10,01	100%	11,11	92%	13,10	89%
var	+87%		+60%		+12%		+31%		+11%		+18%	
CA Espagne	0,07	1%	0,02	1%	0,00	0%	0,02	0%	0,00	0%	0,00	0%
var	ns		ns		ns		ns		ns		ns	
CA Affiliation	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%	0,60	5%	1,00	7%
var	ns		ns		ns		ns		ns		+67%	
CA MyToosla+	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%	0,40	3%	0,60	4%
var	ns		ns		ns		ns		ns		+50%	
CA Nouvelles offres	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%	1,00	8%	1,60	11%
var	ns		ns		ns		ns		ns		+60%	
CA ajusté total*	7,73	100%	4,79	100%	5,24	100%	10,03	100%	12,11	100%	14,70	100%
var	+89%		+60%		+11%		+30%		+21%		+21%	

Hors impact du crédit-bail

Source : Toosla, estimations IS

#### 3.2 Amélioration rapide de la rentabilité, même si le leasing limite le levier

Au regard de l'historique de rentabilité (EBITDA retraité norme société 2021 de 22%), nous estimons qu'il n'y a pas de raison que Toosla n'atteigne pas ses objectifs de marge fixés par le nouveau management (>7% au S2 23, >12% en 2024), d'autant que (i) la croissance de la flotte sera ralentie, et (ii) la société a retrouvé un management à même de piloter les coûts, que ce soit au niveau de la gestion opérationnelle de la flotte ou du marketing. Nous intégrons donc les guidances de la société au niveau de l'EBITDA retraité norme société, soit 7% de marge au S2 23e et 12% en 2024e, puis 16% en 2025e. Il est à noter que nous intégrons dans la rubrique Autres les rétrocessions reversées aux futurs affiliés, ce qui explique la progression de ce centre de coûts sur la période 2024-25e.

Si la société communique sur un EBITDA retraité excluant le crédit-bail, notre EBITDA ajusté en tient compte, ce qui explique l'écart grandissant entre les 2 indicateurs de performance, sachant que le crédit-bail doit se stabiliser à 25% de la flotte. Ainsi, nous anticipons une marge d'EBITDA ajusté norme IS de -4% en 2023e, puis 3% en 2024e et 8% en 2025e.

#### Evolution des résultats opérationnels de Toosla sur 2022-25e

en m€	2022	% CA	S1 23	% CA	S2 23e	% CA	2023e	% CA	2024e	% CA	2025e	% CA
CA retraité (hors crédit-bail)	7,73		4,79		5,24		10,03		12,11		14,70	
var	+89%		+60%		+11%		+30%		+21%		+21%	
Coût de la flotte	-2,46	-31,8%	-1,82	-37,9%	-1,78	-33,9%	-3,59	-35,8%	-4,16	-34,3%	-4,60	-31,3%
Assurances de la flotte	-0,83	-10,8%	-0,44	-9,3%	-0,63	-12,0%	-1,07	-10,7%	-1,28	-10,6%	-1,54	-10,5%
Parking	-0,82	-10,6%	-0,41	-8,6%	-0,46	-8,7%	-0,87	-8,7%	-0,90	-7,4%	-0,95	-6,5%
Marketing	-1,14	-14,8%	-0,70	-14,6%	-0,70	-13,3%	-1,40	-14,0%	-1,60	-13,2%	-1,70	-11,6%
Personnel	-1,49	-19,3%	-1,05	-22,0%	-0,82	-15,6%	-1,87	-18,6%	-1,85	-15,3%	-1,82	-12,4%
Autres	-0,56	-7,3%	-0,36	-7,5%	-0,49	-9,3%	-0,85	-8,4%	-0,83	-6,9%	-1,73	-11,8%
EBITDA retraité norme société	0,42	5,5%	0,00	0,1%	0,37	7,2%	0,38	3,8%	1,49	12,3%	2,36	16,1%
var	-58%		ns		ns		-11%		+295%		+59%	
Impact crédit bail	-0,02	-0,3%	-0,27	-5,7%	-0,55	-10,5%	-0,82	-8,2%	-1,07	-8,9%	-1,12	-7,6%
EBITDA ajusté norme IS	0,40	5,1%	-0,27	-5,6%	-0,18	-3,3%	-0,44	-4,4%	0,42	3,4%	1,24	8,4%
var	-56%		ns		ns		ns		ns		+197%	

Source : Toosla, estimations IS

En deçà de l'EBITDA, les principaux postes du compte de résultats appelant à commentaire sont :

- Les amortissements amenés à décliner en % du CA (21,8% du CA en 2025e vs 29,7% en 2022) en lien avec la stabilisation de la flotte immobilisée, la montée en puissance du crédit-bail et des 2 nouvelles offres ne nécessitant aucune immobilisation. Il convient de plus de rappeler que le S1 23 intègre 613k€ de dépréciations exceptionnelles sur la flotte et 354k€ de provisions sur assurance et véhicules accidentés, de sorte que les amortissements « normatifs » représentent 32% du CA vs 56,9% publiés.
- Des frais financiers de -1,1m€ à -1,2m€ par an, en lien avec la dette montée pour financer l'acquisition de la flotte détenue en propre.

