

ETUDE D'ACTUALISATION

1^{ÈRE} ÉTAPE FRANCHIE, MAIS LE CHEMIN EST ENCORE LONG

La publication 2023 traduit le redressement rapide de profitabilité au S2 (+9pts pour la marge d'EBITDA ajusté norme société) et la préservation de la trésorerie, avec une DN 2023 de 13,2m€ (+1,8m€ sur le S2) à remettre en perspective avec une valeur de la flotte de 12,5m€. La guidance de marge d'EBITDA 2024 est relevée de +1,5pt à 13,5% et surtout, le management a suggéré une bonne surprise sur les capex 2024, avec une diminution sensible grâce à l'allongement de la durée de détention de la flotte. Nos estimations 2024-26 sont relevées (en particulier le FCF 2024), ce qui a pour conséquence de porter notre objectif de cours par DCF à 2,6€ (vs 2,0€ préc). Opinion ACHAT réitéré.

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

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

Document achevé de rédiger le
29/04/2024 06:50

Document publié le 29/04/2024
06:50

1^{ère} étape de la nouvelle feuille de route dépassée

Sous la conduite du nouveau management en place depuis l'été 2023, les résultats S2 23 traduisent une nette amélioration dans le cadre de la stratégie « Faire plus et mieux avec moins ». La croissance du CA dépasse celle de la flotte, ce qui sous-tend une amélioration du taux d'utilisation et la rentabilité s'est fortement redressée (marge d'EBITDA ajustée norme société de 9% au S2 vs 0% au S1 et >7% guidé), atteignant même 12% si l'on retrace des coûts exceptionnels. Plus encore que le CA et la rentabilité, nous retenons de cette publication la préservation de la situation bilantielle, avec une DN de 13,2m€ à fin 2023, en hausse de seulement +1,8m€ sur le S2 malgré la situation artificiellement favorable affichée à fin juin. Une DN de 13,2m€ à remettre en perspective avec une valeur nette de la flotte de 12,5m€.

Guidance de marge 2024 réhaussée, laissant la place à de bonnes nouvelles

Même s'il a nettement dépassé ses objectifs S2 23, en particulier sur la marge, le management n'a que légèrement réhaussé son objectif de marge d'EBITDA 2024 (13,5% vs 12%), tout en maintenant son objectif de 12m€ de CA. Cette approche ne traduit pas une vision plus prudente, mais une volonté de ne pas décevoir les investisseurs. Ces objectifs actualisés laissent selon nous de la place à de possibles bonnes nouvelles au cours de l'exercice. Par ailleurs, même si le point a été timidement évoqué, il y a aussi une bonne surprise à attendre en 2024 au niveau des capex, avec une diminution sensible grâce à l'allongement de la durée de détention des véhicules.

Estimations relevées, en particulier le FCF 2024, OC porté à 2,6€ (vs 2€)

Nos estimations 2024-26e étaient volontairement minimalistes avant cette publication compte tenu des déceptions qui s'étaient accumulées depuis 3 semestres. Désormais, il nous semble possible de relever nos anticipations au regard des niveaux atteints au S2 23, tout en maintenant une clause de prudence encore significative sur 2025 et 2026. Nous attendons les publications 2024 pour éventuellement jouer un scénario plus optimiste qui serait celui d'un retour vers une marge d'EBITDA déjà réalisée historiquement (>20%) et d'un retour à un RN positif d'ici 3 ans avec reconstitution des capitaux propres sans augmentation de capital.

En termes de valorisation, l'actualisation de notre DCF, incluant de moindres capex sur 2024-25e, ressort désormais à 2,6€ (vs 2€ préc).

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

en € / action	2024e	2025e	2026e
BNA dilué	-0,82	-0,46	0,00
var. 1 an	n.s.	n.s.	n.s.
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.
au 31/12	2024e	2025e	2026e
PE	n.s.	n.s.	n.s.
VE/CA	2,2x	1,6x	1,3x
VE/EBITDA ajusté	n.s.	18,9x	10,5x
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	26/04/2024		0,72	
Nb d'actions (m)			7,37	
Capitalisation (m€)			5,31	
Capi. flottante (m€)			1,66	
ISIN			FR00140062B9	
Ticker			ALTOO-FR	
Secteur DJ			Technology Services	
		1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	+22,0%	+7,8%		-3,7%
Variation relative	+22,5%	+4,7%		-7,9%

Source : Factset, estimations Invest Securities

DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
BNA publié	-0,10	-0,20	-0,26	-0,52	-0,84	-0,56	-0,46	0,00
BNA ajusté dilué	-0,08	-0,18	-0,21	-0,44	-0,82	-0,56	-0,46	0,00
<i>Ecart /consensus</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
VE/CA	nd	nd	4,08x	3,72x	2,22x	1,91x	1,58x	1,35x
VE/EBITDA ajusté	nd	nd	18,6x	72,2x	n.s.	41,3x	18,9x	10,5x
VE/EBITA ajusté	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield op. avt BFR	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield opérationnel	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Rendement	nd	nd	n.s.	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€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<i>Cours en €</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>2,97</i>	<i>2,51</i>	<i>1,49</i>	<i>0,72</i>	<i>0,72</i>	<i>0,72</i>
Capitalisation	nd	nd	10,9	14,5	10,4	5,3	5,3	5,3
Dette Nette	nd	nd	6,1	14,5	13,2	15,4	17,9	19,6
Valeur des minoritaires	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions/ quasi-dettes	nd	nd	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
+/- corrections	nd	nd	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Valeur d'Entreprise (VE)	nd	nd	16,7	28,7	23,4	23,2	23,2	24,8

Compte résultat (m€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
CA ajusté	1,96	2,85	4,10	7,73	10,52	12,11	14,70	18,37
<i>var.</i>	<i>nd</i>	<i>+45,4%</i>	<i>+43,7%</i>	<i>+88,6%</i>	<i>+36,1%</i>	<i>+15,1%</i>	<i>+21,4%</i>	<i>+25,0%</i>
EBITDA ajusté	0,19	0,46	0,90	0,40	-0,27	0,56	1,23	2,35
EBITA ajusté	-0,20	-0,35	-0,18	-1,90	-4,63	-3,06	-2,23	-1,36
<i>var.</i>	<i>nd</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>
EBIT	-0,24	-0,43	-0,38	-2,00	-4,63	-3,06	-2,23	-1,36
Résultat financier	-0,05	-0,31	-0,63	-0,78	-1,21	-1,10	-1,20	-1,20
IS	0,00	0,06	0,08	-0,23	0,00	0,00	0,00	0,00
SME+Minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
RN pdg publié	-0,29	-0,68	-0,94	-3,00	-5,83	-4,16	-3,43	-2,56
RN pdg ajusté	-0,26	-0,66	-0,81	-2,65	-5,70	-4,16	-3,38	-2,56
<i>var.</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>

