



Cas Evaluation Europcar

Ce cas traite d'une société cotée en bourse et s'appuie intégralement sur de l'information publique ou inventée par l'auteur du cas à des buts pédagogiques. Pour le traiter, il n'est pas besoin de faire appel à d'autres informations que celles contenues dans ce document.

Si vous souhaitez poser des questions à l'auteur de ce cas, vous pouvez le contacter via la boîte aux lettres du site www.vernimmen.net.

Pascal Quiry

Décembre 2019

Ce document ne peut être utilisé, reproduit ou cédé sans l'autorisation du Groupe HEC

Table des annexes

Annexe 1 : États financiers d'Europcar Mobility Group

Annexe 2 : Quelques éléments complémentaires

Annexe 3 : Analyse financière d'Europcar Mobility Group

Annexe 4 : Actionnariat d'Europcar Mobility Group

Annexe 5 : Projections financières 2019-2023 d'Europcar Mobility Group

Annexe 6 : Données sur des sociétés comparables à Europcar Mobility Group

Annexe 7 : Évolution du cours de bourse d'Europcar Mobility Group depuis 2014

Annexe 1 : États financiers d'Europcar Mobility Group

Compte de résultat

(Clôture des comptes le 31 décembre de chaque exercice)

IFRS

En million d'euros	2015	2016	2017	2018
Chiffre d'affaires	2 142	2 151	2 412	2 929
<i>Dont France</i>	361	365	383	413
<i>Dont Royaume-Uni</i>	465	409	401	391
<i>Dont Allemagne</i>	544	547	624	756
<i>Dont reste Europe</i>	622	676	835	1 187
<i>Dont Reste du monde</i>	150	154	168	183
- Loyers payés sur la flotte de véhicules loués	358	333	373	434
- Coûts liés à l'exploitation de la flotte de véhicules	727	753	842	990
- Frais généraux siège et réseau	218	216	250	294
= Valeur ajoutée	838	849	947	1 211
- Charges de personnel	347	339	405	500
+/- Autres produits/ charges	(48)	(11)	(57)	(36)
= Excédent brut d'exploitation	443	499	485	675
- Dotations aux amortissements de la flotte de véhicules	189	204	232	329
- Dotations aux amortissements hors flotte de véhicule	33	32	30	44
= Résultat d'exploitation	222	263	223	301
- Coût de l'endettement net	122	94	101	130
+ Autres éléments financiers	(106)	(27)	(39)	(46)
+ Eléments non récurrents				68
= Résultat avant impôt	(6)	142	83	192
- Impôt sur les bénéfices exigible	47	29	19	42
- Impôt sur les bénéfices différé	(9)	(23)	(6)	10
+ Résultats des sociétés mises en équivalence	(12)	(16)	(8)	(1)
= Résultat net	(56)	119	61	139
- Intérêts minoritaires	(0)	(0)	(0)	(0)
= Résultat net part du groupe	(56)	119	61	139

Compte de résultat en %

(Clôture des comptes le 31 décembre de chaque exercice)

