

## GROUPE AUCHAN – 2014 : un exercice de transition

Les comptes consolidés de Groupe Auchan à fin décembre 2014 se présentent comme suit :

Groupe Auchan en M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fonds propres	7 283	7 813	8 471	9 286	9 820	10 227	11 559
+ Impôts différés & Provisions	979	927	948	872	902	866	1 385
+ Dette à plus d'un an	3 284	3 541	3 052	4 257	4 618	4 588	6 338
<b>A = Capitaux permanents</b>	<b>11 546</b>	<b>12 281</b>	<b>12 471</b>	<b>14 415</b>	<b>15 340</b>	<b>15 681</b>	<b>19 282</b>
Immobilisations d'exploitation	14 640	15 123	15 578	15 845	17 405	17 749	20 801
+ Immobilisations financières	631	542	366	325	377	518	717
<b>B = Actif immobilisé</b>	<b>15 271</b>	<b>15 665</b>	<b>15 944</b>	<b>16 170</b>	<b>17 782</b>	<b>18 267</b>	<b>21 518</b>
<b>A - B = Fonds de roulement</b>	<b>-3 725</b>	<b>-3 384</b>	<b>-3 473</b>	<b>-1 755</b>	<b>-2 442</b>	<b>-2 586</b>	<b>-2 236</b>
Stocks	3 112	3 140	3 536	3 752	3 686	3 903	4 511
+ Clients	383	378	390	421	465	505	442
- Dettes fournisseurs	-7 625	-7 131	-7 704	-7 697	-7 605	-7 724	-8 557
+/- Créances et dettes diverses	-1 862	-2 098	-2 038	-1 499	-1 225	-1 429	-2 236
<b>C = Besoin en Fonds de Roulement</b>	<b>-5 992</b>	<b>-5 711</b>	<b>-5 817</b>	<b>-5 023</b>	<b>-4 679</b>	<b>-4 745</b>	<b>-5 840</b>
Liquidités	2 345	2 027	1 914	2 649	2 561	2 028	2 673
- Dettes financières à moins d'un an	-78	300	430	619	-324	131	931
<b>D = Trésorerie</b>	<b>2 267</b>	<b>2 327</b>	<b>2 344</b>	<b>3 268</b>	<b>2 237</b>	<b>2 159</b>	<b>3 604</b>
<b>C + D = Fonds de roulement</b>	<b>-3 725</b>	<b>-3 384</b>	<b>-3 473</b>	<b>-1 755</b>	<b>-2 442</b>	<b>-2 586</b>	<b>-2 236</b>

Le bilan de Groupe Auchan reste très solide ; et va en s'améliorant entre 2008 et 2014, alors que la politique d'investissement est soutenue.

Cette politique d'investissement se traduit ci-dessus par l'accroissement du poste d'immobilisations d'exploitation (+6,2 milliards d'euros entre 2008 et 2014), après une politique d'amortissements forte (8,2 milliards d'euros sur la même période) et de nombreuses provisions pour dépréciations d'actifs immobilisés. Ainsi, en 2014, le groupe Auchan a provisionné 1,066 milliard d'euros (notamment 771 M€ pour les activités en Italie, 86 M€ en Hongrie, 67 M€ à Taïwan et 18 M€ en Ukraine). Cette provision a « effacé » la mise à la juste valeur des actifs des sociétés chinoises, qui s'est traduite par des « autres produits opérationnels » à hauteur de 1,009 milliards d'euros. Le groupe a donc « nettoyé » de manière importante ses comptes.

L'opération de consolidation avec la Chine a eu pour effet d'accroître la valeur des immobilisations incorporelles (les licences) pour 814 M€, et les immobilisations corporelles brutes de 1 836 M€ ; il faut cependant tenir comptes des amortissements de 489 M€ pour les immobilisations corporelles. Par suite, une partie significative de la hausse des immobilisations d'exploitation est liée à de véritables investissements. Les décaissements liés aux acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles atteignent 2 034 M€ en 2014. Le groupe poursuit par ailleurs la cession de plusieurs galeries (540 M€ encaissés en 2014).

Cette politique d'investissement se concrétise au niveau de l'état du parc des hypers et des supers, avec des acquisitions, des ouvertures, des « relooking » et le développement des nouveaux formats (voir le tableau ci-après). Entre 2013 et 2014, côté acquisitions, 58 hypers en Pologne suite à l'opération de rachat du groupe Real auprès du Groupe Metro. Côté ouvertures, 6 hypers en plus en Russie, 1 en Roumanie et 49 en Chine. Le parc de supers baisse à nouveau en France (- 9) ; mais il augmente de 21 unités en Italie, de 4 unités au Sénégal et de 28 supers en Russie.

Nombre d'hyperc du groupe Auchan	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
France	121	123	124	126	126	128	128
Maroc							
Espagne	50	50	51	52	55	55	55
Portugal	26	31	32	33	32	32	32
Luxembourg	1	1	1	1	1	1	1
Italie Rinascente	47	49	52	53	52	51	50
Pologne (avec Schiever)	24	25	26	26	27	28	86
Hongrie	11	12	12	12	19	19	19
Russie	33	38	44	48	56	78	84
Chine Auchan	31	35	41	45	54	59	68
Chine RT Mart (hypers consolidés)	101	121	143	185	219	264	304
Taiwan (hypers consolidés)	15	15	18	18	18	18	18
Roumanie	6	7	7	9	11	31	32
Ukraine	2	7	8	8	8	10	11
Dubaï		1	0				
<b>Total hypermarchés</b>	<b>468</b>	<b>515</b>	<b>559</b>	<b>616</b>	<b>678</b>	<b>774</b>	<b>888</b>
<b>Supermarchés du groupe Auchan</b>							
France Simply Market	292	286	275	268	262	266	257
Espagne Sabeco	126	123	129	125	123	126	127
Maroc Acima / en 2015 : Sénégal							4
Pologne Elea	12	18	20	27	31	34	34
Italie Sma	276	279	273	276	274	269	290
Russie	20	33	51	63	96	122	150
<b>Total supermarchés du groupe Auchan</b>	<b>726</b>	<b>739</b>	<b>748</b>	<b>759</b>	<b>786</b>	<b>817</b>	<b>862</b>

La politique d'investissement est financée par l'accroissement des fonds propres (les bénéfiques réalisés et non distribués) à hauteur de 1,33 Mds d'euros entre 2013 et 2014 (dont au global 1,073 Md due à la variation de périmètre suite à l'opération chinoise). Notons que les fonds propres « groupe » diminuent de 713 M€, suite à l'impact de la consolidation chinoise pour - 659 M€ et le versement d'un dividende de - 199 M€. Ces fonds propres, part du groupe, atteignent 8 947 M€, contre 9 191 M€ pour Carrefour et 7 707 M€ pour Casino.