Tableau de flux (m€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBITDA ajusté	0,19	0,46	0,90	0,40	-0,27	0,56	1,23	2,35
IS théorique / EBITA ajusté	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total capex net	-2,42	-4,48	-2,63	-8,39	-2,17	-0,79	-2,40	-2,52
FCF opérationnel net IS avt BFR	-2,22	-4,02	-1,73	-7,99	-2,44	-0,23	-1,17	-0,17
Variation BFR	-1,22	-0,55	-0,07	0,03	1,54	-0,88	-0,26	-0,24
FCF opérationnel net IS après BFR	-3,44	-4,57	-1,80	-7,95	-0,90	-1,11	-1,43	-0,41
Acquisitions/cessions	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Variation de capital	0,90	0,00	4,47	0,73	3,35	0,00	0,00	0,00
Dividendes versés nets	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres et correction IS	-0,08	-0,37	-0,47	-1,20	-1,12	-1,10	-1,15	-1,20
Cash-flow publié	-2,53	-4,94	2,20	-8,42	1,33	-2,21	-2,58	-1,61

Bilan (m€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs immobilisés	4,27	8,36	9,02	15,29	12,32	11,10	10,07	8,94
dont incorporels/GW	0,72	0,66	0,60	0,74	0,86	0,98	1,08	1,16
BFR	-0,20	0,41	1,19	1,07	-0,93	-0,05	0,21	0,46
Capitaux Propres groupe	0,69	0,51	4,14	1,87	-0,55	-4,51	-7,69	-10,05
Minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions	0,00	0,00	0,01	0,01	0,10	0,20	0,20	0,20
Dette fi. nette	3,32	8,26	6,06	14,48	13,15	15,36	17,95	19,56

Ratios financiers (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBITDA ajusté/CA	9,8%	16,1%	22,0%	5,1%	n.s.	4,6%	8,3%	12,8%
EBITA ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
RN ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
ROE ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/FP	484,0%	1619,8%	146,3%	774,6%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA (en x)	17,3x	18,0x	6,7x	36,4x	n.s.	27,4x	14,6x	8,3x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

SOMMAIRE

1 – Redressement S2 23 supérieur à nos attentes et aux objectifs	p.4
1.1 Normalisation de la croissance avec la stabilisation de la flotte	p.4
1.2 Redressement rapide de la profitabilité	p.4
1.3 Principal enseignement de 2023 : une situation bilantielle préservée	p.6
2- Feuille de route 2024 réhaussée, laissant la place à de bonnes nouvelles	p.7
2.1 Objectif de marge d'EBITDA ajusté 2024 légèrement réhaussé	p.7
2.2 Un levier sur les capex timidement évoqué mais majeur	p.9
3- Estimations réhaussées, en particulier le FCF 2024	p.10
3.1 2024-25e : CA inchangés, EBITDA légèrement relevés	p.10
3.2 FCF sensiblement revu à la hausse avec moins de capex	p.11
4- Un objectif relevé à 2,6€ vs 2,0€, opinion ACHAT réitérée	p.12
4.1 DCF : un OC relevé à 2,6€ vs 2,0€ préc.	p.12
4.2 Opinion ACHAT maintenue	p.13
Avertissement	p.15

1 – Redressement S2 23 supérieur à nos attentes et aux objectifs

Sous la conduite du nouveau management en place depuis l'été 2023, les résultats S2 23 traduisent une nette amélioration dans le cadre de la stratégie « Faire plus et mieux avec moins ». La croissance du CA dépasse au S2 celle de la flotte, ce qui sous-tend une amélioration du taux d'utilisation et la rentabilité s'est fortement redressée (marge d'EBITDA ajustée norme société de 9% au S2 vs 0% au S1 et >7% guidé), atteignant même 12% si l'on retrace des coûts exceptionnels. Plus encore que le CA et la rentabilité, nous retenons de cette publication la préservation de la situation bilantielle, avec une DN de 13,2m€ à fin 2023, en hausse de seulement +1,8m€ sur le S2 malgré la situation artificiellement favorable affichée par l'ancien direction à fin juin. Une DN de 13,2m€ est à remettre en perspective avec la valeur nette de la flotte de 12,5m€.

1.1 Normalisation de la croissance avec la stabilisation de la flotte

Pour mémoire, comme commenté dans notre flash du 28 février, le CA 2023, hors produits de crédits-baux, a atteint 10,5m€ (+36%). Il est ressorti supérieur à la guidance (environ 10m€) et à notre estimation de 10,0m€ (+29%). Le S2 23 a confirmé le début du redressement du taux d'utilisation de la flotte, avec un CA S2 de 5,7m€, en croissance de +19% pour une flotte en augmentation de +13% correspondant à un rapport entre croissance de la flotte et croissance du CA qui passe de 0,82x au S1 23 à 1,46x au S2 23. Ainsi, le revenu moyen mensuel par véhicule progresse à nouveau au S2 23 de +5%, vs -8% au S1 23 indiquait le groupe dans son communiqué de fin février. Ajoutons enfin que le CA a commencé à retrouver, dans sa composition, un profil moins « spéculatif » avec une sinistralité accidents moindre et une régularisation des revenus « autres » (assurances, refacturations, réparations etc...) que les revenus directs de location.

Le tableau ci-dessous est *une estimation IS* de la flotte moyenne en location qui illustre les effets de la nouvelle stratégie mise en place avec, selon nous, une augmentation de la flotte moyenne au S2 23 vs S1, accompagné d'un rebond du taux d'utilisation alors que la saisonnalité S2 est toujours plus favorable (mois d'été et automne, vacances de fin d'année).

