

Pour répondre à l'interrogation de « Pierre2 » sur la « valorisation » de groupe Auchan (voir sa question en commentaires article 31), il est indispensable de bien poser le problème. Deux formes de « valeur » peuvent définir un groupe, valeurs qu'il faut analyser :

- soit nous parlons d'une valorisation « actionnaire » ;
- soit nous parlons de ce qui fonde la valorisation « réelle » du groupe.

Il existe bien évidemment des points d'intersection entre ces deux « valeurs » ; qu'il faut également mettre en évidence ; car les actionnaires peuvent vouloir « valoriser » leur point de vue, lequel ne correspond pas obligatoirement à la pérennité d'une valeur « réelle ».

1. La valorisation « actionnaire ».

Cette valorisation est assez facile à définir, lorsque la société est cotée en bourse. Deux éléments vous intéressent comme actionnaire : quelle est la valeur « boursière » de votre titre ? combien rapporte le titre chaque année par rapport à cette valeur « boursière ». Une autre interrogation est implicite : comment peut évoluer la valeur du titre, par rapport à d'autres valeurs financières ? Et à des éléments présentés comme « extérieurs » (crise ...). Cette valorisation est plus délicate, lorsque le groupe n'est pas coté en bourse. Un des critères utilisés se réfère cependant à la valorisation boursière des groupes ayant la même activité.

La valeur boursière des titres Carrefour et Casino.

Elle peut s'apprécier à long/moyen (objectif de contrôle) ou court terme (objectif spéculatif).

Applications :

Valeurs en €	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Carrefour :										
- Cours le plus haut	91,8	69,4	58,2	46,3	44,1	41,75	51,15	58,10	52,52	33,79
- Cours le plus bas	62,5	46,3	38,1	29,4	33,7	35,36	38,10	42,95	24,68	22,89
- Stock options		62,0	-	37,55	43,67	40,81	43,91	56,40	45,26	33,70
Casino :										
- Cours le plus haut	117,9	113,0	89,9	81,4	82,7	66,3	71,7	86,55	84,68	62,90
- Cours le plus bas	88,0	74,6	58,6	47,8	53,9	47,8	47,7	64,00	43,26	43,07
- Stock options 1				60,89	78,21	57,76	58,16	75,75	76,72	49,47
- Stock options 2			67,84	77,11	59,01	56,31	69,65	74,98	49,02	57,18

Pour mémoire, le nombre de titres de Carrefour était de 711 millions fin 2000, et de 705 millions fin 2009 ; pas de modification significative du nombre de titres. La capitalisation boursière était de 47,58 milliards d'euros fin 2000, et de 23,7 milliards d'euros fin 2009. Pour Casino, nous avons uniquement repris les cours des actions « ordinaires ». La valeur des Stock options est celle de l'année d'émission ; cette valeur peut être exercée sur les 4 à 5 années suivantes.

Deux réponses peuvent être apportées sur la « valeur boursière » à **long/moyen terme**.

1.1. Si vous avez acheté vos actions Carrefour en 2000 au cours le plus haut, la valeur de votre portefeuille a baissé de 63% en 2009 (plus haut également) ; en sachant que sur cette période, vous avez touché des dividendes chaque année (par exemple, cumul de 7,59 € en 8 ans, de 2002 à 2009). Si vous avez acheté en 2005, vous n'êtes pas trop perdant, avec 5,27 € de dividendes sur la période 2005/2009.

Si vous avez acheté vos actions Casino en 2000 au cours le plus haut, la valeur de votre portefeuille a baissé de 43% en 2009 (plus haut également) ; en sachant que sur cette période, vous avez touché des dividendes chaque année (par exemple, cumul de 17,57 € en 8 ans, de 2002 à 2009). Si vous avez acheté en 2005, vous n'êtes pas perdant, avec 11,71 € de dividendes sur la période 2005/2009 (il faut ajouter un dividende supplémentaire en nature en 2008, sous forme d'actions gratuites Mercyalis).