### 3- Modèle de croissance moins ambitieux mais largement « dé-risqué »

#### Compte de résultats de Toosla sur 2022-25e

en m€	2022	% CA	S1 23	% CA	S2 23e	% CA	2023e	% CA	2024e	% CA	2025e	% CA
CA retraité	7,73		4,79		5,24		10,03		12,11		14,70	
var	+89%		+60%		+11%		+30%		+21%		+21%	
EBITDA ajusté norme IS	0,40	5,1%	-0,27	-5,6%	-0,18	-3,3%	-0,44	-4,4%	0,42	3,4%	1,24	8,4%
var												
Amortissements	-2,30	-29,7%	-2,73	-56,9%	-1,49	-28,4%	-4,21	-42,0%	-3,08	-25,4%	-2,93	-20%
EBITA ajusté norme IS	-1,90	-24,5%	-3,00	-62,5%	-1,66	-31,7%	-4,66	-46,4%	-2,66	-22%	-1,69	-11,5%
var												
Coût de la dette	-0,75		-0,54		-0,56		-1,10		-1,10		-1,15	
Autres éléments financiers	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00		0,00	
Résultat financier	-0,75		-0,54		-0,56		-1,10		-1,10		-1,15	
Résultat avant Impôt	-2,65	-34,3%	-3,53	-73,7%	-2,22	-42,4%	-5,76	-57,4%	-3,76	-31,1%	-2,84	-19,4%
var												
IS	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%
RN ajusté	-2,65	-34,3%	-3,53	-73,7%	-2,22	-42,4%	-5,76	-57,4%	-3,76	-31,1%	-2,84	-19,4%
var												

Source : Toosla, estimations IS

#### 3.3 Limitation du cash-burn sur 2023-25e

En dehors de l'EBITDA, la principale composante du FCF réside dans les capex liés à la flotte détenue en propre. Comme évoqué précédemment, la stabilisation de la flotte à 600 véhicules sur 2023-24 doit permettre de contenir les capex sur la période. Rappelons que le renouvellement de la flotte est relativement « dé-risqué », dans la mesure où Toosla signe des engagements de buy-back avec les constructeurs sur la base d'une valeur de reprise égale à 92/93% du prix d'achat. Le coût de remplacement dans la flotte d'un véhicule est donc d'environ 2 500€ tous les 12 mois, soit un coût annuel de 1,5m€ pour une flotte de 600 véhicules.

#### Principales hypothèses sur la flotte de véhicules de Toosla

	Nbre véhicules	% flotte totale	Prix achat	Prix revente	Ecart prix achat/cession
Premium	331	56%	36 790 €	33 909 €	92%
Entrée/Milieu gamme	151	26%	22 149 €	20 688 €	93%
<b>Total flotte en propre</b>	<b>482</b>	<b>82%</b>	<b>32 203 €</b>	<b>29 767 €</b>	<b>92%</b>
Flotte en crédit-bail	106	18%	na	na	na
<b>Total flotte</b>	<b>588</b>	<b>100%</b>			

Source : Toosla, estimations IS

Cette modélisation statique ne prend toutefois pas en compte (i) l'évolution du mix des véhicules (premium vs entrée/milieu de gamme), (ii) la montée en puissance du crédit-bail déjà engagée dès le S1 23 et (iii) l'augmentation ou diminution de la flotte (les cessions de véhicules ont réduit les capex nets des cessions à seulement -0,4m€ au S1 23). Ainsi, nous intégrons des capex nets de -0,5m€ en 2023 et -2,4m€ en 2024e, soit au cumul -3,0m€ sur la période. Ce chiffre apparait cohérent, sachant que Toosla devrait avoir moins de 500 véhicules en propre (et 100 en crédit-bail), ce qui devrait coûter théoriquement 3,0m€. En 2025, nous intégrons 3,2m€ de capex, en lien avec l'augmentation de la flotte de +50 véhicules.

#### Toosla : tableau de flux de trésorerie 2022-25e

en m€	2022	% CA	S1 23	% CA	S2 23e	% CA	2023e	% CA	2024e	% CA	2025e	% CA
EBITDA ajusté norme IS	0,40	5,1%	-0,27	-5,6%	-0,18	-3,3%	-0,44	-4,4%	0,42	3,4%	1,24	8,4%
IS payé	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%
- acquisition véhicules	-14,48	-187%	-9,24	-193%	-9,31	-178%	-18,55	-185%	-12,59	-104%	-13,60	-93%
- cession véhicules	6,10	79%	8,81	184%	9,20	176%	18,01	180%	10,15	84%	10,43	71%
Capex Net	-8,39	-108%	-0,44	-9,1%	-0,10	-2,0%	-0,54	-5,4%	-2,44	-20,1%	-3,18	-21,6%
FCF opérationnel avt BFR	-7,99	-103%	-0,70	-14,7%	-0,28	-5,3%	-0,98	-9,8%	-2,02	-16,7%	-1,94	-13,2%
Var BFR hors provisions	0,03	0,4%	1,29	27,0%	-1,64	-31,4%	-0,35	-3,5%	-0,05	-0,4%	-0,23	-1,5%
FCF opérationnel	-7,95	-103%	0,59	12,3%	-1,92	-36,7%	-1,34	-13,3%	-2,07	-17,1%	-2,16	-14,7%
Acquisition/cession	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Var Capital	0,73	9,5%	3,37	70,2%	0,00	0,0%	3,37	33,5%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Dividende	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Autres	-1,20	-15,6%	-0,82	-17,2%	-0,28	-5,4%	-1,11	-11,0%	-1,10	-9,1%	-1,15	-7,8%
<b>Cash-flow publié</b>	<b>-8,42</b>	<b>-109%</b>	<b>3,13</b>	<b>65,4%</b>	<b>-2,21</b>	<b>-42,1%</b>	<b>0,92</b>	<b>9,2%</b>	<b>-3,17</b>	<b>-26%</b>	<b>-3,31</b>	<b>-23%</b>