Toosla : indicateurs de performance 2023

en m€	2022	% CA	S1 23	% CA	S2 23	% CA	2023	% CA
- flotte moyenne en propre	431	92%	510	84%	496	74%	503	79%
- flotte moyenne en crédit-bail	37	8%	100	16%	176	26%	138	22%
Flotte moyenne véhicules	468		610		672		641	
<i>var</i>	<i>+239</i>		<i>+142</i>		<i>+62</i>		<i>+173</i>	
Taux disponibilité véhicules	86%		91%		91%		91%	
Taux d'utilisation véhicules	62%		53%		61%		57%	
Nombre jours location/voiture	226		97		110		207	
Tarif journalier location HT	57 €		59 €		59 €		59 €	
<i>var</i>	<i>-10%</i>		<i>-1%</i>		<i>+7%</i>		<i>+4%</i>	

en m€	2022	% CA	S1 23	% CA	S2 23e	% CA	2023	% CA
CA Paris	7,66	99%	4,77	99%	5,69	100%	10,46	100%
<i>var</i>	<i>+87%</i>		<i>+60%</i>		<i>+21%</i>		<i>+37%</i>	
CA Espagne	0,07	1%	0,02	1%	0,00	0%	0,02	0%
<i>var</i>	<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>	
CA ajusté total*	7,73	100%	4,79	100%	5,69	100%	10,49	100%
<i>var</i>	<i>+89%</i>		<i>+60%</i>		<i>+21%</i>		<i>+36%</i>	

Hors impact du crédit-bail

1.2 Redressement rapide de la profitabilité

L'EBITDA ajusté norme société (hors prise en compte du crédit-bail) connaît également un redressement au-delà de nos attentes et de la guidance. Il ressort à 0,54m€ vs 0,46m€ attendus par IS en base annuelle, dont 0,01m€ au S1 et 0,53m€ au S2 vs 0,49m€ att au S2 23. La marge d'EBITDA ajusté 2023 s'établit à 5,1% vs 4,9% att, en net redressement au S2 à 9,2% au-dessus de la guidance de 7% et de notre attente de

1 – Redressement S2 23 supérieur à nos attentes et aux objectifs

8,5% att. Cette marge reste encore grevée par les éléments non récurrents de la restructuration à hauteur de 0,2m€ qui font que la marge d'EBITDA ajusté hors exceptionnels se situe déjà à 12% au S2 !

Dans le détail, les éléments explicatifs du redressement de la marge d'EBITDA au S2 se concentrent sur le coût de la flotte (entretien, nettoyage, convoyage...) qui passe de 37,9% du CA au S1 à 30,4% au S2, soit une amélioration de +7,5pts ! Si le facteur saisonnalité peut expliquer une partie de l'amélioration, la nouvelle direction a clairement démontré sa capacité à remettre d'équerre le modèle et à stopper l'hémorragie constaté depuis 2022 (pour rappel, les coûts de la flotte représentaient seulement 26,9% du CA en 2021). Il convient également de noter que les dépenses marketing (coût d'acquisition clients) se sont stabilisées en valeur et diminuent par conséquent en pourcentage du CA (-1,4pt) et que les coûts de personnel augmentent (+0,25m€), intégrant potentiellement une large part des -0,2m€ de coûts exceptionnels.

Compte de résultat ajusté de Toosla

en m€	2022	% CA	S1 23	% CA	S2 23	% CA	2023	% CA
CA retraité (hors crédit-bail)	7,73		4,79		5,73		10,52	
var	+89%		+60%		+21%		+36%	
Coût de la flotte	-2,33	-30,2%	-1,82	-37,9%	-1,74	-30,4%	-3,56	-33,8%
Assurances de la flotte	-0,83	-10,8%	-0,44	-9,3%	-0,71	-12,3%	-1,15	-10,9%
Parking	-0,10	-1,3%	-0,41	-8,6%	-0,69	-12,1%	-1,11	-10,5%
Marketing	-1,14	-14,8%	-0,70	-14,6%	-0,76	-13,2%	-1,46	-13,9%
Personnel	-1,49	-19,3%	-1,05	-22,0%	-1,31	-22,9%	-2,36	-22,5%
Autres	-1,28	-16,6%	-0,36	-7,5%	-0,04	-0,6%	-0,34	-3,2%
EBITDA retraité norme société	0,54	7,0%	0,00	0,1%	0,49	8,5%	0,54	5,1%
var	-43%		ns		ns		-1%	
Impact crédit bail	-0,15	-1,9%	-0,27	-5,7%	-0,61	-10,6%	-0,81	-7,7%
EBITDA ajusté norme IS	0,40	5,1%	-0,27	-5,6%	-0,12	-2,2%	-0,27	-2,6%
var	-56%		ns		ns			

Source : Toosla

En deçà de l'EBITDA ajusté norme société, les principaux points à retenir sont :

- Un impact du crédit-bail en augmentation (-0,6m€ au S2 23 vs -0,3m€ au S1 23), comme annoncé à l'automne dernier par le management, en lien avec l'accroissement de ce moyen de financement de la flotte de véhicules.
- Une normalisation des amortissements au S2 23 à 28,4% du CA, en rappelant que le S1 23 avait été impacté par -1,2m€ de dépréciations de la flotte et de provisions
- Un coût de la dette sans surprise, stable à 0,5m€ par semestre, correspondant aux intérêts sur l'emprunt obligataire 2027 de 12,5m€ servant à financer la flotte.

Au final, le RN ressort toujours en perte au S2 23 (-2,3m€ vs -3,5m€ au S1 23), mais la nouvelle direction est parvenue à stopper l'hémorragie et relancer la dynamique. Toosla a donc retrouvé la bonne direction mais il n'en demeure pas moins que le chemin sera encore long pour atteindre l'équilibre financier.