Groupe Auchan Consolidé M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fonds propres groupe	7 163	7 672	8 288	8 883	9 376	9 660	8 947
Fonds propres minoritaires	120	141	183	403	444	567	2 612
Dettes financières à plus d'un an (1)	3 211	3 420	2 917	4 141	4 469	4 269	4 532
Dettes financières nettes à - d'un an (1)	-482	-656	-714	-1 904	-1 302	-1 125	-2 337
Total endettement	2 729	2 764	2 203	2 237	3 167	3 144	2 195
Total fonds propres	7 283	7 813	8 471	9 286	9 820	10 227	11 559
Taux d'endettement financier	37,5%	35,4%	26,0%	24,1%	32,3%	30,7%	19,0%

(1) Les dettes sont retraitées des financements clients

Après retraitement des opérations liées la clientèle (crédits accordés et financements obtenus), l'endettement à long et moyen terme augmente de 263 M€ entre 2013 et 2014, alors que l'excédent financier à court terme (si les dettes financières nettes sont négatives, il s'agit d'une trésorerie positive) augmente de 800 M€ et les disponibilités s'accroissent de 645 M€. A court terme, la trésorerie reste largement positive fin 2014 (3,6 Mds €). Au total, l'endettement net (retraité des relations avec la clientèle – i.e. la banque Accord) relativement au total des fonds propres diminue, et passe de 30,7% fin 2013 à 19% fin 2014. Ce taux est faible (Casino à 39% et Carrefour à 46,8% font nettement moins bien), avec des fonds propres groupe qui représentent 77,4% du total des fonds propres (contre 49,4% pour Casino, et 89,9% pour Carrefour).

Le besoin en fonds de roulement augmente entre 2013 et 2014 (1,11 Mds €), notamment suite à la hausse de la dette fournisseur (0,83 Md €). La comptabilisation

en dettes diverses de l'option de vente sur Ruentex (1,448 M€) figure dans les dettes à long terme et « finance » une grande partie de la hausse des immobilisations.

En conclusion : la structure financière du groupe reste saine, dans un contexte de croissance significatif : en 2013, le chiffre d'affaires consolidé du groupe était de 45,9 Mds d'euros ; il atteint 53,3 Mds en 2014.

Groupe Auchan Consolidé M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>A = Chiffre d'affaires hors taxes</b>	<b>39 325</b>	<b>39 509</b>	<b>42 320</b>	<b>44 198</b>	<b>46 742</b>	<b>47 885</b>	<b>53 272</b>
Achats marchandises	30 034	29 788	32 336	33 792	35 434	37 091	41 083
+/-Var. stocks mses	-160	-10	-339	-201	102	-183	85
<b>B = Prix de revient des ventes</b>	<b>29 874</b>	<b>29 778</b>	<b>31 997</b>	<b>33 591</b>	<b>35 536</b>	<b>36 908</b>	<b>41 168</b>
<b>C=A-B= Marge commerciale</b>	<b>9 451</b>	<b>9 731</b>	<b>10 323</b>	<b>10 607</b>	<b>11 206</b>	<b>10 977</b>	<b>12 104</b>
Autres frais généraux	-2 721	-2 847	-2 998	-3 146	-3 347	-3 130	-3 779
<b>D=Valeur ajoutée</b>	<b>6 730</b>	<b>6 884</b>	<b>7 325</b>	<b>7 461</b>	<b>7 859</b>	<b>7 847</b>	<b>8 325</b>
E =Charges de personnel	4 545	4 622	4 910	5 131	5 413	5 332	5 842
F =Impôts d'exploitation	0	0	0	0	0	0	0
G = Refacturations de frais, transferts charges	0	0	0	0	0	0	0
<b>H= D-E-F+/-G=Excédent Brut d'exploit</b>	<b>2 185</b>	<b>2 262</b>	<b>2 415</b>	<b>2 330</b>	<b>2 446</b>	<b>2 515</b>	<b>2 483</b>
+ Autres produits d'exploitation	212	163	173	175	189	192	182
<b>I= Résultat avant IS, Amort, Prov, après Particip</b>	<b>2 397</b>	<b>2 425</b>	<b>2 588</b>	<b>2 505</b>	<b>2 636</b>	<b>2 706</b>	<b>2 665</b>
Intérêts et charges assimilées	-273	-152	-112	-134	-122	-116	-124
+/- Pertes nettes de change	-6	-49	-59	-78	-90	-58	-21
+ Intérêts sur crédit bail immobilier	0	0	0	0	0	-21	-14
+/- Cessions valeurs mob. place	0	0	0	0	0	0	0
O = Charges financières	-279	-201	-171	-212	-212	-195	-159
Produits des participations	0	0	0	0	0	1	1
+Intérêts financiers	65	27	14	23	37	3	7
+Autres produits financiers	0	0	40	25	39	32	49
P = Produits financiers	65	27	54	48	76	36	57
<b>Q=O-P= Résultat financiers</b>	<b>-214</b>	<b>-174</b>	<b>-117</b>	<b>-164</b>	<b>-136</b>	<b>-159</b>	<b>-102</b>
<b>H+Q = C.A.F. Courante</b>	<b>2 183</b>	<b>2 251</b>	<b>2 471</b>	<b>2 341</b>	<b>2 500</b>	<b>2 547</b>	<b>2 563</b>
+/- Résultats exceptionnels	0	0	0	110	-46	1	-1
-Impôts sur sociétés	-349	-382	-466	-418	-384	-402	-309
+/- Quote part des sociétés mises en équivalence	-10	-55	-9	-8	-6	-2	-10
<b>= CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT</b>	<b>1 824</b>	<b>1 814</b>	<b>1 996</b>	<b>2 025</b>	<b>2 064</b>	<b>2 143</b>	<b>2 243</b>
- Dot aux amortissements immob.nettes reprises	-959	-1 005	-1 074	-1 122	-1 239	-1 308	-1 495
- Dot aux prov. nettes reprises	-121	-149	-225	-60	-122	-108	-83
- Dot. prov. à caractère financier	0	0	0	0	0	-3	-5
- Amortissements écarts d'acquisition	0	0	0	0	0	0	0
+ Dotations nettes de reprises exception	0	0	0	0	0	0	0
+/- Values de cessions	0	36	45	14	16	111	127
<b>= RESULTAT NET COMPTAB.</b>	<b>744</b>	<b>696</b>	<b>742</b>	<b>857</b>	<b>719</b>	<b>835</b>	<b>787</b>
Intérêts hors groupe	17	35	37	47	63	68	213
Résultat net (part du groupe)	727	661	705	810	656	767	574

Au niveau du compte de résultat, le chiffre d'affaires progresse de 12,5%. Il faut s'attarder sur cette progression. Le détail est le suivant :

Ventilation géographique CA Consolidé M€	France	Europe	ResteMon	Asie/Afriq	Eliminatio	Total	France	Europe	ResteMor	Asie/Afriq	Eliminatio	Total
CA consolidé 2007	19 060	11 223	6 818		-386	36 715	51,9%	30,6%	18,6%	0,0%	-1,1%	100,0%
CA consolidé 2008	19 676	11 697	8 544		-433	39 484	49,8%	29,6%	21,6%	0,0%	-1,1%	100,0%
CA consolidé 2009	18 967	11 525	9 594		-415	39 671	47,8%	29,1%	24,2%	0,0%	-1,0%	100,0%
CA consolidé 2010	19 559	11 671	11 763		-501	42 492	46,0%	27,5%	27,7%	0,0%	-1,2%	100,0%
CA consolidé 2011	19 956	11 860	13 060		-503	44 373	45,0%	26,7%	29,4%	0,0%	-1,1%	100,0%
CA consolidé 2012	20 429	11 788	15 250		-536	46 931	43,5%	25,1%	32,5%	0,0%	-1,1%	100,0%
CA consolidé 2013	20 642	11 036	10 887	6 052	-540	48 077	42,9%	23,0%	22,6%	12,6%	-1,1%	100,0%
CA consolidé 2014	20 280	10 371	11 529	11 887	-613	53 454	37,9%	19,4%	21,6%	22,2%	-1,1%	100,0%