Source : Toosla, estimations IS

Au total, nous anticipons un FCF opérationnel de -1,3m€ en 2023e (soit -1,9m€ au S2 23e après +0,6m€ au S1 23), -2,1m€ en 2024e et -2,2m€ en 2025e. Si l'on ajoute les frais financiers, Toosla devrait consommer -3,2m€ à -3,3m€ de cash en 2024-25e, après une année 2023 où la DN aura été réduite de -0,9m€ grâce à l'augmentation de capital de 3,4m€ intervenue au S1 23.

### 3- Modèle de croissance moins ambitieux mais largement « dé-risqué »

#### 3.4 Solvabilité CT assurée, modèle à pérenniser sur le LT

Si l'on retrace du BFR lié aux mouvements d'entrée sortie dans la flotte (créances sur véhicules cédés à l'actif, créances sur véhicules acquis au passif), le bilan de Toosla se résume à la valeur de sa flotte et à son financement en fonds propres et en dettes.

La société affiche à fin juin 2023 une Dette Nette de 11,4m€ à mettre en regard avec une valeur de la flotte au bilan de 12,5m€. Comme nous l'évoquions précédemment, la situation est temporairement optimisée fin juin, de sorte que la DN devrait augmenter à fin 2023e à 13,6m€ tandis que la valeur de la flotte devrait diminuer à 11,1m€. Sur 2024-25e, la Dette Nette devrait continuer de progresser pour atteindre 20,0m€ quand la valeur de la flotte devrait se stabiliser à 11m€.

Pour autant, la solvabilité du groupe n'est pas menacée à CT, car Toosla a négocié début 2023 une nouvelle ligne de financement de sa flotte (10m€) qui s'ajoute aux 12,5m€ (échéance 2026) déjà tirés. Le nouveau management a donc du temps pour redresser la situation et peut donc à juste titre s'engager à ne pas avoir recours à une augmentation de capital dans les 15 mois à venir, mais il est clair aujourd'hui qu'il ne devra pas s'arrêter au niveau des objectifs visés en 2024, d'autant qu'il faudra également qu'il s'attache à restaurer les fonds propres du groupe qui devraient tomber à -6,5m€ fin 2025e selon nos projections. Le succès des 2 nouvelles offres (Affiliation et MyToosla+), au modèle faiblement capitalistique, sera donc à scruter de près, d'autant qu'il permettrait de valoriser l'actif technologique (plateforme digitale de réservation et de gestion de flotte) que le nouveau management a évalué à 15m€ lors de sa présentation d'octobre.

Bilan de Toosla sur 2021-25e

en m€	2021	2022	S1 23	2023e	2024e	2025e
Ecart acquisitions	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	0,60	0,74	0,79	0,86	0,98	1,08
Immobilisations corporelles	9,88	21,75	15,10	15,71	15,49	15,83
Autres actifs immobilisés	0,22	0,29	0,29	0,22	0,22	0,22
<b>Total actif immobilisé</b>	<b>10,70</b>	<b>22,78</b>	<b>16,18</b>	<b>16,80</b>	<b>16,70</b>	<b>17,14</b>
Créances véhicules cédés	0,15	2,43	5,20	4,20	4,20	4,20
Autres créances	2,66	3,77	4,53	4,32	4,62	5,00
Disponibilités	2,97	2,51	5,27	2,67	0,73	0,65
<b>Total actif</b>	<b>16,49</b>	<b>31,48</b>	<b>31,18</b>	<b>27,99</b>	<b>26,25</b>	<b>26,99</b>
Capitaux Propres	4,14	1,87	1,68	-0,26	-3,82	-6,46
Dettes financières	9,03	16,99	16,61	16,22	17,45	20,69
Créances sur véhicules acquis	1,84	9,91	7,76	8,76	9,00	9,00
Provisions	0,01	0,01	0,37	0,37	0,47	0,47
Autres dettes courantes	1,47	2,70	4,76	2,90	3,15	3,30
<b>Total passif</b>	<b>16,49</b>	<b>31,48</b>	<b>31,18</b>	<b>27,99</b>	<b>26,25</b>	<b>26,99</b>
<b>Dette Nette</b>	<b>6,06</b>	<b>14,48</b>	<b>11,35</b>	<b>13,56</b>	<b>16,73</b>	<b>20,04</b>
var	-2,2	+8,4	-3,1	-0,9	+3,2	+3,3
<b>Valeur de la flotte au bilan</b>	<b>8,19</b>	<b>14,22</b>	<b>12,48</b>	<b>11,10</b>	<b>10,64</b>	<b>10,98</b>
var	+0,7	+6,0	-1,7	-1,4	-0,5	+0,3
<b>BFR hors flotte</b>	<b>1,19</b>	<b>1,07</b>	<b>-0,23</b>	<b>1,42</b>	<b>1,47</b>	<b>1,70</b>
var	+0,8	-0,1	-1,3	+0,4	+0,1	+0,2