Compte de résultat détaillé de Toosla

en m€	2022	% CA	S1 23	% CA	S2 23	% CA	2023	% CA
CA retraité	7,73		4,79		5,73		10,52	
var	+89%		+60%		+21%		+36%	
EBITDA ajusté norme IS	0,40	5,1%	-0,27	-5,6%	-0,12	-2,2%	-0,27	-2,6%
var								
Amortissements	-2,30	-29,7%	-2,73	-56,9%	-1,63	-28,4%	-4,35	-41,4%
EBITA ajusté norme IS	-1,90	-24,5%	-3,00	-62,5%	-1,75	-30,5%	-4,63	-44,0%
var								
Coût de la dette	-0,75		-0,54		-0,54		-1,08	
Autres éléments financiers	0,00		0,00		0,00		0,00	
Résultat financier	-0,75		-0,54		-0,54		-1,08	
Résultat avant Impôt	-2,65	-34,3%	-3,53	-73,7%	-2,29	-40,0%	-5,70	-54,2%
var								
IS	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%	-2,29	-40,0%	-5,70	-54,2%
var								

Source : Toosla

1 – Redressement S2 23 supérieur à nos attentes et aux objectifs

1.3 Principal enseignement de 2023 : une situation bilantielle préservée

A l'automne dernier, nous soulignons dans l'analyse des réalisations S1 23 que le bilan avait été artificiellement préservé à fin juin avec une DN en recul de -3,1m€ sur le semestre à 11,3m€ qui ne reflétait pas véritablement la situation. 2 éléments expliquaient cette réduction de la dette :

- Des capex, nets des cessions, de seulement -0,4m€ malgré un discours officiel de l'époque d'accroissement de la flotte. L'ancienne direction avait, en fait, commencé à réduire la voilure fin juin (-50 véhicules) et joué sur les délais de règlement (allongement des durées de paiement des voitures acquises et encaissement des voitures restituées).
- Une variation de BFR génératrice de trésorerie à hauteur de +1,3m€ en lien avec 2,2m€ de TVA encaissée (mais non reversée à l'Etat) sur les véhicules restitués.

Nous nous attendions à une normalisation au S2 23, avec par conséquent un FCF opérationnel de -1,9m€ malgré l'amélioration de l'EBITDA. Ce dernier ressort finalement à -1,2m€, malgré des capex supérieurs à nos attentes (-1,7m€ vs -0,1m€ att) du fait d'une rotation plus limitée que prévu de la flotte, tant sur les cessions (+5,4m€ vs +9,2m€ att) que sur les acquisitions (-7,1m€ vs -9,3m€ att). Notons aussi que le BFR s'est stabilisé, avec une contribution légère positive au S2 23 (+0,6m€), sans contribution majeur de la TVA à encaisser/reverser sur les véhicules acquis ou à restituer.

Tableau de flux de trésorerie de Toosla

en m€	2022	% CA	S1 23	% CA	S2 23	% CA	2023	% CA
EBITDA ajusté norme IS	0,40	5,1%	-0,27	-5,6%	-0,12	-2,2%	-0,27	-2,6%
IS payé	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%
- acquisition véhicules	-14,48	-187%	-9,24	-193%	-7,11	-124%	-16,35	-155%
- cession véhicules	6,10	79%	8,81	184%	5,38	94%	14,18	135%
Capex Net	-8,39	-108%	-0,44	-9,1%	-1,73	-30,2%	-2,17	-20,6%
FCF opérationnel avt BFR	-7,99	-103%	-0,70	-14,7%	-1,86	-32,4%	-2,44	-23,2%
Var BFR hors provisions	0,03	0,4%	1,29	27,0%	0,63	11,1%	1,54	14,7%
FCF opérationnel	-7,95	-103%	0,59	12,3%	-1,22	-21,3%	-0,90	-8,6%
Acquisition/cession	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%	-0,02	-0,3%	3,35	31,8%
Dividende	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%	-0,30	-5,2%	-1,12	-10,7%
Cash-flow publié	-8,42	-109%	3,13	65,4%	-1,54	-26,9%	1,33	12,6%

Source : Toosla

Par conséquent, Toosla affiche une situation bilantielle 2023 davantage préservée, avec une DN fin 2023 de 13,2m€ vs 13,6m€ att, en augmentation de seulement +1,8m€ sur le S2. Cette situation financière est à mettre en perspective avec une valeur nette de la flotte (valeur à l'actif immobilisée déduction faite du BFR flotte) de 12,5m€, de sorte que la DN « Corporate » se limite à 0,7m€, avec une trésorerie brute de 3,4m€ à fin 2023. Cette trésorerie est suffisante pour financer le développement 2024 sans recourir à une augmentation de capital selon les déclarations du management la semaine dernière.

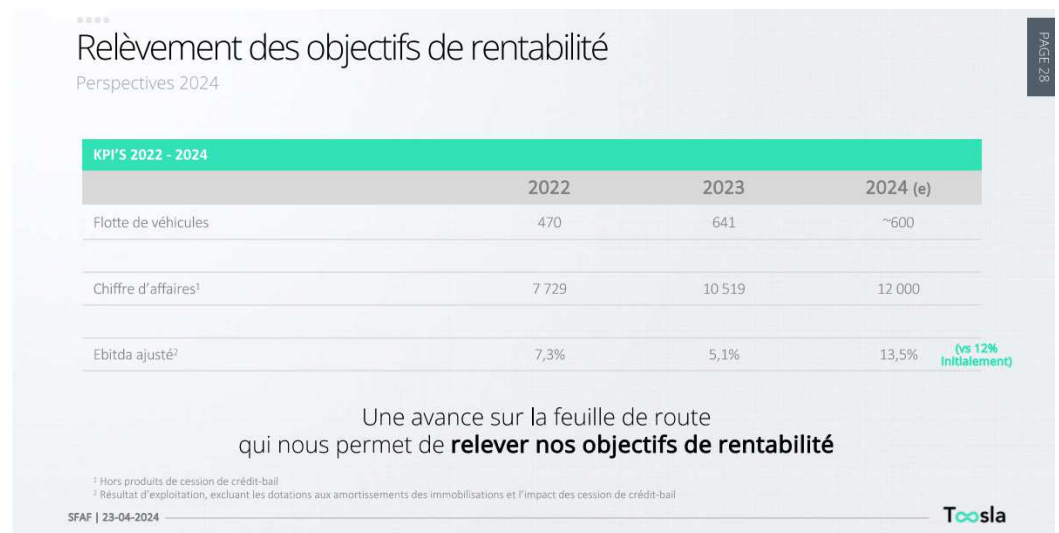
2- Feuille de route 2024 réhaussée, laissant la place à de bonnes nouvelles

Même s'il a nettement dépassé ses objectifs S2 2023, en particulier sur la marge d'EBITDA, le management n'a que très légèrement réhaussé son objectif de marge d'EBITDA 2024, tout en maintenant son objectif de 12m€ de CA. Cette approche ne traduit pas une vision plus prudente, mais une volonté de ne pas décevoir les investisseurs. Ces objectifs actualisés laissent selon nous de la place à de possibles bonnes nouvelles au cours de l'exercice. Par ailleurs, même si le point a été timidement évoqué, il y a aussi une bonne surprise à attendre en 2024 au niveau des capex, avec une diminution sensible grâce à l'allongement de la durée de détention des véhicules.