Ventilation du CA consolidé en Meuros	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
- Hypers	22 475	24 361	26 333	27 631	29 292	31 376	31 666	33 957	35 383	37 287	38 012	43 601
- Supers	5 452	5 611	6 733	6 721	6 670	6 865	6 648	6 911	7 227	7 607	7 865	7 620
- Immobilier		233	294	321	383	432	454	486	503	598	624	635
- Banque		196	248	317	370	427	456	427	423	425	441	444
- Autres		-9	0			384	447	711	837	1 014	1 135	1 154
Total CA consolidé	27 927	30 392	33 608	34 990	36 715	39 484	39 671	42 492	44 373	46 931	48 077	53 454
CA TTC sous enseigne	38 500	40 500	41 000	42 100	44 200	48 300	49 000	53 000	56 200	60 200	62 100	63 000
% Hypers sur CA consolidé	80,5%	80,2%	78,4%	79,0%	79,8%	79,5%	79,8%	79,9%	79,7%	79,5%	79,1%	81,6%

La France est affectée en 2014 par une baisse (limitée : 1,75% ; 2,16% si on affecte à la France les « éliminations ») de son chiffre d'affaires ; la crise n'explique pas tout. Vianney Mulliez (rapport d'activité pages 4 et 5) impute cette baisse à la concurrence par les prix enclenchée par ses concurrents (en France, depuis février 2013 et jusqu'en janvier 2015, les prix en grande distribution ont baissé en moyenne tous les mois ; ceci se vérifie dans une moindre mesure pour les marques distributeurs, et aucunement pour les premiers prix, qui eux, augmentent chaque mois ; enfin, des baisses plus importantes concernent les marques producteurs de février 2014 à janvier 2015, et le hard discount depuis janvier 2014 : les prix en hard discount ont continué à progresser jusqu'en décembre 2013) ; et il ajoute : « *même en France, nous avons progressé en clients et en articles vendus par client grâce à un investissement conséquent dans nos prix* ». La baisse de chiffre d'affaires ne signifie donc pas une baisse de l'activité : si le nombre de clients et si les articles vendus par client augmentent, alors les volumes vendus augmentent (même s'il reste à déterminer de quels articles il s'agit : la vente d'un téléviseur n'est pas la même chose que la vente d'une baguette). La baisse de chiffre d'affaires résulte pour la France d'une décision stratégique, face à la concurrence des autres acteurs. Cette concurrence se poursuit actuellement avec le volet des alliances à l'achat (Auchan et Système U ; Casino et Intermarché ; Carrefour et Provera-Cora).

L'activité des autres pays d'Europe occidentale diminue également (la crise affecte notamment l'Espagne et surtout l'Italie). La crise italienne a entraîné la constitution d'importantes provisions sur les actifs de ce pays (771 M€).

En revanche, l'activité des « autres pays » est en forte hausse. Ceci tient d'une part à l'intégration de Sun Art Retail en consolidation : en 2013, le chiffre d'affaires de Sun Art était de 10 473 M€ ; il passe à 11 261 M€ en 2014 (et nous retrouvons bien les 6 Mds€ de plus annoncés dans l'article 167 de notre blog : l'Asie passe de 6 052 M€ à 11 887 M€). Ceci tient d'autre part à l'entrée des hypermarchés roumains et surtout polonais rachetés à Métro (le chiffre d'affaires à l'international des hypermarchés Real était de 1,5 Mds€ pour l'exercice 2013, mais avec des hypers en Turquie).

Tous les indicateurs de performance sont à la baisse entre 2013 et 2014, dès la marge commerciale. Le taux de marge commerciale passe de 22,9% en 2013 à 22,7% en 2014. Et en 2014, le poids relatif des autres services extérieurs retrouve un niveau de 7,1% du chiffre d'affaires (alors que ces autres services avaient baissé en 2013). Par suite, la valeur ajoutée perd 0,8 points, à respectivement 16,4% et 15,6% du chiffre d'affaires. Mais la valeur ajoutée gagne 6,1% en valeur.

Le coût salarial diminue très légèrement en poids relatif : 11% du chiffre d'affaires en 2014 (contre 11,1% en 2013) ; mais il augmente plus rapidement (+ 9,6%) que la valeur ajoutée (+ 6,1%) ; il en résulte une baisse de 1,3% pour l'excédent brut d'exploitation en valeur (qui reste cependant aux environs de 2,5 Mds€), mais dont la baisse est significative en poids relatif : 4,7% du chiffre d'affaires, contre 5,3% en 2013. Il faut noter que le coût salarial comprend l'ensemble des charges (salaires

bruts, cotisations sociales patronales, intéressement et participations), et a bénéficié de 91 M€ de Crédit d'Impôt Compétitivité en France ; l'intéressement et la participation sont passés de 275 M€ en 2013 à 232 M€ en 2014.

Les autres produits (nets de charges), qui représentent essentiellement des éléments non récurrents, n'influencent pas la tendance ; et pas davantage le résultat financier (nous avons vu que le groupe n'était pas trop endetté, et il bénéficie actuellement de conditions de marché très favorables sur les taux d'intérêts). Par suite, l'EBITDA s'établit à 2 665 M€, et la Capacité d'Autofinancement (qui bénéficie d'une imposition moins importante) s'accroît, et passe de 2 143 M€ en 2013 à 2 243 M€ en 2014.

Malgré des amortissements assez lourds (1,5 Mds euros), le groupe dégage un bénéfice de 787 M€ (soit 1,5% du chiffre d'affaires, contre 1,7% en 2013). Ce résultat n'a pratiquement pas été impacté par les 1 009 M€ de plus-values de consolidation (Chine) et 132 M€ de plus-values sur les cessions d'actifs immobiliers d'une part, et les 1 066 M€ de dépréciations d'actifs immobilisés et 12 M€ de coûts de restructuration d'autre part.

<b>Groupe Auchan Consolidé</b>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fonds propres (en M€)	7 283	7 813	8 471	9 286	9 820	10 227	11 559
Taux de profit (résultat net/Fonds propres) en %	10,2%	8,9%	8,8%	9,2%	7,3%	8,2%	6,8%

Le taux de profit est en baisse, à 6,8% (contre 8,2% en 2013), suite à la diminution du profit consolidé et à la hausse des fonds propres.