Source : Toosla, estimations IS

#### 4- Un 1<sup>er</sup> objectif a minima de 2,0€, opinion ACHAT vs SOUS REVUE

Au regard de la situation de *recovery* de Toosla et du différentiel de taille, la valorisation par analogie aux multiples d'Avis Budget, Hertz ou Sixt ne peut pas être utilisée, de même que l'approche par les transactions (rachat de Ucar ou d'Europcar). La valorisation par DCF apparaît comme le meilleur moyen de valoriser Toosla et son redressement. En intégrant des hypothèses prudentes à MT/LT quant au potentiel de croissance et de rentabilité, notre OC ressort à 2,0€. Un objectif qui ne tient pas compte de la valorisation des reports déficitaires et des actifs incorporels (plateforme IT et base clients. Il faudra en effet pour les intégrer avoir la confirmation du redressement de la société et davantage de visibilité quant à la feuille de route post 2024. Alors que nous étions passés SOUS REVUE fin juillet, nous adoptons ce jour une opinion ACHAT avec un OC de 2,0€, avec le sentiment que le nouveau management en place est en mesure de reconstruire un « momentum » positif, en redressant significativement et rapidement la situation.

##### 4.1 DCF : un 1<sup>er</sup> OC de 2,0€ a minima

En complément des estimations 2023/25 détaillées précédemment, nous avons modélisé des FCF sur 10 ans. Les principales hypothèses retenues sont les suivantes :

- Le CA devrait dépasser 35m€ en fin de période (vs 80m€ estimées lors de l'IPO). Après prise en compte d'une légère accélération de la croissance en 2026e (+24% vs +20% en 2025e) en lien avec la contribution en année pleine des leviers activés en 2025, nous intégrons un ralentissement progressif de la croissance vers +1,5%. Cela revient à intégrer à une croissance « raisonnable » de la flotte à Paris (<+5% par an sur 2027-32e) et une contribution grandissante des nouveaux leviers (affiliation et myToosla+) qui représenteraient un tiers du CA en 2032e (vs 10% en 2025e).
- Une marge d'EBITDA ajusté norme IS (intégrant le coût du crédit-bail) qui atteindrait 22,5% à horizon 2032. Cette rentabilité implique (i) un taux d'utilisation de la flotte sur Paris >70%, en phase avec les standards du secteur, et (ii) un levier sur les coûts fixes (assurance, parking, marketing...), une fois la taille critique et certains seuils atteints. A titre d'illustration, la marge d'EBITDA parmi les géants du secteur (Avis Budget, Hertz et Sixt) dépasse les 35% en données publiées (avant retraitement du coût de la flotte) et les 25% en données ajustées (post intégration du coût de la flotte), alors même que ces derniers doivent supporter les coûts de leurs agences.
- Des investissements nets des cessions de 3m€ par an environ, intégrant (i) une modeste augmentation nette de la flotte (+30 à +50 par an) pour la porter à 900 véhicules en 2032 et (ii) les capex liés au renouvellement de la flotte (représentant 1,6m€ en 2025 pour monter à 2,4m€ en 2032e).
- Des amortissements tendant vers le niveau des investissements à l'issue du plan.
- Un taux d'imposition normatif de 25%.
- Un BFR, hors éléments relatifs à la flotte de véhicules, tendant vers 10% du CA à horizon 2032 (vs 14% en 2022).

FCF de Toosla sur la période 2023-32e

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
CA ajusté groupe	4,10	7,73	10,03	12,11	14,70	18,37	22,25	26,07	29,52	32,28	34,03	34,54
var	+44%	+89%	+30%	+21%	+21%	+25%	+21%	+17%	+13%	+9%	+5%	+2%
EBITDA ajusté	0,90	0,40	-0,44	0,42	1,24	2,45	3,31	4,27	5,29	6,28	7,14	7,77
Marge d'EBITDA ajusté	22,0%	5,1%	-4,4%	3,4%	8,4%	13,3%	14,9%	16,4%	17,9%	19,4%	21,0%	22,5%
Amortissements	-1,08	-2,30	-4,21	-3,08	-2,93	-3,14	-3,52	-3,80	-3,93	-3,89	-3,68	-3,30
Amortissements en % CA	-26%	-30%	-42%	-25%	-20%	-17%	-16%	-15%	-13%	-12%	-11%	-10%
EBITA	-0,18	-1,90	-4,66	-2,66	-1,69	-0,69	-0,22	0,47	1,36	2,38	3,46	4,48
Impôt théorique à 25%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,12	-0,34	-0,60	-0,87	-1,12
EBITDA fiscalisé	0,90	0,40	-0,44	0,42	1,24	2,45	3,31	4,15	4,95	5,68	6,27	6,65
Investissements nets	-2,63	-8,39	-0,54	-2,44	-3,18	-3,35	-3,30	-3,08	-3,15	-3,22	-3,30	-3,30
en % du CA	-64%	-108%	-5%	-20%	-22%	-18%	-15%	-12%	-11%	-10%	-10%	-10%
BFR	1,19	1,07	1,42	1,47	1,70	1,90	2,29	2,67	3,01	3,27	3,42	3,45
BFR en % CA	29%	14%	14%	12%	12%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
var BFR	-0,07	0,03	-0,35	-0,05	-0,23	-0,20	-0,39	-0,38	-0,34	-0,26	-0,16	-0,03
FCF opérationnel ap BFR	-1,80	-7,95	-1,34	-2,07	-2,16	-1,10	-0,39	0,70	1,47	2,20	2,82	3,33
Coefficient d'actualisation	0,08	1,08	2,08	3,08	4,08	5,08	6,08	7,08	8,08	9,08	9,08	9,08
FCF actualisé			-1,32	-1,85	-1,73	-0,79	-0,25	0,41	0,77	1,03	1,19	1,26