2.1 Objectif de marge d'EBITDA ajusté 2024 légèrement réhaussé

Après avoir nettement dépassé son objectif de marge d'EBITDA S2 23 (9,4% réalisé et même 12% retraité des éléments exceptionnels vs guidance >7%), le management a légèrement relevé son objectif de marge d'EBITDA ajusté 2024 à 13,5% vs 12% initialement, tout en réitérant les objectifs de stabilité de la flotte à 600 véhicules environ et de CA de 12m€ qui implique une croissance de seulement +14% (vs +20% initialement).

Objectifs actualisés de Toosla post résultats 2023



Rappelons que l'objectif de 12m€ de CA pour 2024 inclut : (i) un CA Paris d'environ 11m€ (+5%) et (ii) une contribution des nouvelles initiatives (déploiement en région via un modèle d'affiliation et offre d'abonnement) de 1m€.

Concernant la croissance de +5% attendue à Paris sur la base d'une flotte stabilisée à 600 véhicules, le principal levier d'amélioration demeure le taux d'utilisation. Les réalisations du S2 23 (+26% pour le CA pour une progression de +13% de la flotte) tendent à nous conforter dans l'idée que le groupe a encore une marge de progrès sur ce levier, d'autant qu'il n'a pas intégré d'impact favorable des Jeux Olympiques sur son activité estivale, tant en termes de prix que de taux d'utilisation. Alors que les loueurs de courte durée ont obtenu des pouvoirs publics de ne pas être assujettis aux restrictions de circulation à Paris, il existe selon nous un effet d'aubaine qui pourrait se matérialiser, notamment les Parisiens qui seraient tentés de quitter Paris au regard de l'engorgement de la capitale ou les personnes venant travailler à Paris en voiture qui seraient confrontés à des restrictions de circulation avec leur véhicule personnel. Ajoutons à cela que le retour aux manettes d'un professionnel de la location courte durée devrait permettre d'optimiser la disponibilité de la flotte, ainsi que l'acquisition clients et le « yield management ».

2- Feuille de route 2024 réhaussée, laissant la place à de bonnes nouvelles

Concernant les 2 nouvelles initiatives devant contribuer à hauteur de 1m€ au CA 2024, Toosla a fait un point qui permet de constater l'avancée des chantiers, même s'il est probable que la contribution au CA se concentre sur le S2 2024. Rappelons que ces 2 leviers présentent l'intérêt de ne pas être capitalistiques (le développement en régions se fait en modèle d'affiliation), avec par conséquent une contribution au CA et à l'EBITDA sans impact sur les amortissements, le coût de financement et l'endettement.

➤ Développement en Régions : des annonces imminentes

Le CEO a recentré ses démarches sur 3 villes de province (Bordeaux, Lyon et Nice) sur la base du modèle d'affiliation, avec des discussions avec des loueurs indépendants disposant d'une expérience d'au moins 3 ans et d'une flotte significative. Des annonces devraient intervenir prochainement sur ce sujet, sachant qu'il est aujourd'hui possible sur l'application de réserver des véhicules (Renault Captur Hybride et BMW Serie 1 Sport) à la Gare de Lyon Part-Dieu à partir du 3 mai (cf. capture d'écran ci-dessous). Le modèle économique d'affiliation est basé sur des droits d'entrée (quelques k€) et surtout un pourcentage du montant de la réservation. Notons que Toosla devrait reconnaître 100% du CA généré par une location pour un affilié passé par son application et reversera 90% de ce CA à l'affilié. Les premiers retours d'expérience permettront de mesurer le succès de l'offre, sa vitesse de déploiement sur la flotte de l'affilié et pourraient permettre de faire boule de neige auprès d'autres loueurs indépendants pour étendre le maillage géographique.

Captures d'écran de l'application Toosla

16:55 Nos villes
Sélectionner une ville

Nous sommes présent à :

PARIS
Service de livraison
Prise en charge en station

Prochainement nous ouvrons à :

LYON
Réserver pour un départ à partir du 3 mai 2024

17:02 < Catalogue
4 mai 2024 00:00 au 5 mai 2024 00:00
Gare de Lyon Part-Dieu

2 modèles disponibles.

Renault Captur Hybride

131,42 € | Jour | Choisir ce véhicule
131,42 € | Total

BMW Serie 1 MSport

162,34 € | Jour | Choisir ce véhicule
162,34 € | Total

2- Feuille de route 2024 réhaussée, laissant la place à de bonnes nouvelles

➤ Abonnement : 2 offres lancées d'ici l'été

Alors que Toosla prévoyait initialement 1 offre, il a indiqué vouloir en lancer 2 d'ici l'été 2024. A l'offre MyToosla+ (location mensuelle d'un petit véhicule + forfait de jours de location pour réserver un plus grand modèle pour partir en vacances) s'ajoutera l'offre myToosla qui vise les utilisateurs réguliers du service de location courte durée, désireux de sécuriser un prix maximum de location et de bénéficier de services (livraison du véhicule à domicile, siège auto...). Les 2 offres d'abonnement présentent 2 vertus : optimiser le taux d'utilisation de la flotte à Paris et accroître la récurrence de l'activité. Notons aussi qu'avec un CA/client sensiblement supérieur à l'offre actuelle, l'abonnement MyToosla+ pourrait avoir une contribution significative au CA du groupe, puisqu'il faudrait selon nos calculs environ 150 clients pour réaliser 1m€ de revenus annuels.

2.2 Un levier sur les capex timidement évoqué mais majeur

A l'occasion de la réunion de présentation des résultats 2023, le management a évoqué qu'il pourrait allonger la durée de détention de sa flotte, afin notamment d'adapter ses besoins à la saisonnalité de l'activité. Les contrats de lease-back qui prévoient le rachat des voitures des loueurs à un prix garanti incluent des clauses de flexibilité sur la durée de détention. Le management compte activer ce levier, en portant pour certains véhicules la détention à 10/12 mois vs 5 à 7 actuellement. Cela sera notamment le cas pour une partie des véhicules livrés au printemps qui seront utilisés pour la saison estivale, mais également pour la période hivernale, notamment les vacances scolaires de Noël et de février.