En % du chiffre d'affaires	2015	2016	2017	2018
Chiffre d'affaires	100%	100%	100%	100%
<i>Dont France</i>	16,8%	17,0%	15,9%	14,1%
<i>Dont Royaume-Uni</i>	21,7%	19,0%	16,6%	13,3%
<i>Dont Allemagne</i>	25,4%	25,4%	25,9%	25,8%
<i>Dont reste Europe</i>	29,0%	31,4%	34,6%	40,5%
<i>Dont Reste du monde</i>	7,0%	7,1%	7,0%	6,2%
- Loyers payés sur la flotte de véhicules loués	16,7%	15,5%	15,5%	14,8%
- Coûts liés à l'exploitation de la flotte de véhicules	33,9%	35,0%	34,9%	33,8%
- Frais généraux siège et réseau	10,2%	10,0%	10,4%	10,0%
= Valeur ajoutée	39,1%	39,5%	39,3%	41,3%
- Charges de personnel	16,2%	15,8%	16,8%	17,1%
+/- Autres produits/ charges	-2,2%	-0,5%	-2,3%	-1,2%
= Excédent brut d'exploitation	20,7%	23,2%	20,1%	23,0%
- Dotations aux amortissements de la flotte de véhicules	8,8%	9,5%	9,6%	11,2%
- Dotations aux amortissements hors flotte de véhicule	1,5%	1,5%	1,2%	1,5%
= Résultat d'exploitation	10,3%	12,2%	9,3%	10,3%
- Coût de l'endettement net	5,7%	4,4%	4,2%	4,4%
+ Autres éléments financiers	-4,9%	-1,2%	-1,6%	-1,6%
+ Eléments non récurrents	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%
= Résultat avant impôt	-0,3%	6,6%	3,4%	6,6%
- Impôt sur les bénéfices exigible	2,2%	1,4%	0,8%	1,4%
- Impôt sur les bénéfices différé	-0,4%	-1,1%	-0,2%	0,3%
+ Résultats des sociétés mises en équivalence	-0,6%	-0,7%	-0,3%	0,0%
= Résultat net	-2,6%	5,5%	2,5%	4,8%
- Intérêts minoritaires	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
= Résultat net part du groupe	-2,6%	5,6%	2,5%	4,8%

Tableau des flux de trésorerie

En million d'euros	2015	2016	2017	2018
Résultat net	(56)	119	61	139
+ Dotation aux amortissements	222	236	262	374
+ Charges et produits sans incidence sur la trésorerie	(13)	3	(18)	(106)
= Capacité d'autofinancement	153	358	305	407
- Variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation	4	147	9	73
= Flux d'exploitation (1)	149	211	297	334
- Investissements corporels nets des cessions	475	222	974	491
- Acquisitions de filiales et autres investissements financiers	31	73	729	21
+ Produits nets des cessions de filiales	-	-	-	70
= Flux d'investissement (2)	(506)	(295)	(1 703)	(442)
Flux de trésorerie disponible après charges financières (1)+(2)	(357)	(84)	(1 406)	(107)
+ Augmentation (réduction) de capital	448	-	191	-
- Dividendes et rachats d'actions		5	60	54
= Réduction (augmentation) de l'endettement net	91	(89)	(1 276)	(162)

Bilan

En million d'euros	2015	2016	2017	2018
Immobilisations incorporelles (Marques)	674	674	850	850
+ Immobilisations incorporelles (Logiciels, systèmes d'exploitation, autres)	39	41	115	136
+ Immobilisations incorporelles (Goodwill)	457	459	1 032	1 030
+ Immobilisations corporelles hors flotte de véhicules	89	84	115	159
+ Flotte de véhicules avec garantie de rachat des constructeurs	1 283	1 215	1 476	1 778
+ Flotte de véhicules sans garantie de rachat des constructeurs	382	426	863	656
+ Titres mis en équivalence	22	14	4	-
+ Immobilisations financières	154	173	164	158
= Actifs immobilisés (1)	3 101	3 086	4 619	4 767
+ Stocks	15	17	24	27
+ Clients	357	365	457	481
+ Autres actifs d'exploitation	363	531	506	549
- Fournisseurs	305	335	451	428
- Autres dettes d'exploitation	838	839	788	807
= Besoin en fonds de roulement (2)	(407)	(260)	(252)	(179)
Actif économique = (1)+(2)	2 694	2 826	4 367	4 588
Capitaux propres part du groupe	561	631	837	889
+ Intérêts minoritaires	1	1	1	1
- Impôts différés actifs	56	59	60	58
+ Impôts différés passifs	131	108	169	174
= Capitaux propres (3)	638	680	946	1 005
Dettes financières LT	801	953	1 570	1 741
+ Dettes financières CT	1 316	1 281	1 987	2 067
+ Retraites et assimilés	123	143	137	145
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	184	232	274	370
= Endettement bancaire et financier net (4)	2 056	2 145	3 421	3 583
Capitaux investis = (3)+(4)	2 694	2 826	4 367	4 588