Conclusion : la valeur de Groupe Auchan ne supporte pas de telles variations. Davantage, elle progresse chaque année (à l'exception de 2008-09) :

Titre Auchan	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Valeur en €	234,25	n.d.	265,56	266,99	272,98	280,03	294,05	321,56	341,61	335,49

Si la valeur d'un titre Auchan était une valeur boursière en 2000, la valeur du titre en 2009 ne serait que de la moitié environ (un mix de - 63% pour Carrefour et de - 43% pour Casino), soit 117 € ; au lieu des 335,49 €. L'écart est considérable.

1.2. Pour Carrefour, le comparatif des valeurs boursières avec la valeur des Stock options attribuées chaque année montre que cette dernière valeur est systématiquement inférieure (de - 0,3% en 2009 à - 18,9% en 2003) à la valeur boursière au plus haut de chaque année. Pour Casino, le comparatif des valeurs boursières avec la valeur la plus faible des Stock options attribuées chaque année montre que cette dernière valeur est fortement inférieure (de - 13,4% en 2007 à - 42,1% en 2008) à la valeur boursière au plus haut de chaque année. Conclusion. Les valeurs ci-dessus du titre « Groupe Auchan » sont celles attribuées aux Stock Options. En toute logique, la valeur du titre Groupe Auchan devrait donc être supérieure à celle affichée pour les Stock options ; si le mécanisme boursier opérait de la même manière que pour Carrefour et Casino. Mais il faudrait prendre en compte la conclusion 1.1.

Une réponse complémentaire peut être faite **à court terme**.

L'évolution boursière récente des titres Carrefour et Casino vaut son pesant de spéculation.

Données en €	4/01	1/02	1/03	1/04	16/04	3/05	13/05	25/05	28/05
Carrefour plus haut	34,00	35,88	35,12	36,73	39,22	36,92	36,13	32,74	34,08
Carrefour plus bas	33,45	35,25	34,16	35,87	38,26	36,27	35,70	32,06	33,74
Casino plus haut	64,00	59,99	60,02	63,37	66,24	67,70	64,82	59,45	62,70
Casino plus bas	62,53	58,94	59,29	62,64	65,00	66,50	63,24	58,65	61,16

La spéculation a été générale, notamment en février 2010, et l'avant dernière semaine de mai 2010, suite à la crise européenne.

Il faut retenir de cette courte période de 5 mois que la valeur des titres évolue fortement : pour le cours au plus haut, le titre Carrefour varie de près de 20% entre 32,74 € et 39,22 € ; et le titre Casino de près de 17% entre 67,70 € et 57,95 € (le 11 février).

En d'autres termes, comme le disent les boursicoteurs, la volatilité des titres est importante. Mais alors, quelle est la « vraie » valeur ? En sachant que les spéculateurs se fichent comme de leur première chemise de cette valeur : ils peuvent aussi bien spéculer à la hausse qu'à la baisse ... L'essentiel, c'est de spéculer ...

En d'autres termes, la valeur boursière à court terme ne permet aucunement de fixer la « valeur » d'Auchan : les amplitudes sont trop importantes.

2. La valorisation « réelle ».

Cette valorisation peut au moins s'entendre en trois sens différents. Il peut s'agir d'une part des méthodes de valorisation utilisées lors de la « vente » de firmes (successions, fusions, apports ...) ; d'autre part et à l'inverse de valorisation lors de défaillances (redressement ou liquidation judiciaire ...) ; enfin d'une valorisation « économique ».

Le premier sens renvoie aux méthodes déjà exposées pour les firmes de la famille Mulliez (voir l'article 31 – le mix méthodes : patrimoniale, cash flow ...). La valorisation s'appuie en outre sur un « mix » de références aux opérations de « vente » réalisées récemment sur le marché pour le même type d'activité, aux rentabilités passées et prévisibles de la firme par rapport aux capitaux engagés (avec un comparatif pour les firmes ayant la même activité), aux structures financières et patrimoniales de la firme (actifs, niveau d'endettement ...), aux parts de marché détenues par la firme dans le secteur ...

Le second sens est une valeur « liquidative ». Elle est souvent très faible ; et donne l'occasion aux prédateurs en tous genres de faire de bonnes affaires (reprise pour l'euro symbolique ; acquisition d'actifs sous-évalués ...) ; affaires bien réelles.