Source Invest Securities



#### 4- 1<sup>er</sup> objectif de 2,0€, opinion ACHAT vs SOUS REVUE

Après des FCF opérationnels attendus à -2m€ par sur 2024-25e, l'amélioration de la rentabilité et la stagnation des capex doivent permettre une amélioration des FCF qui deviendraient positifs en 2028e et atteindraient 3,3m€ en 2032e. Si cet horizon peut paraître très lointain, la société dispose de plusieurs leviers à activer pour raccourcir cet horizon, que ce soit l'amélioration de la rentabilité, une expansion plus limitée de la flotte de véhicules ou une montée en puissance plus rapide des nouveaux leviers de CA faiblement capitalistiques. A ce stade de la *recovery* et de la reprise en main de la société par le nouveau management, il nous semble toutefois prématuré d'intégrer un scénario plus ambitieux qui pourrait avoir un impact très positif sur la valorisation.

Nous utilisons précédemment un WACC très élevé (>15%) compte tenu du niveau de risque que nous estimons important au regard de l'agressivité des croissances attendues lors de l'IPO. Avec les nouvelles guidances et sur la base de notre modèle à 10 ans que nous estimons désormais largement « dé-risqué » il nous semble cohérent de faire redescendre le bêta à 1,50x vs 2,36x préc. tout en maintenant la prime de liquidité à son niveau normatif compte tenu de la faible taille de Toosla. Ajoutons que sur la période récente, les taux sans risque ont un impact complémentaire favorable sur le WACC de +0,5pt.

Au total nous retenons un WACC de 11,34% basé sur les hypothèses suivantes :

- Un taux sans risque de 2,99%, correspondant à notre taux synthétique européen 10 ans (pondération des taux d'Etat 10 ans en fonction du poids des pays dans l'EuroStoxx),
- Une prime de risque sur le marché Actions de 5,08% calculée par rapport à l'inverse du PE prospectif 12 mois de l'indice Eurostoxx,
- Une prime de taille de 3,67% correspondant à la prime de taille de Duff & Phelps applicable à une société de taille inférieure à 263m€,
- Un bêta de 1,5x
- Un levier financier cible de 30%
- Un coût de la dette de 6,5% est celui que supporte aujourd'hui le groupe dans le cadre son financement

Sur la base d'un WACC de 11,34% et d'une croissance LT de +1,5%, il en ressort une VE de 11,7m€, dont 12,9m€ de Valeur Terminale. Parmi les éléments de passage de la VE à la Valeur des Titres, nous retenons : (i) la DN à fin 2022 (-14,5m€), (ii) la valeur nette de la flotte à fin 2022 (14,2m€), déduction fait de la provision passée au S1 23 (-0,6m€) et (iii) le montant net de l'augmentation de capital réalisé début 2023 (3,4m€). **Sur la base d'un nombre d'actions de 7,37m, il en ressort un OC de 2,0€.**

##### DCF : détail de passage de la VE à la Valeur des Titres

	en m€	€/action
Somme FCF 2023-32e actualisés	-1,28	-0,2
Valeur terminale actualisée	13,17	1,8
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>11,89</b>	<b>1,6</b>
- Intérêts minoritaires	0,00	0,0
- Dette Nette fin 2022	-14,48	-2,0
- Provisions et autres dettes diverses	-0,01	0,0
+ Autres actifs financiers	0,29	0,0
+ Flotte de véhicules en propre fin 2022	<b>13,62</b>	<b>1,8</b>
+ AK début 2023	3,37	0,5
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>14,67</b>	<b>2,0</b>
Nombre d'actions dilué (m)	7,368	

Source Invest Securities

Les tableaux de sensibilité en page suivante permettent de visualiser l'impact des principales hypothèses, en particulier celle de la marge d'EBITDA ajusté normative.

#### 4- 1<sup>er</sup> objectif de 2,0€, opinion ACHAT vs SOUS REVUE

En effet, une marge d'EBITDA normative supérieure de +5pts au niveau retenu (22,5%) induirait une revalorisation de près de +50% ! De la capacité du management à amener à MT la rentabilité au standard du secteur dépendra la revalorisation du titre.