Productivité (en milliers)	2015	2016	2017	2018
Effectifs consolidés	6,324	6,461	7,441	8,999
Chiffre d'affaires / effectifs	339	333	324	326
Valeur ajoutée/ effectifs	133	131	127	135
Résultat d'exploitation/effectif	35	41	30	33
Salaire moyen y compris charges sociales	55	52	54	56

Rotation du BFR d'exploitation	2015	2016	2017	2018
BFR d'exploitation / Chiffre d'affaires, en jours de chiffre d'affaires	-58j	-37j	-32j	-19j
Délai clients en jours de CA	51j	52j	58j	50j
Stocks en jours de CA	3j	3j	4j	3j
Fournisseurs	71j	78j	94j	76j
Taux de TVA	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%

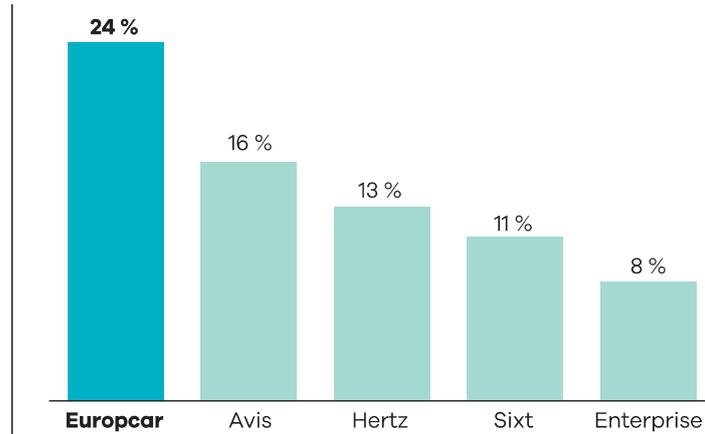
Politique d'investissement	2015	2016	2017	2018
Immo corporelles nettes hors terrain/ immobilisations corporelles brutes	0,21	0,2	0,25	0,25
Investissements corporels / dotation aux amortissements	2,14	0,94	3,71	1,31

Structure d'endettement	2015	2016	2017	2018
Dettes nettes/ EBE	4,6	4,3	7,0	5,3
Résultat d'exploitation / coût de l'endettement	1,8	2,8	2,2	2,3
dettes financières CT/ clients	368%	351%	435%	429%
Actifs circulants / passif circulant	37%	47%	39%	43%
Dettes nettes /capitaux propres	3,2	3,2	3,6	3,6

Rentabilités	2015	2016	2017	2018
Résultat d'exploitation après impôt sur les sociétés / Chiffre d'affaires	7,6%	8,9%	6,8%	6,8%
x				
Chiffre d'affaires / Actif économique hors filiales	0,8	0,8	0,6	0,6
= Rentabilité économique après impôt	6,0%	6,8%	3,7%	4,3%
Coût de la dette après impôt sur les sociétés	4,3%	3,2%	2,2%	2,7%
Levier financier (Endettement bancaire et financier net / Capitaux propres)	3,2	3,2	3,6	3,6
Rentabilité des capitaux propres après impôt	-8,7%	17,5%	6,5%	7,1%
Part de la rentabilité des capitaux propres expliquée par l'effet de levier	169%	61%	42%	39%
Taux d'impôt sur les sociétés	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%