Même si le prix de rachat sera nécessairement minoré, la moindre rotation de la flotte pourrait avoir un impact majeur sur les capex du groupe, notamment la 1ère année d'application de la mesure. Le CFO a ainsi reconnu qu'en dehors des capex dédiés à la plateforme IT (0,4m€ par an), l'ambition est d'avoir des capex flotte voisins de zéro en 2024. Cela constituerait une amélioration majeure par rapport à 2023 (-1,8m€) et surtout 2022 (-8,0m€).

3- Estimations réhaussées, en particulier le FCF 2024

Nos estimations 2024/25/26e étaient volontairement minimalistes avant cette publication compte tenu des déceptions qui s'étaient accumulées depuis 3 semestres. Désormais, il nous semble possible de relever nos anticipations au regard des niveaux atteints au S2 23, tout en maintenant une clause de prudence encore significative sur 2025 et 2026. Nous attendons les publications 2024 pour éventuellement jouer un scénario plus optimiste qui serait celui d'un retour vers une marge d'EBITDA déjà réalisée historiquement de 22% et d'un retour à un RN positif d'ici 3 ans avec reconstitution des capitaux propres *sans augmentation de capital*.

3.1 2024-25e : CA inchangés, EBITDA légèrement relevés

Pour mémoire, nos estimations, entièrement revues lors de l'annonce de la nouvelle stratégie initiés par le nouveau management et de la reprise de notre suivi, étaient très prudentes, en attendant de voir la concrétisation du redressement. Aujourd'hui, Toosla est en avance ce qui nous conduit à relever nos estimations de rentabilité, sans pour autant chercher à faire « exploser les ratios ».

Pour 2024-25e, nous tablons sur des CA inchangés de 12,1m€ (+15%) et 14,7m€ (+21%). Cette croissance correspond à une nouvelle amélioration du taux d'utilisation du parc avec un mix modèles optimisé et des prix moyens stables, cette dernière hypothèse pouvant être trop prudente en 2024 au regard de la probable augmentation des prix lors des JO. Le S2 2024 sera aussi marqué par l'arrivée des nouvelles sources de CA. La contribution de cette nouvelle ligne de revenus pourrait selon nous atteindre 1m€ en 2024e puis 1,6m€ en 2025e. Enfin, nous introduisons notre attente 2026 de 18,4m€ (+25%) de CA qui sera principalement porté par la montée en puissance des nouvelles offres (3,2m€ de CA).

Estimations 2024-26e de CA

en m€	2022	% CA	2023	% CA	2024e	% CA	2025e	% CA	2026e	% CA
CA Paris	7,66	99%	10,46	100%	11,00	92%	13,10	89%	15,17	83%
var	+87%		+37%		+5%		+19%		+16%	
CA Espagne	0,07	1%	0,02	0%	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%
var	ns		ns		ns		ns		ns	
CA Affiliation	0,00	0%	0,00	0%	0,60	5%	1,00	7%	1,90	10%
var	ns		ns		ns		+67%		+90%	
CA MyToosla & My Toosla+	0,00	0%	0,00	0%	0,40	3%	0,60	4%	1,30	7%
var	ns		ns		ns		+50%		+117%	
CA Nouvelles offres	0,00	0%	0,00	0%	1,00	8%	1,60	11%	3,20	17%
var	ns		ns		ns		+60%		+100%	
CA ajusté total*	7,73	100%	10,49	100%	12,00	100%	14,70	100%	18,37	100%
var	+89%		+36%		+14%		+22%		+25%	

Source : Toosla

En termes de résultats, nous relevons légèrement notre EBITDA 2024e ajusté norme société à 1,6m€ vs 1,5m€ préc, matérialisant une marge de 13,2% (vs 12,3% préc). Nous laissons inchangée notre attente d'EBITDA 2025e à 2,3m€ (15,8% de marge), tandis que nous introduisons un EBITDA 2026e de 3,5m€ matérialisant une marge de 19,0%. Il s'agit d'un scénario prudent au regard de la rentabilité que Toosla a été en mesure de générer par le passé (22% en 2021), mais cela tient compte de la montée en puissance des nouvelles offres qui, si elles seront non capitalistiques, seront en revanche dilutives sur la marge, en particulier l'Affiliation (90% du CA reconnu reversé à l'affilié).

Détails de nos estimations 2024-26e de CA et d'EBITDA

en m€	2022	% CA	2023	% CA	2024e	% CA	2025e	% CA	2026e	% CA
CA retraité (hors crédit-bail)	7,73		10,52		12,11		14,70		18,37	
var	+89%		+36%		+15%		+21%		+25%	
Coût de la flotte	-2,33	-30,2%	-3,56	-33,8%	-3,76	-31,0%	-4,35	-29,6%	-5,19	-28,2%
Assurances de la flotte	-0,83	-10,8%	-1,15	-10,9%	-1,36	-11,3%	-1,62	-11,0%	-1,99	-10,8%
Parking	-0,10	-1,3%	-1,11	-10,5%	-0,90	-7,4%	-0,95	-6,5%	-1,00	-5,4%
Marketing	-1,14	-14,8%	-1,46	-13,9%	-1,60	-13,2%	-1,70	-11,6%	-1,80	-9,8%
Personnel	-1,49	-19,3%	-2,36	-22,5%	-2,10	-17,3%	-2,08	-14,2%	-2,41	-13,1%
Autres	-1,28	-16,6%	-0,34	-3,2%	-0,79	-6,5%	-1,68	-11,4%	-2,49	-13,6%
EBITDA retraité norme société	0,54	7,0%	0,54	5,1%	1,60	13,2%	2,32	15,8%	3,49	19,0%
var	-43%		-1%		+196%		+45%		+51%	
Impact crédit bail	-0,15	-1,9%	-0,81	-7,7%	-1,04	-8,6%	-1,09	-7,4%	-1,14	-6,2%
EBITDA ajusté norme IS	0,40	5,1%	-0,27	-2,6%	0,56	4,6%	1,23	8,3%	2,35	12,8%
var	-56%		ns		ns		+119%		+92%	

Source : Toosla, estimations IS

3- Estimations réhaussées, en particulier le FCF 2024

3.2 FCF sensiblement revu à la hausse avec moins de capex

Le principal changement dans nos estimations réside dans la génération de trésorerie, avec un FCF opérationnel 2024e de -1,1m€ vs -2,1m€ préc et un FCF 2025e de -1,4m€ vs -2,2m€ préc. La différence provient de l’allongement de la durée de détention de la flotte, avec un capex flotte, net des cessions, de -0,4m€ en 2024e vs -2,0m€ préc et de -2,0m€ vs -2,8m€ préc.