Tableaux de sensibilité

		WACC						
		9,8%	10,3%	10,8%	11,34%	11,8%	12,3%	12,8%
Croissance à l'infini	+1,0%	2,5	2,2	2,0	1,9	1,7	1,6	1,4
	+1,5%	2,6	2,4	2,1	<b>2,0</b>	1,8	1,6	1,5
	+2,0%	2,8	2,5	2,3	2,1	1,9	1,7	1,6
	+2,5%	2,9	2,6	2,4	2,2	2,0	1,8	1,7
Marge EBITDA ajusté LT	17,5%	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
	20,0%	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4	1,2	1,1
	22,5%	2,6	2,4	2,1	<b>2,0</b>	1,8	1,6	1,5
	25,0%	3,2	2,9	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9
	27,5%	3,8	3,5	3,2	2,9	2,7	2,5	2,3

Source Invest Securities

Par ailleurs, il convient de noter que nous ne valorisons pas 2 éléments qui pourraient avoir un impact sensible sur la valorisation :

- Les reports déficitaires (plus de 19m€ à fin 2025e en cumulé selon nos projections), dans la mesure où l'horizon d'utilisation et/ou d'activation est à ce stade trop éloigné. L'impact n'est pas négligeable (4,8m€ non actualisé, soit 0,7€ par action), mais nous attendons d'avoir davantage de visibilité pour les intégrer.
- Les actifs incorporels que sont la plateforme IT et la base clients (400 000 inscrits). Le management a évoqué en octobre une valorisation cumulée de 20m€ à 30m€, soit 2,7€ à 4,1€ par action. De notre point de vue, la monétisation de ces actifs ne peut s'effectuer selon nous qu'en cas de rachat de la société et/ou de transaction mettant directement en lumière cette valorisation. Dans le contexte actuel, nous intégrons uniquement leur contribution aux performances opérationnelles à venir du groupe.

#### 4.2 Opinion ACHAT (vs Sous Revue)

Pour conclure nous adoptons à nouveau une opinion à l'ACHAT après une période où nous étions passés sous REVUE fin juillet avec l'annonce du changement de gouvernance et la refonte de la stratégie.

Après la présentation de la feuille de route présentée en octobre par le nouveau management et la communication d'éléments rassurants en novembre, nous avons le sentiment que la visibilité va nettement s'améliorer sur Toosla, même si les contraintes sur la génération de cash restent importantes et que les objectifs 2023-24e ne doivent constituer qu'une 1<sup>ère</sup> étape avant d'atteindre un modèle d'affaires pérennisé. Ceci nous incite à intégrer un 1<sup>er</sup> OC de 2€ en prenant en compte le niveau de risque qui a fortement baissé. Le résultat de notre valorisation par DCF montre donc que le titre, qui a commencé à remonter depuis ses plus bas en début octobre préserve un potentiel de rebond encore très significatif.

## THÈSE D'INVESTISSEMENT

Toosla présente plus que jamais un modèle de développement disruptif dans le secteur de la location de véhicules de courte durée mais vient de connaître une crise de croissance dont les effets sur le cash et la rentabilité depuis le second semestre 2022 ont conduit à la mise en place d'une nouvelle direction et à l'annonce d'une feuille de route de restauration à court terme (2023/24) de la rentabilité selon un plan de maintien de la flotte louée aux alentours de 600 véhicules jusqu'en 2024 inclus. Ce redressement qui vise une croissance du CA de +20% en 2024 et une marge d'EBITDA de 12% sur ce même exercice sera réalisé sans augmentation de capital avec priorité faite à la « préservation du cash » ce qui explique la stabilisation du parc loué en attendant, post restauration de la confiance et des résultats que le groupe puisse déployer des guidances plus ambitieuses au-delà de 2025.

## ANALYSE SWOT

### FORCES

- Son Outil digital et IT
- Le modèle 100% digitalisé
- Le positionnement de l'offre de location

### FAIBLESSES

- La taille du parc limité à 600 véhicules à CT
- La réaction éventuelle des compétiteurs digitaux
- Le pouvoir de négociation avec les OEM

### OPPORTUNITES

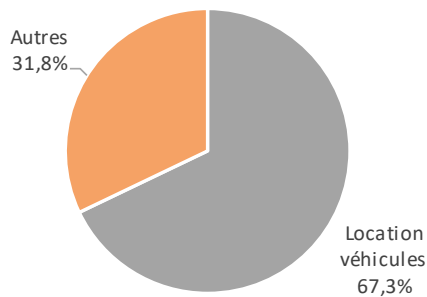
- L'évolution des consommations de mobilité
- L'absence de capitaux immobilisés
- L'agilité et la rentabilité du modèle
- Le potentiel des 3 leviers de restauration de la rentabilité