Annexe 2 : Quelques éléments complémentaires

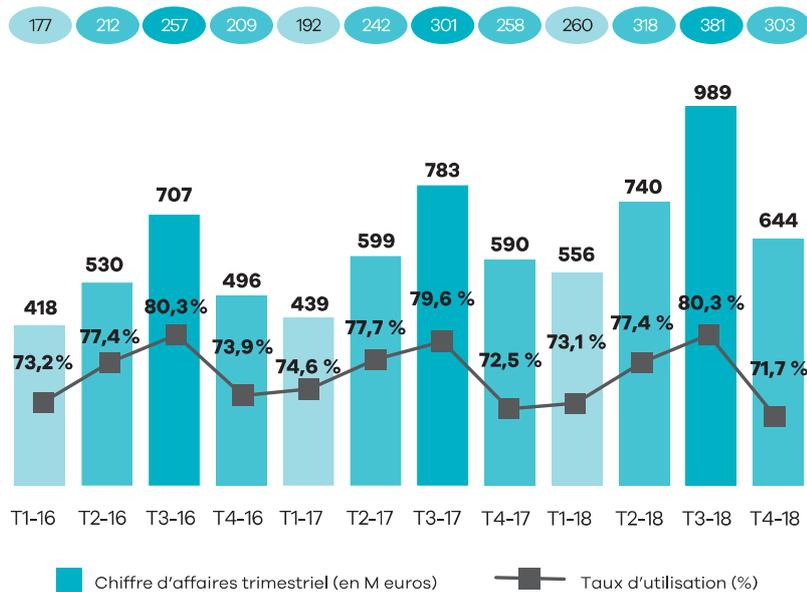
PARTS DE MARCHÉ D'EUROPCAR MOBILITY GROUP
EN EUROPE DE L'OUEST EN 2017



Source : Statistiques Euromonitor 2017.

Flotte moyenne, chiffre d'affaires trimestriel et taux d'utilisation de la flotte d'Europcar

Flotte moyenne (en milliers)



Flotte de véhicules

La flotte des véhicules est pour partie acquise auprès des constructeurs, et pour partie louée auprès d'eux ou de banques et dans ce cas ne figure pas au bilan.

Pour les véhicules acquis, Europcar bénéficie le plus souvent d'engagements de rachat par les constructeurs exerçables par Europcar au bout de 5 à 10 mois, à des prix convenus d'avance.

Dans tous les cas de figure, Europcar cède ses véhicules de location au bout de 5 à 10 mois après leur immatriculation, pour en acquérir de nouveaux flambants neufs.

Répartition géographique du chiffre d'Europcar Mobility Group et taux d'impôt sur les sociétés

	Chiffre d'affaires 2018	Taux d'impôt sur les sociétés
Allemagne	26%	30%
France	14%	34%
Royaume-Uni	13%	19%
Reste de l'Europe	40%	26%
Reste du Monde	6%	24%
Total	100%	27%

Le reste de l'Europe recoupe principalement l'Espagne, l'Italie, le Portugal, l'Irlande, la Hongrie, le Danemark, l'Autriche, etc.

Dividendes versés et rachats d'actions effectués en 2019

Europcar a distribué 39,4 M € de dividendes en 2019 et a procédé à des rachats d'actions pour 40,3 M€

Augmentation de capital en 2019

Europcar n'a pas émis d'actions nouvelles en 2019.

Annexe 3 : Analyse financière d'Europcar Mobility Group

Europcar est le leader européen de la location de voiture, avec une activité bien répartie entre les principaux pays, coté en bourse et contrôlé par le fonds d'investissement Eurazéo.

Il intervient sur un secteur à maturité, saisonnier mais non cyclique, et en mutation du fait de la préférence accrue des consommateurs pour la location au détriment de la détention, au moins dans les grandes villes, de la digitalisation croissante de l'économie qui permet l'avènement des plateformes de partage de voitures, de co-voiturage et de changements technologiques à terme (voitures autonomes et connectées).