Le troisième sens fait référence aux critères économiques « classiques » : positionnement de la firme dans son secteur (parts de marché, nature des produits relativement à la concurrence, outils de production et de distribution, innovations et investissements ...),

évolution de cette position, qualité des actionnaires et des dirigeants, relations et degrés de dépendance avec les autres acteurs (fournisseurs, clients, banquiers, personnel, Etat), organisation, diversification et internationalisation ... L'évaluation de la firme est ici matérielle et qualitative, multicritère (et non seulement financière) ; son objectif est d'estimer sa solidité actuelle et son devenir, donc sa capacité à gagner de l'argent.

Normalement, cette valorisation réelle doit rejoindre la valorisation boursière à moyen et long terme. Dans le cas contraire, le titre est sous-évalué (avec danger d'OPA) ou surévalué (avec danger de chute brutale lors de mouvements spéculatifs, difficilement prévisibles).

3. Les points d'intersection : l'exemple de Carrefour et de la stratégie Arnault/Colony.

Au-delà de ces deux valeurs, un titre peut faire l'objet de paris spéculatifs de la part d'un acteur important. Ainsi, Arnault SAS et Colony ont-ils décidé en 2007 d'acquérir 9,1% de Carrefour, au prix de 3 265 M€uros ; soit 50,98 € par titre. La société luxembourgeoise qui a acquis ces titres a fait une perte de 25,6 M€ en 2007 ; elle dispose de 476 M€ de fonds propres (groupe Arnault), de 499 M€ de dettes groupe (Colony) et de 2 308 M€ de dettes bancaires. En fait, les fonds propres viennent d'autres sociétés du groupe Arnault, dont une est endettée à hauteur de 495 M€ fin 2007. Autant dire que les deux groupes ont acquis totalement à crédit les 9,1% du capital. La dette de la filiale d'Arnault s'accroît au fil des années ; elle est déjà de près de 521 M€ fin 2008.

En outre, comme les titres Carrefour ont perdu beaucoup de valeur fin 2008, et encore fin 2009 (voir les valeurs ci-dessus), les pertes à provisionner sont considérables. Fin 2008, le groupe Arnault aurait dû provisionner au moins à hauteur de 750 M€ ses titres Carrefour. Or les fonds propres d'Arnault SAS étaient de 687 M€ fin 2007 ; en d'autres termes, et en faisant abstraction des sociétés en cascade qui contrôlent Carrefour entre d'une part les sociétés belges et luxembourgeoises et d'autre part **Arnault SAS, cette dernière société était fin 2007 en position de faillite !!!** Faillite certes théorique ; mais qui ne tient pas compte, en outre, des autres acquisitions de titres Carrefour ayant permis de passer le contrôle de 9,1% à 13,55% fin 2009 (ce qui doit faire augmenter l'addition des provisions).

Impossible de se faire une idée précise des exercices 2008 et 2009 : **Arnault SAS n'a toujours pas publié ses comptes 2008 (début juin 2010), pas plus que les comptes des sociétés intermédiaires ; et encore moins les comptes de 2009. Les comptes publiés de certaines sociétés en 2008 ne reprennent que les comptes ... 2007 !!! Et il en va de même pour les autres actionnaires d'Arnault SAS, dont les informations sur Arnault SAS s'arrêtent en ... 2007. C'est étrange comme nos « grands capitaines d'industrie » se font discrets, lorsqu'ils accumulent des pertes !!!** Car Carrefour n'est pas la seule « mauvaise affaire » d'Arnault SAS ces deux dernières années (voir notre ouvrage à paraître sur « Les grandes fortunes, les banquiers et les politiciens »).

Surtout, comme les intérêts à payer sur les dettes engagées pour le contrôle du capital de Carrefour sont supérieurs aux dividendes reçus, il est urgent pour Arnault SAS comme pour Colony de faire dégager des profits par Carrefour. D'où la stratégie de « valorisation » engagée depuis 2008.