<b>Auchan consolidé (en équivalent temps plein)</b>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Effectif moyen	209 099	242 831	262 109	269 188	287 039	302 535	330 680
Coût salarial moyen par mois en €	1 811	1 586	1 561	1 588	1 572	1 469	1 472

Le groupe ne publie pas d'informations sur ses investissements en Tunisie, autres que les données globales (86 supers en partenariat). Il vient de se désengager de l'Inde, tout comme Carrefour. Mais il est dorénavant présent à La Réunion (avec une franchise de 2 hypers et de 6 supers), au Sénégal (4 supers), et développe un partenariat au Vietnam avec CT Group.

Les principales données sur les emplois sont les suivantes (au 30 septembre 2014) :

Zones géographiques	Effectifs		CDI (en %) 2014		CDD 2014	Temps complet	Temps partiel	Embauches CDI	Licenciements CDI
	2012	2014	%	Turn over					
Europe occidentale	133456	125841	91	10%	9%	65%	35%	13 077	3 165
Europe centrale et de l'Est	61776	71145	93	32%	7%	84%	16%	22 777	1 782
Asie	27779	27009	59	25%	41%	85%	15%	5 579	235
Groupe	223011	223995	88	18%	12%	73%	27%	41 433	5 182

Il faut toujours se méfier des chiffres de l'emploi. Ainsi, en 2014 l'effectif (223 995) est à peine supérieur à celui de 2012 (223 011). Pourtant, il y a eu en 2014 de très nombreuses embauches en CDI (41 433) et des licenciements limités à 5 182. En fait, les données géographiques donnent la solution. Les effectifs en Europe Occidentale baissent (- 5,7%) entre 2012 et 2014, alors que les effectifs en Europe centrale et de l'Est augmentent (+ 15,2%) et que les effectifs en Asie sont en légère baisse (- 2,8%). Ces évolutions d'effectifs tiennent notamment à l'importance du turn-over, le groupe n'ayant pas à pratiquer beaucoup de sorties à sa seule initiative

(plans de licenciements ou licenciements individuels). Il apparaît cependant que les licenciements sont loin d'être négligeables, notamment en Europe occidentale. Le basculement géographique du groupe se traduit donc également dans les effectifs.

## CARREFOUR : POURSUITE DU REDRESSEMENT

Carrefour - Bilans consolidés en M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fonds propres	10 952	11 115	10 563	7 626	8 361	8 597	10 228
+ Provisions pour risques et charges	2 744	3 016	3 748	4 266	4 580	4 139	4 104
+ Dettes financières à plus d'un an	9 506	9 794	10 365	9 513	8 983	7 550	6 815
<b>A = capitaux permanents</b>	<b>23 202</b>	<b>23 926</b>	<b>24 676</b>	<b>21 405</b>	<b>21 924</b>	<b>20 286</b>	<b>21 147</b>
Immobilisations d'exploitation	29 670	30 059	30 875	26 219	23 792	22 847	24 669
+ Immobilisations financières	2 413	2 227	2 564	2 458	2 261	2 572	3 571
<b>B = Actif immobilisé</b>	<b>32 083</b>	<b>32 286</b>	<b>33 440</b>	<b>28 677</b>	<b>26 052</b>	<b>25 419</b>	<b>28 240</b>
<b>A - B = Fonds de roulement</b>	<b>-8 881</b>	<b>-8 360</b>	<b>-8 764</b>	<b>-7 272</b>	<b>-4 128</b>	<b>-5 133</b>	<b>-7 093</b>
Stocks	6 891	6 670	6 994	6 848	5 658	5 738	6 213
+ Clients	1 132	799	979	1 265	431	524	374
- Dettes fournisseurs	-17 276	-16 800	-16 796	-15 362	-12 925	-12 854	-13 384
+/- Créances et dettes diverses	-2 236	-312	-495	-1 712	-1 602	-1 615	-1 651
<b>C = Besoin en Fonds de Roulement</b>	<b>-11 489</b>	<b>-9 643</b>	<b>-9 319</b>	<b>-8 962</b>	<b>-8 439</b>	<b>-8 207</b>	<b>-8 449</b>
Liquidités	5 317	3 301	3 271	3 849	6 574	4 757	3 113
- Dettes financières à moins d'un an	-2 709	-2 018	-2 715	-2 159	-2 263	-1 683	-1 757
<b>D = Trésorerie</b>	<b>2 608</b>	<b>1 283</b>	<b>555</b>	<b>1 690</b>	<b>4 311</b>	<b>3 074</b>	<b>1 356</b>
<b>C + D = Fonds de roulement</b>	<b>-8 881</b>	<b>-8 360</b>	<b>-8 764</b>	<b>-7 272</b>	<b>-4 128</b>	<b>-5 133</b>	<b>-7 093</b>

L'amélioration en 2013 de la structure financière du groupe Carrefour se confirme en 2014. Avec un double mouvement.

D'une part, les fonds propres progressent ; le groupe continue de proposer une politique de dividende qui consiste en un versement partiel aux actionnaires sous formes de paiements en actions nouvelles depuis 2011 ; et un résultat positif pour l'exercice 2014.

D'autre part l'endettement a diminué à long terme ; mais avec une trésorerie moins bien orientée : un endettement à court terme en légère hausse, et surtout des liquidités en nette diminution. Au total, l'endettement financier net total représente 46,8% des fonds propres, contre 44% en 2013. Cet endettement reste à un niveau largement supérieur à celui du Groupe Auchan et, dans une moindre mesure, de Casino (voir ci-après).

Carrefour - Bilans consolidés en M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fonds propres groupe	10 161	10 315	9 584	6 617	7 487	7 844	9 191
Fonds propres minoritaires	791	800	979	1 009	874	754	1 037
Dettes financières à plus d'un an (1)	7 859	8 381	8 746	7 696	8 589	6 934	5 844
Dettes financières nettes à - 1 an (1)	-1 272	-437	527	-592	-4 564	-3 150	-1 058
Total endettement	6 587	7 944	9 273	7 105	4 025	3 784	4 786
Total fonds propres	10 952	11 115	10 563	7 626	8 361	8 597	10 228
Taux d'endettement financier	60,1%	71,5%	87,8%	93,2%	48,1%	44,0%	46,8%

(1) Les dettes sont retraitées des financements clients

Comme pour les autres groupes de la grande distribution, le besoin en fonds de roulement est largement négatif, alimenté par les dettes envers les fournisseurs. Ces dettes fournisseurs augmentent (4,1%), alors que le groupe enregistre une baisse de chiffre d'affaires (-0,3%).

La baisse des liquidités tient aux investissements « magasins » réalisés (2,41 Mds€) et plus marginalement à l'opération « Carmila ».

Cette dernière opération a consisté en un rachat de centres commerciaux en France, Espagne et Italie, pour un patrimoine d'actifs d'une valeur de 4 Mds €, dont le groupe Carrefour détient 42%. Carmila est la structure (une nouvelle société) ayant racheté à Klépierre 126 centres commerciaux en France, en Espagne et en Italie pour 2 Mds€, auxquels s'ajoutent 45 sites en France apportés par Carrefour pour une valeur de 700 M€. Le financement de Carmila a été assuré par des apports en fonds propres à hauteur de 1,8 Mds € (1 Md€ par des co-investisseurs et 800 M€ par Carrefour – soit la valeur des 45 sites apportés et 100 M€ en trésorerie). Le solde du financement a été réalisé par 900 M€ d'emprunts bancaires par Carmila. Sur cette opération, Carrefour a réalisé une plus-value de 333 M€ ; soit une partie significative de son résultat net (voir ci-après).