Depuis 2015, le taux de croissance moyen du chiffre d'affaires est de 11 % l'an, quasiment uniquement dû à des acquisitions pour renforcer Europcar sur le segment dynamique de la location *low-cost*. Hors celles-ci, l'activité semble être stable en prix et en volume. La marge d'exploitation est assez stable autour de 10 % des ventes, malgré le développement du *low-cost* à marges plus faibles, et les acquisitions dont l'intégration semble bien se passer.

Vu la nature du métier, l'essentiel de l'actif économique est constitué d'immobilisations, les véhicules et des incorporels liés aux acquisitions (marques et goodwill). Sur la période, les immobilisations croissent plus vite (+ 54 %) que les ventes (+ 37 %), en particulier les flottes de véhicules (+ 46 %), ce qui va peser sur les rentabilités. Le BFR est négatif, mais se rapproche de 0 sur la période, sous l'effet des autres composantes car les délais clients (50 jours) et fournisseurs (autour de 75 jours) sont stables, et les stocks naturellement négligeables.

Si les flux de trésorerie d'exploitation sont positifs et croissants depuis 2015 (de 149 M€ à 334 M€), l'importance des investissements est telle que les flux de trésorerie disponibles sont négatifs chaque année, conduisant sur la période à un besoin de financement cumulé de 1 955 M€. Celui-ci est couvert à hauteur d'un gros quart par de nouveaux capitaux propres (520 M€ d'augmentations de capital nettes des dividendes payés) et pour le solde par un endettement croissant (1 435 M€).

En 2018, l'endettement net atteint 5,3 fois l'EBE contre 4,6 en 2015, ce qui est un niveau très élevé, d'autant que la moitié est à court terme. Si les prêteurs sont disposés à prêter autant à Europcar, c'est parce que ses actifs, les véhicules, ont un marché secondaire actif qui constitue une garantie en cas de nécessité, sans compter que les trois-quarts de la flotte bénéficient d'une garantie de rachat des constructeurs, qui ont actuellement une meilleure signature de crédit que Europcar. Ainsi les dettes financières et bancaires à court terme sont totalement couvertes par ces engagements et la trésorerie disponible. Il n'en demeure pas moins que la capacité d'endettement supplémentaire d'Europcar est probablement très limitée, et que l'on peut s'interroger sur la pertinence d'avoir initié des versements de dividendes dans ce contexte.

A taux d'impôt sur les sociétés constant (27 %), la rentabilité économique d'Europcar est déclinante (de 6,4 % à 4,5 %), et insuffisante pour couvrir en fin de période son coût du capital de 6,5 %. Grâce à l'effet de levier, la rentabilité des capitaux propres est meilleure (7,1%), mais n'a rien d'exceptionnel compte tenu du niveau d'endettement.

* * *

Au total, Europcar est une entreprise en mutation qui essaie de trouver dans les acquisitions des leviers de croissance et d'amélioration des marges qu'elle ne trouve pas par croissance interne, d'autant que les nouveaux modèles économiques qu'elle teste (location de voitures entre particuliers, service de chauffeurs, co-voiturage) sont encore marginaux et probablement pas à l'équilibre.

Sa rentabilité économique, inférieure à son coût du capital, fait qu'elle détruit de la valeur, ce dont l'évolution de son cours de bourse, au plus bas depuis sa première cotation, témoigne avec une capitalisation boursière qui ne représente que 88 % des capitaux propres comptables. Il est vrai qu'avec des goodwill et des valeurs de marque au bilan pour 1 880 M€, face à des capitaux propres de 889 M€, la solvabilité n'est pas éclatante tant que la rentabilité économique ne dépassera pas le coût du capital.

Annexe 4 : Actionnariat d'Europcar Mobility Group
(au 1^{er} décembre 2019, en millions d'actions et en %)

Fonds d'investissement Eurazéo :	49,0 M	30,4 %
Deux autres fonds d'investissements :	13,6 M	8,1 %
Équipe dirigeante et salariés :	2,2 M	1,5 %
Auto-détention :	4,3 M	5,1 %
Flottant :	91,9 M	54,9 %
Total :	161,0 M	100,0 %

Il n'existe pas d'instrument dilutif actuellement en cours de validité.