### MENACES

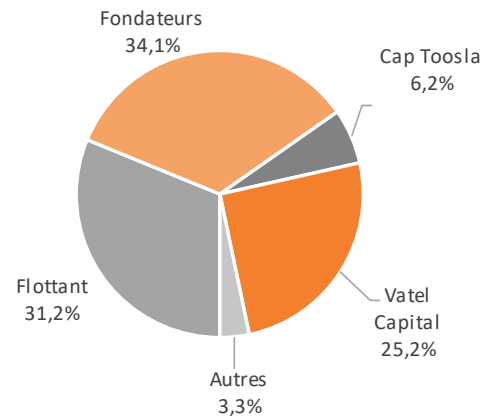
- La saturation des parkings disponibles
- La multiplication des détériorations et mauvais usages des véhicules
- La réaction des loueurs traditionnels

## INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

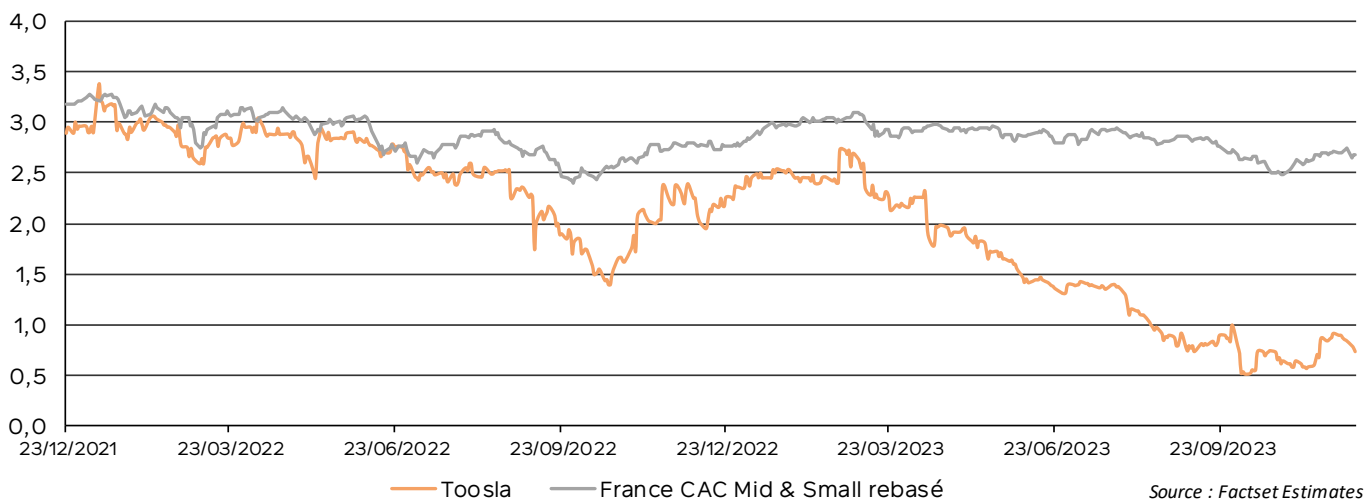
### CA 2022



### Actionnariat



## ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS IPO



Source : Factset Estimates

## AVERTISSEMENT GÉNÉRAL

Invest Securities est agréée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et régulée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation à souscrire, acheter ou vendre des titres financiers, ou à participer à toute autre transaction.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées fiables, mais n'ont pas été vérifiées de manière indépendante. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis d'établir le présent document et Invest Securities n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis la réalisation du présent document, sauf dans la mesure requise par la loi.

Les opinions, prévisions et estimations contenues dans le présent document sont celles de leurs auteurs uniquement. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'évolution ou d'invalidation à tout moment, sans préavis. Invest Securities n'a aucune obligation d'actualiser, de modifier ou d'amender le présent document ou d'informer d'une quelconque manière le destinataire de ce document dans le cas où un fait, une opinion, une prévision ou une estimation contenue dans ce document, changent ou deviennent inexacts.

Les investissements mentionnés dans ce document peuvent ne pas convenir à tous ses destinataires. Les destinataires du document sont invités à fonder leurs décisions d'investissement sur les diligences appropriées qu'ils jugent nécessaires. Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Investir sur les marchés présente un risque de perte en capital. Toute perte ou autre conséquence découlant de l'utilisation des informations contenues dans le document relève exclusivement de la responsabilité de l'investisseur. Ni Invest Securities, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect résultant de l'utilisation de ce document. En cas de doute sur un quelconque investissement, les destinataires doivent contacter leurs propres conseillers en investissement, juridiques et/ou fiscaux pour obtenir des conseils concernant l'opportunité d'investir.

Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement abus de marché (UE) n°2014/596 et du règlement délégué (UE) n°2016/958 sur les modalités techniques de présentation objective des recommandations d'investissement. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier.

Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.

## OBJECTIFS DE COURS ET RECOMMANDATION

Nos opinions boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur le profil de risque de l'entreprise et sur les objectifs de cours définis par l'analyste, élément intégrant des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché qui sont susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse financière d'Invest Securities établit ses objectifs de cours sur la base d'une approche fondamentale multicritères, incluant, de façon non exhaustive, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, l'approche analogique des comparables boursiers ou des multiples de transactions, la somme des parties, l'actif net réévalué, l'actualisation des dividendes.