Si nos attentes ne permettent pas d’atteindre une génération de trésorerie positive d’ici 2026 après prise en compte des frais financiers, le cash burn est réduit de -30%. Surtout, le point d’équilibre se rapproche et, compte tenu des nombreux leviers à activer (baisse du coût de la dette, acquisition de la flotte, rentabilité opérationnelle), nous avons le sentiment que Toosla est en mesure de l’atteindre dans un avenir proche.

Tableau de flux de trésorerie de Toosla sur 2024-26e

en m€	2022	% CA	2023	% CA	2024e	% CA	2025e	% CA	2026e	% CA
EBITDA ajusté norme IS	0,40	5,1%	-0,27	-2,6%	0,56	4,6%	1,23	8,3%	2,35	12,8%
IS payé	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%	0,00	-25,0%
- R&D immobilisée	-0,40	-5,1%	-0,40	-3,8%	-0,40	-3,3%	-0,40	-2,7%	-0,40	-2,2%
- acquisition véhicules	-14,09	-182%	-15,95	-152%	-8,78	-72%	-9,51	-65%	-10,24	-56%
- cession véhicules	6,10	79%	14,18	135%	8,39	69%	7,51	51%	8,12	44%
Capex Net	-8,39	-108%	-2,17	-20,6%	-0,79	-6,5%	-2,40	-16,3%	-2,52	-13,7%
FCF opérationnel avt BFR	-7,99	-103%	-2,44	-23,2%	-0,23	-1,9%	-1,17	-8,0%	-0,17	-0,9%
Var BFR hors provisions	0,03	0,4%	1,54	14,7%	-0,88	-7,3%	-0,26	-1,8%	-0,24	-1,3%
FCF opérationnel	-7,95	-103%	-0,90	-8,6%	-1,11	-9,1%	-1,43	-9,8%	-0,41	-2,2%
Acquisition/cession	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%	3,35	31,8%	0,00	0,0%	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%
Autres	-1,20	-15,6%	-1,12	-10,7%	-1,10	-9,1%	-1,15	-7,8%	-1,20	-6,5%
Cash-flow publié	-8,42	-109%	1,33	12,6%	-2,21	-18%	-2,58	-18%	-1,61	-9%

Source : Toosla, estimations IS

4- Un objectif relevé à 2,6€ vs 2,0€, opinion ACHAT réitérée

4.1 DCF : un OC de 2,6€ vs 2,0€ préc

Dans le cadre de l'actualisation de notre DCF, Les principales hypothèses retenues sont les suivantes :

- Le CA devrait approcher 40m€ en fin de période vs 35m€ préc. 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 abonnements) 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% à horizon 2033. 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 2,7m€ par an environ, intégrant (i) une modeste augmentation nette de la flotte (+30 à +50 par an) pour la porter à 900 véhicules en 2033 et (ii) les capex liés au renouvellement de la flotte (représentant 2,1m€ en 2025 pour monter à 2,7m€ en 2033e).
- 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 -9% en 2023).

Toosla Modèle DCF sur la période 2024-33e

	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
CA Paris	7,66	10,46	11,00	13,10	15,17	16,04	16,91	17,56	18,21	18,86	19,51	20,16
var	+87%	+37%	+5%	+19%	+16%	+6%	+5%	+4%	+4%	+4%	+3%	+3%
CA Autres	0,07	0,06	1,00	1,60	3,20	6,31	9,53	12,83	15,70	17,83	18,97	18,89
var	ns	ns	ns	+60%	+100%	+97%	+51%	+35%	+22%	+14%	+6%	-0%
CA ajusté groupe	7,73	10,52	12,11	14,70	18,37	22,35	26,44	30,39	33,90	36,69	38,47	39,05
var	+89%	+36%	+15%	+21%	+25%	+22%	+18%	+15%	+12%	+8%	+5%	+2%
EBITDA ajusté	0,40	-0,27	0,56	1,23	2,35	3,16	4,08	5,09	6,12	7,11	7,96	8,59
Marge d'EBITDA ajusté	5,1%	-2,6%	4,6%	8,3%	12,8%	14,1%	15,4%	16,7%	18,1%	19,4%	20,7%	22,0%
Amortissements	-2,30	-4,35	-3,62	-3,46	-3,71	-4,09	-4,33	-4,40	-4,26	-3,91	-3,37	-2,68
Amortissements en % CA	-30%	-41%	-30%	-24%	-20%	-18%	-16%	-14%	-13%	-11%	-9%	-7%
EBITA	-1,90	-4,63	-3,06	-2,23	-1,36	-0,93	-0,25	0,69	1,86	3,20	4,59	5,91
Impôt théorique à 25%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,17	-0,47	-0,80	-1,15	-1,48
EBITDA fiscalisé	0,40	-0,27	0,56	1,23	2,35	3,16	4,08	4,92	5,66	6,31	6,81	7,11
Investissements nets	-8,39	-2,17	-0,79	-2,40	-2,52	-2,68	-2,50	-2,56	-2,62	-2,68	-2,68	-2,68
en % du CA	-108%	-21%	-7%	-16%	-14%	-12%	-9%	-8%	-8%	-7%	-7%	-7%
BFR	1,07	-0,93	-0,05	0,21	0,46	0,79	1,22	1,73	2,30	2,88	3,43	3,91
BFR en % CA	14%	-9%	0%	1%	2%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
var BFR	0,03	1,54	-0,88	-0,26	-0,24	-0,34	-0,43	-0,51	-0,56	-0,58	-0,55	-0,47
FCF opérationnel ap BFR	-7,95	-0,90	-1,11	-1,43	-0,41	0,13	1,15	1,85	2,48	3,05	3,58	3,97
Coefficient d'actualisation			1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00
FCF actualisé			-1,00	-1,17	-0,30	0,09	0,69	0,99	1,20	1,34	1,41	1,41