Outre Carmila, il faut noter dans les investissements financiers (qui comptent au total pour 1,34 Mds €) le rachat de Dia France (pour une valeur de 600 M€), et de 53 supers et 17 magasins de proximité en Italie (rachat au groupe Rewe, les supermarchés étant sous enseigne Billa).

Enfin, la trésorerie (et non le compte de résultat) a été impactée favorablement en 2014 par l'acquisition par Peninsula (famille Diniz) de 10% du capital de la filiale brésilienne pour 525 M€ (ce qui a dégagé une plus-value nette d'impôt de 285 M€ inscrite directement en capitaux propres du groupe).

Au niveau des magasins détenus en propre, Carrefour est présent en France, Belgique, Italie, Espagne, Pologne, Roumanie, Brésil, Argentine, Chine et Taiwan. Le groupe a de nombreux magasins franchisés et partenaires (un peu partout dans le monde). Il est donc indispensable de distinguer les magasins détenus en propre, et les magasins sous enseigne (qui comprennent les franchisés et les partenaires). Les données sont les suivantes :

Nombre de magasins	France	Europe	Amérique Latine	Asie	Autres	Total
<b>Sous enseigne (franchisés et partenaires inclus) - 2014</b>						
- Hypers	237	489	291	375	67	1 459
- Supers	960	1 819	169	19	148	3 115
- Proximité	3 673	2 035	370		33	6 111
- Cash & Carry	143	19			13	175
<b>Total</b>	<b>5 013</b>	<b>4 362</b>	<b>830</b>	<b>394</b>	<b>261</b>	<b>10 860</b>
<b>Magasins intégrés (propres uniquement)</b>						
- Hypers 2014	213	392	291	375	67	1 338
- Hypers 2009	203	449	309	339		1 300
- Supers 2014	514	643	169	19	148	1 493
- Supers 2009	582	996	166	18		1 762
- Proximité et autres : 2014	85	232	370	0	46	733
- Proximité et autres : 2009	5	223	0	1		229
<b>Hors Hard discount (2009)</b>	<b>835</b>	<b>2 988</b>	<b>635</b>	<b>268</b>		<b>4 726</b>

Il faut souligner deux éléments : il existe dans le groupe un nombre important de magasins sous enseigne, mais non intégrés. Ce qui explique la différence entre le chiffre d'affaires sous enseigne (100,5 Mds €) et le chiffre d'affaires consolidé (74,7 Mds €). D'autre part, le groupe a perdu un certain nombre de magasins intégrés

entre 2009 et 2014, essentiellement au niveau des supers en France (mais avec une hausse des magasins de proximité), et en hypers et en supers en Europe.

Le Hard discount est sorti suite à la vente de Dia en 2011 ; mais le groupe a récupéré la majeure partie des magasins français (il devrait en rester 650 après prise en compte des remarques de l'Autorité de la Concurrence) en 2014.

Evolution du chiffre d'affaires consolidés	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>1. France</b>	<b>37 621</b>	<b>37 968</b>	<b>36 943</b>	<b>37 426</b>	<b>35 179</b>	<b>35 341</b>	<b>35 438</b>	<b>35 336</b>
Espagne	13 034	13 776	12 975	12 679	8 373	7 975	7 798	7 787
Italie	6 373	6 384	6 087	5 733	5 419	5 103	4 771	4 688
Belgique	4 316	4 205	4 112	3 859	3 825	3 913	3 968	3 968
Grèce	2 471	2 623	2 535	2 401	2 163	0	0	
Pologne	1 713	2 129	1 790	1 998	1 892	1 809	1 677	1 679
Turquie	1 462	1 470	1 383	1 619	1 071	1 087	0	
Roumanie	728	1 000	954	930	955	986	1 006	1 069
Portugal	740	830	823	822	0	0	0	0
Autres	0	0	16	42	0	0	0	0
<b>2. Europe (hors France)</b>	<b>30 837</b>	<b>32 417</b>	<b>30 675</b>	<b>30 083</b>	<b>23 698</b>	<b>20 873</b>	<b>19 220</b>	<b>19 191</b>
Brésil	5 608	7 255	8 309	11 210	11 131	11 273	10 855	11 148
Argentine	1 659	2 135	2 222	2 753	2 420	2 901	2 930	2 743
Colombie	944	1 114	1 227	1 544	1 531	0	0	0
<b>3. Amériques</b>	<b>8 211</b>	<b>10 504</b>	<b>11 758</b>	<b>15 507</b>	<b>15 082</b>	<b>14 174</b>	<b>13 785</b>	<b>13 891</b>
Taiwan	1 331	1 302	1 290	1 394	1 430	1 535	1 453	1 400
Chine	2 554	2 990	3 473	4 191	4 345	4 838	4 990	4 888
Thaïlande	525	550	598	0	0	0	0	0
Malaisie	281	326	329	410	402	0	0	0
Indonésie	699	820	812	1 004	1 032	0	0	0
Inde	0	0	0	0	26	28	0	0
Singapour	90	88	85	86	76	0	0	0
<b>4. Asie</b>	<b>5 480</b>	<b>6 076</b>	<b>6 587</b>	<b>7 085</b>	<b>7 311</b>	<b>6 401</b>	<b>6 443</b>	<b>6 288</b>
<b>Total du chiffre d'affaires hors taxes</b>	<b>82 149</b>	<b>86 965</b>	<b>85 963</b>	<b>90 101</b>	<b>81 270</b>	<b>76 789</b>	<b>74 886</b>	<b>74 706</b>
Evolution du CA base 100 = 2007	100	106	105	110	99	93	91	91

Côté résultat, le redressement se poursuit.

Cette perte de substance est pratiquement stoppée en France (- 0,3% 2013 et 2014) ; et pour les autres pays d'Europe (- 0,15%). Le recul est jugulé pour les Amériques (+ 0,8%), mais non en Asie (- 2,4%). L'impact des cessions d'activités se fait ici sentir fortement. Entre 2011 et 2014, l'Europe aura perdu 19% de chiffre d'affaires, l'Amérique Latine 7,9% et l'Asie 14%.

En revanche, le taux de marge commerciale s'améliore : à 20% du chiffre d'affaires en 2014 (contre 19,5% en 2013 et 19,2% en 2012). Il semble plus faible en 2014 que celui des groupes Auchan (22,7%) et Casino (24,9%), en prenant garde aux modes de calcul, qui ne sont pas tout à fait comparables.