De notre point de vue, c'est en réalité une stratégie de « dévalorisation » à terme. Car il s'agit pour les deux partenaires de faire « cracher » le plus d'argent possible par Carrefour et de faire remonter cet argent vers les actionnaires. D'où les idées de céder des participations (avec d'éventuelles plus-values), ou l'idée de découper les hypers (pour récupérer des m² en galeries marchandes) afin de réaliser des plus-values dans l'immobilier (« spécialité » de Colony) ; ou de se séparer des filiales qui ne rapportent pas assez (exemple, la Belgique).

Objectifs : faire remonter la valeur du titre en bourse, afin de limiter les dégâts en termes de provisions ; récupérer le plus vite possible de l'argent. Et tant pis pour la suite : le démantèlement de Carrefour et les licenciements dans le groupe.

Paradoxalement, la valeur de Carrefour peut remonter à court terme, et s'effondrer à moyen et long terme. Bon courage aux petits actionnaires !!!

En d'autres termes, la « valeur » du titre Carrefour est artificielle ; elle dépend de la stratégie des deux actionnaires dits de référence.

Conclusions :

- il est inutile de rechercher les « vraies » valeurs. La valeur n'existe que dans des contextes économique, financier et social ; la seule valeur est celle du « système » dans lequel s'inscrit un groupe. C'est une valeur « systémique ». Par exemple, supposons qu'après une « énième » crise, le monde prenne enfin conscience qu'il est impossible de consommer selon notre mode de vie occidental, afin de préserver les ressources de la planète. Que deviennent les groupes qui prônent le mode actuel de consommation ? Comment s'adaptent-ils, et parviennent-ils à proposer d'autres formes de consommation ? S'écroulent-ils et font-ils faillite ? Car en l'absence d'adaptation rapide, de très grands groupes peuvent être rayés de la carte économique ; l'histoire le démontre à l'évidence.

- il existe une chance infime qu'une quelconque régulation s'impose aux spéculateurs en tous genres. La démonstration sera faite dans les semaines à venir de l'inefficacité des mesures prises un week-end de mai 2010 à grand renfort de tambours et trompettes par les chefs d'Etats de l'Union Monétaire (zone Euro). Comme il n'y a pas de pouvoir politique incontesté, qu'il n'y a pas de pouvoir « tout court » en Europe, les spéculateurs peuvent poursuivre en toute impunité leurs actions. Les actions contre les spéculateurs sont d'ailleurs (pour l'essentiel) remises au G20 ; autant dire aux calendes grecques. Les peuples grec, espagnol, portugais ... apprécieront. Les financiers et le capital multinational imposent leurs dictats aux pouvoirs politiques ; et certains fonds souverains (comme la Chine) arbitrent pour le reste. Les valeurs restent donc imposées par les spéculateurs et les diverses zones de pouvoir économique. Les « gogos » qui achètent les titres aux banques et autres financiers (compagnies d'assurance) n'ont qu'à s'en prendre à eux-mêmes, s'ils perdent de l'argent en tombant dans les « communications publicitaires ». Acheter un titre pour préserver sa retraite, c'est acquérir du « vent » ; des millions d'actionnaires américains n'ont plus que leurs yeux pour pleurer depuis la crise de 2009. Ce qui est certain, c'est qu'une crise financière génère du « vent » ... et gare aux effets d'une tempête sur les patrimoines boursiers.

- la seule vérité reste dans la valeur travail.

Il ne s'agit pas de la « valeur travail » sarkoziste, dévoyée à l'outrance. Car alors, il est indispensable d'expliquer en quoi le travail de Monsieur Bernard Arnault vaut chaque année 4 M€, soit 250 années de SMIC ; sans oublier ses stocks options annuelles, qui font tourner la valeur « travail » de Monsieur Arnault autour de 1 000 années de SMIC en 2007 et 2008, et de seulement 500 années en 2009 (quel malheur, cette crise !). Ceci ne tient évidemment pas compte des dividendes perçus sur LVMH ...

Il s'agit du travail quotidien de milliards de personnes, qui doivent vivre (survivre) avec leur seul labeur, qui lui, produit des vraies marchandises et rend des vrais services. A la sueur de leur front ; et non dans les froides antichambres de la spéculation mondiale et des pouvoirs politiques.

B. Boussemart