Les opinions boursières émises par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities sont définies comme tel :

- **ACHAT** : potentiel de hausse supérieur à +10% (le potentiel requis minimum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **NEUTRE** potentiel compris entre -10% et +10% (le potentiel requis maximum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **VENTE** : potentiel de baisse supérieur à -10%
- **APPORTER, ou NE PAS APPORTER** : recommandations utilisées lorsque l'émetteur fait l'objet d'une offre publique (OPA, OPE, Retrait Obligatoire...)
- **SOUSCRIRE ou NE PAS SOUSCRIRE** : recommandations utilisées dans le cadre d'une augmentation de capital
- **SOUS REVUE** : recommandation temporaire, lorsqu'un événement exceptionnel à l'impact significatif sur les résultats de l'entreprise ou notre objectif de cours, ne permet plus d'émettre une opinion ACHAT, NEUTRE ou VENTE

## HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS AU COURS DES 12 DERNIERS MOIS

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandation et d'objectif de cours réalisés par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities au cours des 12 derniers mois.

Société couverte	Analyste principal	Date de publication	Opinion	Objectif de Cours	Potentiel vs OC
Toosla	Jean-Louis Sempe	28-juil.-23	SOUS REVUE	SOUS REVUE	n.s
Toosla	Jean-Louis Sempe	13-avr.-23	ACHAT	4,2	+102%
Toosla	Jean-Louis Sempe	10-mars.-23	ACHAT	6,5	+176%
Toosla	Jean-Louis Sempe	09-déc.-22	ACHAT	6,1	+199%

## DÉTAIL DES CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

	Toosla
Invest Securities a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.	Oui
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse.	Oui
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de Listing sponsor.	Oui
Invest Securities et l'émetteur ont signé un contrat de stabilisation de cours.	Oui
Invest Securities a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture d'autres services d'investissement au cours des douze derniers mois (RTO, Exécution pour compte tiers, conseil, placement, prise ferme).	Non
Le présent document a été communiqué à l'émetteur préalablement à sa publication. Cette relecture n'a pas conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Oui
Le présent document a été communiqué à l'émetteur pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture a conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Non
L'analyste financier a des intérêts dans le capital de l'émetteur.	Non
L'analyste financier a acquis des titres de capital de l'émetteur avant l'opération d'offre publique.	Non
L'analyste financier perçoit une rémunération directement liée à l'opération ou à un service d'investissement fourni par Invest Securities.	Non
Un dirigeant d'Invest Securities est en situation de conflit d'intérêt avec l'émetteur et a eu accès à la recommandation avant son achèvement.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position longue nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position courte nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
L'émetteur détient ou contrôle 5 % ou plus du capital d'Invest Securities ou du groupe All Invest.	Non

La politique de gestion des conflits d'intérêts d'Invest Securities est accessible sur le site d'Invest Securities dans la rubrique Règlementation. Une liste de toutes les recommandations diffusées sur 12 mois ainsi que la publication trimestrielle de la part des « ACHAT, VENTE, NEUTRE, AUTRES » sur 12 mois, sont accessibles sur le site de recherche d'Invest Securities.

## DIRECTION

**Marc-Antoine Guillen**  
Président

+33 1 44 88 77 80  
maguillen@invest-securities.com

**Jean-Emmanuel Vernay**  
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82  
jevernay@invest-securities.com

**Anne Bellavoine**  
Directeur Général Délégué

+33 1 55 35 55 75  
abellavoine@invest-securities.com

**Pascal Hadjedj**  
Directeur Général Adjoint  
Responsable Marché Primaire  
+33 1 55 35 55 61  
phadjedj@invest-securities.com

## BUREAU D'ANALYSE FINANCIÈRE

**Maxime Dubreil**  
Responsable Recherche

+33 1 44 88 77 98  
mdubreil@invest-securities.com

**Stéphane Afonso**  
Analyste Immobilier

+33 1 73 73 90 25  
safonso@invest-securities.com

**Bruno Duclos**  
Analyste Immobilier

+33 1 73 73 90 25  
bduclos@invest-securities.com

**Jamila El Bougrini**  
Analyste Biotech / Healthtech

+33 1 44 88 88 09  
jelbougrini@invest-securities.com

**Benoît Faure-Jarrosion**  
Senior advisor Immobilier

+33 1 73 73 90 25  
bfaure-jarrosion@invest-securities.com

**Claire Meilland**  
Analyste CleanTech

+33 1 73 73 90 34  
cmeilland@invest-securities.com

**Jean-Louis Sempé**  
Analyste Automobile

+33 1 73 73 90 35  
jlsempe@invest-securities.com

**Thibaut Voglimacci-Stephanopoli**  
Analyste Medtechs / Biotech

+33 1 44 88 77 95  
tvoglimacci@invest-securities.com

## SALLE DE MARCHÉ

**Raphael Jeannet**  
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 62  
rjeannet@invest-securities.com

**Edouard Lucas**  
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 74  
elucas@invest-securities.com

**Ralph Olmos**  
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 72  
rolmos@invest-securities.com

**Kaspar Stuart**  
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 65  
kstuart@invest-securities.com

## SERVICES AUX ÉMETTEURS

**Thierry Roussilhe**  
Responsable

+33 1 55 35 55 66  
troussilhe@invest-securities.com

**Fabien Huet**  
Liquidité

+33 1 55 35 55 60  
fhuet@invest-securities.com