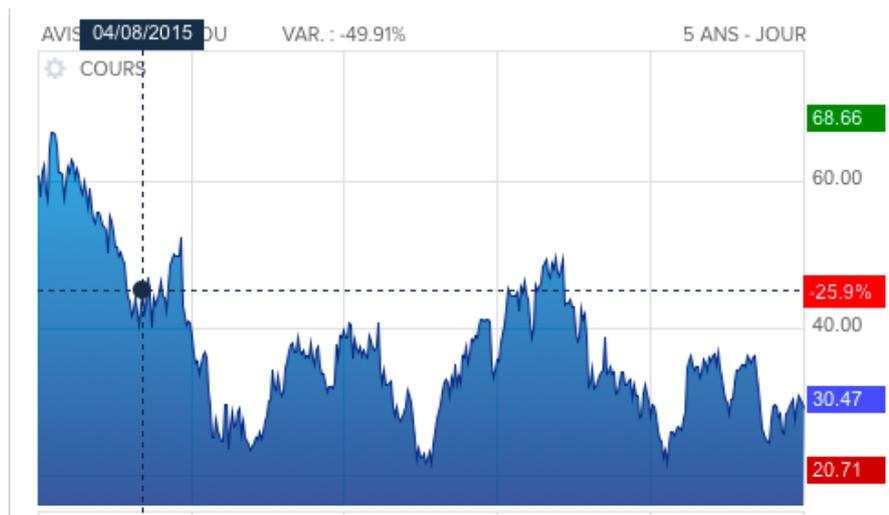
Annexe 5 : Projections financières 2019-2023 d'Europcar Mobility Group établies par l'auteur de ce cas

Projections du groupe Europcar en M€	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventes	2 929	2 950	3 220	3 270	3 320	3 375
<i>Taux de croissance des ventes</i>	21%	0,7%	9,2%	1,6%	1,5%	1,7%
Résultat d'exploitation	301	230	243	265	276	283
<i>Marge d'exploitation</i>	10,3%	7,8%	7,5%	8,1%	8,3%	8,4%
<i>Taux de croissance du résultat d'exploitation</i>	35,0%	-23,6%	5,7%	9,1%	4,2%	2,5%
Dotations aux amortissements	373	370	400	420	410	400
Besoin en fonds de roulement	-179	-180	-200	-202	-205	-210
Investissements nets des cessions	442	430	540	415	410	405
Taux d'impôt sur les sociétés	27%	26%	26%	26%	26%	26%

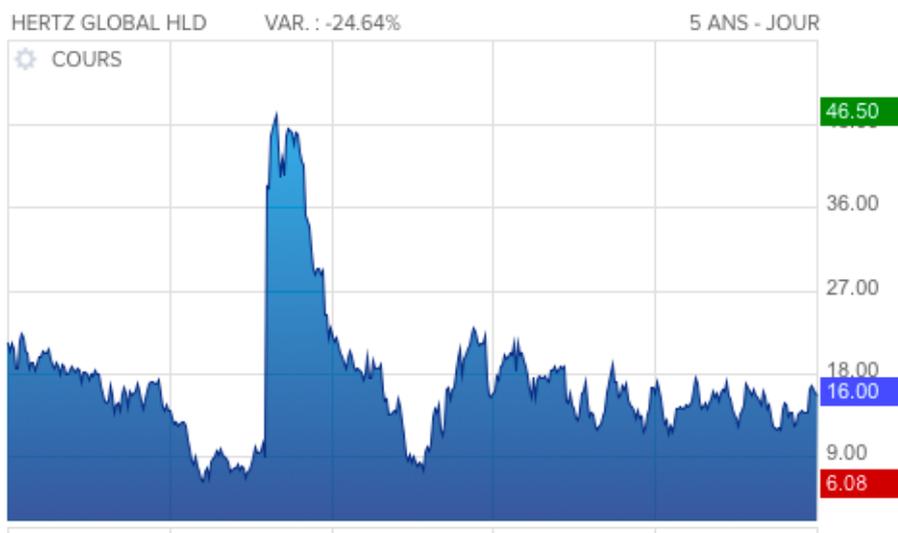
Annexe 6 : Données sur des sociétés comparables à Europcar Mobility Group