Chiffre d'affaires HT (M€)	2010	2011	2012	2013	2014
France	34 907	35 179	35 341	35 438	35 336
Europe	24 763	23 699	20 873	19 220	19 191
Amérique latine	13 919	15 082	14 174	13 786	13 891
Asie	6 923	7 312	6 400	6 443	6 288
<b>Total</b>	<b>80 512</b>	<b>81 272</b>	<b>76 788</b>	<b>74 887</b>	<b>74 706</b>
<b>Résultat Opérationnel Courant (en M€)</b>					
France	1 274	862	929	1 198	1 271
Europe	706	508	509	388	425
Amérique latine	434	554	608	627	685
Asie	286	258	168	131	97
Holding			-74	-106	-92
<b>Total</b>	<b>2 700</b>	<b>2 182</b>	<b>2 140</b>	<b>2 238</b>	<b>2 386</b>

En termes comparatifs pour les trois groupes, l'EBITDA est le critère où les divergences de calcul sont mineures.

Les niveaux et les tendances sont donc intéressantes à étudier entre les trois groupes. Nous avons (en % du chiffre d'affaires) :

Ebitda (en % du chiffre d'affaires)	2011	2012	2013	2014
Groupe Auchan	5,7	5,6	5,7	5,0
Groupe Carrefour	4,8	4,8	4,9	5,1
Groupe Casino	6,5	6,7	6,7	6,4

Pour ce critère, la tendance est à la baisse en 2014 pour le groupe Auchan, qui supporte la guerre des prix ; sur un niveau stable et en moyenne plus élevé entre 2011 et 2013 par rapport à Carrefour. Carrefour redresse donc la barre, avec une rentabilité brute un peu plus élevée que celle d'Auchan en 2014. Casino fait par contre bien mieux que les deux autres groupes, pour tous les exercices concernés ; Casino enregistre un recul en 2014, suite à la guerre des prix.

Groupe Carrefour	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Variations 2014/13	
Résultats consolidés en M€										en M€	en %
Ventes de marchandises	77 901	82 149	86 967	85 963	90 099	81 271	76 789	74 888	74 706	-182	-0,2%
Coût de fidélisation	0	0	0	-604	-774	-816	-662	-588	-609	-21	3,5%
<b>A = Total ventes biens et services</b>	<b>77 901</b>	<b>82 149</b>	<b>86 967</b>	<b>85 359</b>	<b>89 325</b>	<b>80 455</b>	<b>76 127</b>	<b>74 299</b>	<b>74 097</b>	<b>-202</b>	<b>-0,3%</b>
Achats marchandises	61 204	64 609	68 709	68 098	71 640	64 912	61 523	59 828	59 270	-558	-0,9%
+/-Variations des stocks de marchandises	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>B = Coût achats des marchandises</b>	<b>61 204</b>	<b>64 609</b>	<b>68 709</b>	<b>68 098</b>	<b>71 640</b>	<b>64 912</b>	<b>61 523</b>	<b>59 828</b>	<b>59 270</b>	<b>-558</b>	<b>-0,9%</b>
<b>C = A - B = Marge commerciale</b>	<b>16 698</b>	<b>17 539</b>	<b>18 257</b>	<b>17 261</b>	<b>17 685</b>	<b>15 543</b>	<b>14 604</b>	<b>14 471</b>	<b>14 827</b>	<b>356</b>	<b>2,4%</b>
- Autres charges externes	-4 881	-5 201	-5 491	-5 671	-5 992	-5 579	-5 168	-4 954	-4 987	-33	0,6%
<b>D = Valeur ajoutée</b>	<b>11 817</b>	<b>12 338</b>	<b>12 767</b>	<b>11 590</b>	<b>11 693</b>	<b>9 964</b>	<b>9 436</b>	<b>9 517</b>	<b>9 840</b>	<b>323</b>	<b>3,4%</b>
Rémunérations brutes	7 515	7 988	8 307	8 319	8 493	7 843	7 566	7 679	7 762	83	1,1%
+ Participation des salariés	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
E = Charges de personnel	7 515	7 988	8 307	8 319	8 493	7 843	7 566	7 679	7 762	83	1,1%
F = Impôts d'exploitation	499	484	557	635	494	547	515	545	532	-13	-2,5%
<b>G = D - E - F = Excédent Brut d'exploitation</b>	<b>3 803</b>	<b>3 866</b>	<b>3 903</b>	<b>2 636</b>	<b>2 706</b>	<b>1 574</b>	<b>1 355</b>	<b>1 293</b>	<b>1 546</b>	<b>253</b>	<b>18,6%</b>
+ Revenus immobiliers	365	349	395	449	476	433	502	482	449	-33	-6,6%
+/- Autres de gestion	678	798	863	1 571	1 711	1 876	1 831	1 893	1 771	-122	-6,7%
H = Autres de gestion	1 043	1 147	1 258	2 020	2 187	2 309	2 333	2 375	2 220	-155	-6,6%
<b>G + H = Résultat opérationnel</b>	<b>4 846</b>	<b>5 013</b>	<b>5 161</b>	<b>4 656</b>	<b>4 893</b>	<b>3 883</b>	<b>3 688</b>	<b>3 668</b>	<b>3 766</b>	<b>98</b>	<b>2,6%</b>
Intérêts et charges assimilées	-431	-474	-500	-593	-571	-581	-502	-446	-406	40	-8,0%
+ Intérêts sur crédit bail immobilier	-35	-36	-38	0	0	0	0	0	0	0	0
+/- Autres charges et produits financiers	-56	-58	-91	-164	-252	-239	-433	-324	-194	130	-30,1%
I = Charges financières	-522	-568	-629	-757	-823	-820	-935	-770	-599	171	-18,3%
Produits des participations	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Intérêts financiers	43	42	67	147	166	63	53	49	35	-14	-25,7%
J = Produits financiers	43	42	67	147	166	63	53	49	35	-14	-25,7%
K = I - J = Résultat financier	-480	-526	-562	-610	-657	-757	-882	-721	-564	157	-17,8%
<b>G + H + K = Capacité d'autofinancement Courante</b>	<b>4 366</b>	<b>4 487</b>	<b>4 599</b>	<b>4 046</b>	<b>4 236</b>	<b>3 126</b>	<b>2 806</b>	<b>2 947</b>	<b>3 202</b>	<b>255</b>	<b>9,1%</b>
+/- Résultat sociétés en équivalence	36	43	52	38	35	64	72	30	37	7	10,3%
+/- Résultats exceptionnels	16	47	-524	-1 072	-1 137	-2 662	-707	144	149	6	-0,8%
- Impôts sur sociétés	-810	-807	-743	-638	-697	-1 002	-388	-631	-709	-78	20,0%
+/- Impôts différés	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Amortissement survaleurs	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>= CAPACITÉ D'AUTOFINANCEMENT</b>	<b>3 607</b>	<b>3 770</b>	<b>3 383</b>	<b>2 374</b>	<b>2 437</b>	<b>-475</b>	<b>1 783</b>	<b>2 490</b>	<b>2 680</b>	<b>190</b>	<b>10,7%</b>
- Dotations amortissements immobilisations corporelles	-1 371	-1 484	-1 623	-1 648	-1 633	-1 394	-1 269	-1 199	-1 203	-4	0,3%
- Dot aux amortissements immob.incorp. et autres	-216	-233	-198	-213	-240	-267	-205	-180	-147	33	-16,1%
+/- Toutes provisions	1	-5	-40	-18	-48	-40	-74	-53	-31	22	-29,7%
+/- Résultats nets des sociétés abandonnées	411	431	16	-57	52	2 580	1 081	306	67	-239	-22,1%
<b>= RESULTAT NET COMPTABLE</b>	<b>2 432</b>	<b>2 479</b>	<b>1 539</b>	<b>438</b>	<b>568</b>	<b>404</b>	<b>1 316</b>	<b>1 364</b>	<b>1 367</b>	<b>3</b>	<b>0,3%</b>
dont part du groupe	2 269	2 299	1 272	327	433	371	1 233	1 263	1 249	-14	-1,1%
dont minoritaires	163	180	267	110	135	33	83	101	118	17	20,5%