Source Invest Securities

Nous retenons un WACC de 10,88% basé sur les hypothèses suivantes :

- Un taux sans risque de 2,97%, correspondant à notre taux synthétique européen 10 ans (pondération des taux d'Etat en fonction du poids des pays dans l'EuroStoxx),
- Une prime de risque sur le marché Actions de 4,54% 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

4- Un objectif relevé à 2,6€ vs 2,0€, opinion ACHAT réitérée

- 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 10,88% et d'une croissance LT de +1,5%, il en ressort une VE de 19,9,6m€, dont 15,3m€ de Valeur Terminale. Parmi les éléments de passage de la VE à la Valeur des Titres, nous retenons : (i) la DN à fin 2023 (-13,2m€), (ii) la valeur nette de la flotte à fin 2023 (12,4m€), **Sur la base d'un nombre d'actions de 7,37m, il en ressort un OC de 2,6€ (vs 2,0€ préc).**

Décomposition de la valorisation DCF

	en m€	€/action
Somme FCF 2024-33e actualisés	4,67	0,6
Valeur terminale actualisée 1,5%	15,28	2,1
Valeur d'entreprise	19,94	2,7
- Intérêts minoritaires	0,00	0,0
- Dette Nette fin 2023	-13,15	-1,8
- Provisions et autres dettes diverses	-0,10	0,0
+ Autres actifs financiers	0,29	0,0
+ Flotte de véhicules en propre fin 2023	12,46	1,7
Valeur des capitaux propres	19,44	2,6
Nombre d'actions dilué (m)	7,368	

Source Invest Securities

Par ailleurs, il convient de noter que nous n'intégrons 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 maintenue

Pour conclure nous maintenons notre opinion à l'ACHAT

Comme nous l'attendions, la visibilité s'est nettement améliorée sur Toosla, même si les contraintes sur la génération de cash restent importantes et que les objectifs 2024 ne doivent constituer qu'une 1^{ère} étape avant d'atteindre un modèle d'affaires pérennisé. La qualité des résultats S2 23 et la bonne probabilité que le groupe affiche à nouveau des résultats au-dessus de ses guidances nous incite à relever notre OC à 2,6€ (vs 2€ préc), en prenant en compte niveau de risque qui continue de baisser. Le résultat de notre valorisation par DCF montre donc que le titre, préserve un potentiel de rebond 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

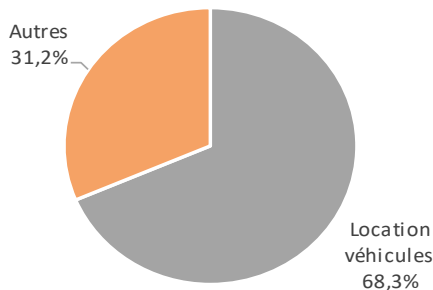
- L'évolution des consommations de mobilité
- L'absence de capitaux immobilisés
- L'agilité et la rentabilité du modèle
- Le potentiel des 3 leviers de restauration de la rentabilité

MENACES

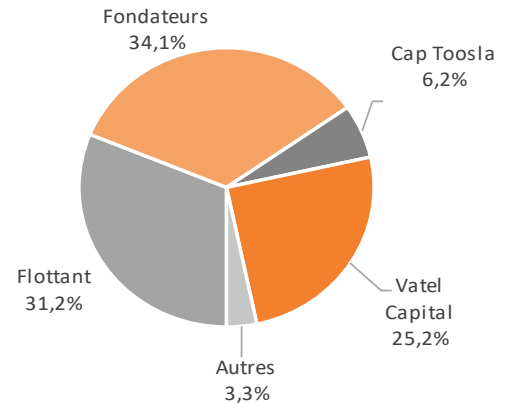
- La saturation des parkings disponibles
- La multiplication des détériorations et mauvais usages des véhicules
- La réaction des loueurs traditionnels

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

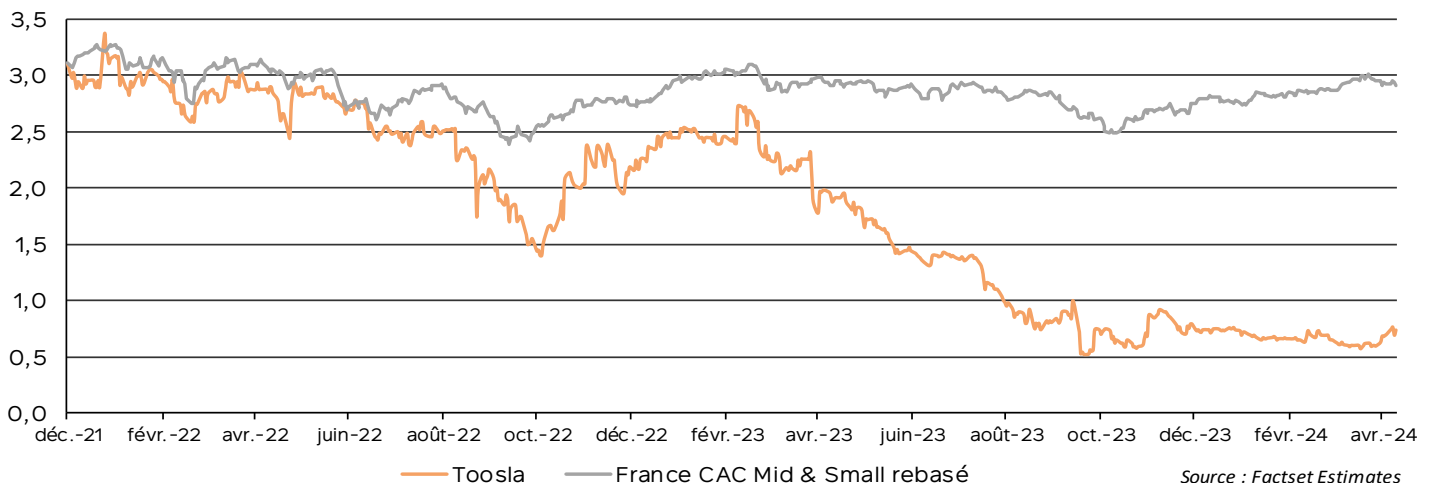
CA 2023



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	07-déc.-23	ACHAT	2,0	+170%
Toosla	Jean-Louis Sempe	28-juil.-23	SOUS REVUE	Sous revue	n.s

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