	Europcar	Avis	Hertz	Sixt
En millions	€	\$	\$	€
Capitalisation boursière 22/11/19	608	2 160	2 220	3 550
Capitaux propres comptables 2018	889	414	1 061	1 318
Valeur de la dette bancaire et financière nette 2019	?	13 935	15 197	2 594
Dette bancaire et financière nette 2019 / EBE 2019	?	5,1	4,4	2,5
Chiffre d'affaires 2018	2 929	9 124	9 505	2 930
Excédent brut d'exploitation 2018	674	2 755	3 213	921
Résultat d'exploitation 2018	301	525	523	373
Résultat net 2018, part du groupe	139	292	-13	251
Chiffre d'affaires 2019	2 950	9 132	9 806	3 628
Excédent brut d'exploitation 2019	600	2 728	3 427	1 021
Résultat d'exploitation 2019	230	539	855	375
Résultat net 2019, part du groupe	31	265	175	226
Chiffre d'affaires 2020	3 220	9 282	10 164	3 864
Excédent brut d'exploitation 2020	643	2 911	3 739	1 098
Résultat d'exploitation 2020	243	496	1 068	394
Résultat net 2020, part du groupe	48	223	187	237
Chiffre d'affaires 2021	3 270	9 358	10 503	3 864
Excédent brut d'exploitation 2021	685	2 996	3 955	1 182
Résultat d'exploitation 2021	265	486	1 157	429
Résultat net 2021, part du groupe	103	212	224	259

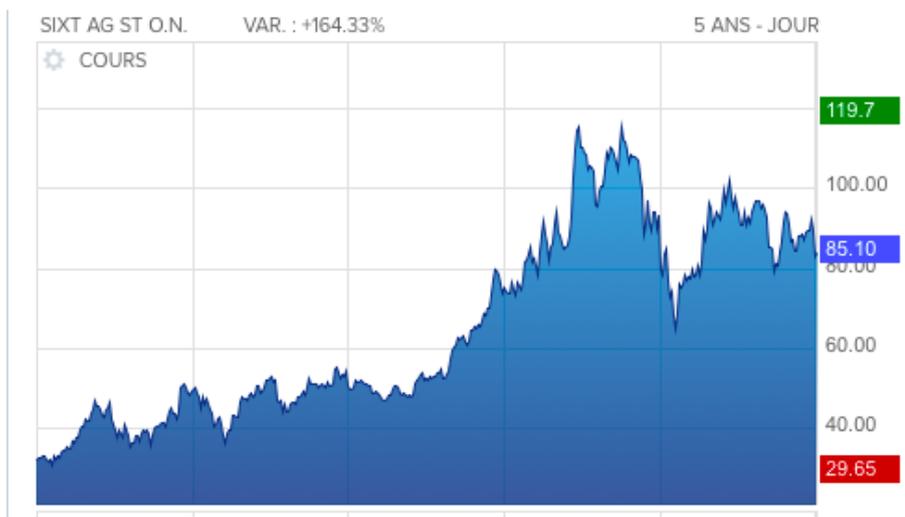
Cours de l'action Avis sur les 5 dernières années



Cours de l'action Hertz sur les 5 dernières années



Cours de l'action Sixt sur les 5 dernières années



Annexe 7 : Évolution du cours de bourse d'Europcar Mobility Group depuis son introduction en bourse en 2015