Carrefour a donc redressé la barre, dans un contexte difficile. Mais au prix de cessions importantes de filiales, qui ont permis à la fois de se recentrer sur les fondamentaux du commerce, et de se désendetter. Carrefour a été handicapé par le versement de dividendes importants à ses principaux actionnaires, qui avaient acquis les titres en s'endettant : entre 2007 et 2013, les dividendes versés aux actionnaires représentent 90,5% du bénéfice consolidé. Le nouveau PDG de Carrefour a réussi à réduire les dividendes depuis 2012 ; il s'est ainsi donné un minimum de moyens financiers pour réussir le redressement. Sa dette a également été renégociée (ce qui

avait coûté 119 M€ de charges financières en 2013 pour les rachats obligataires), avec des charges financières qui se réduisent.

Pour autant, le groupe Carrefour a toujours une notation par Standard & Poors de BBB+ (perspective A-2) ; moins favorable que celle du groupe Auchan (A-, Auchan étant d'ailleurs le seul distributeur européen dans la catégorie A) ; plus favorable que celle de Casino, à BBB-.

Le résultat net final est du même ordre en 2014 qu'en 2013.

Le redressement n'est donc pas achevé. Même si la situation est moins catastrophique qu'il y a deux années. Fin 2013, côté investisseur Arnault, la société belge Courtinvest enregistrait plus de 971 M€ de fonds propres négatifs ; Courtinvest contrôlait 96,07% de Cervinia Belgique qui avait le contrôle de 100% de Cervinia Europe (Luxembourg) et de 100% de Bunt, les deux sociétés qui assurent le contrôle des titres Carrefour pour le groupe Arnault.

Bunt, fin 2014, avait 24,6 M€ de fonds propres négatifs (contre 15 M€ négatifs fin 2013) et Cervinia Europe près de 35,5 M€ de fonds propres négatifs (contre -18,9 M€ fin 2013) ; la situation de ces deux filiales indirectes de Groupe Arnault se détériore donc. Cervinia Europe détient les titres en pleine propriété (valeur actuelle à 1,18 Mds €, pour une valeur en compte de 1,02 Mds €, après enregistrement de la perte par rapport à la valeur initiale de l'achat). Bunt ne dispose que d'options ; et Colony que d'une forte composante d'options. Le groupe Arnault a supporté près de 800 M€ de pertes sur l'opération Carrefour à fin 2014.

Titres Carrefour détenus par :	Nombre d'actions	en % du Capital	en nombre de titres :		en % du capital	
			actions	options	actions	options
<b>à fin 2014</b>						
Groupe Arnault SAS	2 656 752	0,36%	0	2 656 752	0,00%	0,36%
Cervinia Europe	38 046 501	5,18%	38 046 501		5,18%	0,00%
Bunt Sarl	25 379 553	3,45%	379 557	24 999 996	0,05%	3,40%
<b>Total Groupe Arnault</b>	<b>66 082 806</b>	<b>8,99%</b>	<b>38 426 058</b>	<b>27 656 748</b>	<b>5,23%</b>	<b>3,76%</b>
Blue Partners Sarl	41 383 812	5,63%	25 953 352	15 430 460	3,53%	2,10%
Colony Blue Investor Sarl	2	0,00%	2		0,00%	0,00%
Col Development Sarl	1 250 001	0,17%	1	1 250 000	0,00%	0,17%
Blue AIV Sarl	1	0,00%	1		0,00%	0,00%
<b>Total Colony</b>	<b>42 633 816</b>	<b>5,80%</b>	<b>25 953 356</b>	<b>16 680 460</b>	<b>3,53%</b>	<b>2,27%</b>
<b>Total concert Arnault-Colony</b>	<b>108 716 622</b>	<b>14,79%</b>	<b>64 379 414</b>	<b>44 337 208</b>	<b>8,76%</b>	<b>6,03%</b>
<b>Galerias Lafayette (avril 2015)</b>	<b>69 817 000</b>	<b>9,50%</b>	<b>61 275 228</b>	<b>8 541 772</b>	<b>8,34%</b>	<b>1,16%</b>
<b>Diniz (avril 2015)</b>	<b>37 259 506</b>	<b>5,07%</b>	<b>37 259 506</b>	<b>0</b>	<b>5,07%</b>	<b>0,00%</b>

Il faut noter l'entrée dans le capital du groupe Carrefour des Galeries Lafayette, qui vont devenir rapidement le premier actionnaire du groupe ; et surtout, l'entrée de Diniz (famille brésilienne qui était le partenaire de Casino au Brésil (Pao de Açucar), avant que Naouri l'évince après une lutte sévère avec Carrefour). En rappelant que Diniz a également pris 10% dans le capital de la filiale brésilienne de Carrefour. Le risque n'est pas négligeable de voir une guerre des deux distributeurs français au Brésil. Ce qui peut peser sur la rentabilité brésilienne (la plus élevée de Carrefour pour l'instant). Et alors que la rentabilité en Europe et en Asie est faible.

Avec les Galeries Lafayette et Diniz, le PDG de Carrefour dispose d'actionnaires connaissant le métier de la grande distribution. Il est fort probable que les deux autres actionnaires (Arnault et Colony) se désengagent, dès que le titre reprendra des couleurs en bourse ; mais il leur faudra encore de la patience.

Côté emplois, la hausse des effectifs concerne l'Europe (notamment la France avec l'intégration des magasins Dia, et l'Italie) ; mais ces effectifs sont encore inférieurs à

ceux de 2011. La progression des effectifs concerne surtout l'Amérique latine (en fait, le Brésil). Les effectifs en Chine diminuent fortement entre 2013 et 2014 ; mais ils restent supérieurs à ceux de 2011 ; le groupe Carrefour ajuste les emplois à l'activité dans ce pays.

Effectifs du groupe	2011	2012	2013	2014
Europe	216 354	206 580	199 325	212 405
Amérique latine	86 028	86 672	88 814	96 863
Asie	68 621	71 717	76 656	71 959
<b>Total</b>	<b>371 003</b>	<b>364 969</b>	<b>364 795</b>	<b>381 227</b>
dont en hypers (%)	64,9%	64,9%	72,7%	71,1%
dont en supers (%)	18,0%	18,2%	16,3%	16,0%
dont autres formats (%)	17,1%	16,9%	11,0%	12,9%

### CASINO : NAOURI MET L'ACCELERATEUR

Il faut à nouveau être prudent sur la question du groupe Casino. Naouri a réussi une série d'investissements qui renforcent fortement son groupe. Mais avec des intérêts minoritaires (7 901 M€) qui sont supérieurs à sa position capitalistique propre (7 707 M€). Et en soulignant que cette dernière est le fruit d'une cascade de participations jusque son holding personnel Euris. Les poulies bretonnes ont parfois des limites. Les données sont les suivantes :

Casino comptes consolidés M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fonds propres	7 037	7 916	9 064	9 383	15 201	15 426	15 608
+ Provisions pour risques et charges	600	455	585	533	1 037	1 177	1 180
+ Dettes à plus d'un an	5 050	5 710	5 549	6 423	9 394	8 516	9 223
A = capitaux permanents	12 687	14 081	15 198	16 339	25 633	25 119	26 011
Immobilisations d'exploitation	7 714	7 574	8 656	9 487	13 430	14 127	14 599
+ Goodwill	6 190	6 494	6 654	7 955	10 380	10 791	11 009
+ Immobilisations financières	591	592	809	951	2 343	2 361	3 141
B = Actif immobilisé	14 495	14 660	16 119	18 393	26 153	27 279	28 749
<b>A - B = Fonds de roulement</b>	<b>-1 808</b>	<b>-580</b>	<b>-921</b>	<b>-2 054</b>	<b>-520</b>	<b>-2 160</b>	<b>-2 738</b>
Stocks	2 684	2 575	2 893	3 381	4 727	4 693	5 311
+ Clients	1 592	1 509	1 744	1 869	1 734	1 510	1 513
- Dettes fournisseurs	-4 520	-4 327	-4 822	-5 400	-6 655	-7 016	-8 324
+/- Créances et dettes diverses	-1 046	-1 175	-1 112	-1 714	-3 385	-3 220	-3 239
+/- Actifs nets de passifs à la vente	34	9	1	20	366	96	36
C = Besoin en Fonds de Roulement	-1 256	-1 409	-1 296	-1 844	-3 212	-3 937	-4 703
Liquidités	2 025	2 832	2 925	3 976	6 442	5 433	7 359
- Dettes financières à moins d'un an	-2 576	-2 003	-2 550	-4 186	-3 750	-3 656	-5 394
D = Trésorerie	-551	829	375	-210	2 692	1 777	1 965
<b>C + D = Fonds de roulement</b>	<b>-1 808</b>	<b>-580</b>	<b>-921</b>	<b>-2 054</b>	<b>-520</b>	<b>-2 160</b>	<b>-2 738</b>

L'évolution majeure pour 2013 concerne l'intégration dans la consolidation du groupe brésilien GPA, et à partir du 5 avril du groupe Monoprix. La prise de contrôle de Groupe Pao de Açucar est confortée en 2014 (la participation passe de 38% à 41,4% ; avec 46,5% compte tenu des instruments dérivés détenus).

Il faut également noter pour 2014 la signature d'un contrat d'acquisition et de gestion de 50 magasins en Colombie (magasins Super Inter, via la filiale Exito). Côté e-commerce, le groupe a signé avec le groupe Bolloré un partenariat afin de développer le pôle e-commerce en Afrique (société commune entre Cdiscount

Afrique et Bolloré Africa Logistics) ; ainsi que la création d'un pôle e-commerce à l'échelle mondiale (Cnova) avec Casino, CBD, Via Varejo et Exito (Cnova est déjà présent au Brésil, au Sénégal et au Cameroun). Cnova a ensuite été introduit en bourse aux Etats-Unis. Casino a également acquis 63 magasins sous enseignes « Mutant Express, Point Coop, C.Express et le Mutant ». Enfin, Casino s'est allié avec Intermarché afin d'organiser leur coopération dans le domaine des achats.

Ces précisions faites, il faut insister sur un point essentiel s'agissant de la stratégie de Naouri : sa cascade de participations pour arriver à un contrôle du groupe Casino, ce dernier comprenant lui-même d'importants intérêts minoritaires. Nous renvoyons sur ce point à notre ouvrage sur « Grandes fortunes, banquiers, politiciens ... La collusion des pouvoirs face à la crise ». Cette cascade – gérée depuis sa création très « habilement » par Naouri – pourrait être la source de surprises dans les années à venir.

Casino comptes consolidés M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fonds propres groupe	5 896,0	6 378,7	7 065,8	6 779,0	7 506,7	7 675,0	7 706,8
Fonds propres minoritaires	1 141,0	1 537,0	1 998,0	2 604,0	7 694,3	7 751,0	7 901,0
Dettes finan + 1 an (1)	4 932,0	5 534,0	5 316,0	6 294,0	9 156,0	8 458,0	8 835,0
Dettes finan nettes - 1 an (1)	-184,0	-1 545,0	-1 546,0	-929,0	-3 482,0	-2 824,0	-2 750,0
Total endettement	4 748,0	3 989,0	3 770,0	5 365,0	5 674,0	5 634,0	6 085,0
Total fonds propres	7 037,0	7 915,7	9 063,8	9 383,0	15 201,0	15 426,0	15 607,8
Endettement net/Fonds propres	67,5%	50,4%	41,6%	57,2%	37,3%	36,5%	39,0%

(1) Les dettes sont retraitées des financements clients

En tout état de cause, la structure financière du groupe Casino reste saine : les fonds propres et les dettes financières à long et moyen terme couvrent l'essentiel des immobilisations. Avec un niveau d'endettement net qui n'est pas négligeable dans l'absolu, mais qui diminue encore (malgré des investissements financiers importants) à 39% des fonds propres fin 2014 (36,5% fin 2013). L'importance des investissements financiers s'est traduite par une forte hausse du goodwill (le groupe a payé relativement cher les acquisitions : le goodwill est de 3 123 M€ pour Latam Retail, de 544 M€ pour Latam Electronics et de 417 M€ en e-commerce pour le Brésil ; le goodwill en Thaïlande est de 751 M€ ; il atteint 1 256 M€ pour Monoprix).

Au niveau du compte de résultat, il faut faire attention aux notions utilisées, qui ne sont pas tout à fait comparables à celle des groupes Auchan et Carrefour. Il en va ainsi de la notion de marge commerciale ; sauf à considérer que le groupe Casino est très « cher » par rapport à ses concurrents au niveau des prix pratiqués. Ce qui se vérifie parfois. En tout état de cause, cette marge commerciale est en légère baisse, à 24,9% du chiffre d'affaires (contre 25,8% et 25,6% en 2012 et 2013).

Plus significative est la notion d'EBITDA ; en 2014, le mode de calcul est moins affecté par des éléments exceptionnels. Mais comme nous l'avons déjà indiqué, l'EBITDA de Casino est plus élevé que celui d'Auchan ou de Carrefour. Là encore, il y a probablement une divergence sur les éléments comptables repris pour le calcul de cet indicateur. Cet EBITDA se décompose en un résultat d'exploitation qui a plutôt tendance à se tasser (en % du chiffre d'affaires) entre 2012 (5,9%), 2013 (6,1%) et 2014 (5,3%) ; alors que les autres éléments de gestion ont progressé en 2014 (1,2%), relativement à 2012 (0,7%) et 2013 (0,6%).

La suite du compte de résultat montre l'impact de l'endettement sur les performances du groupe. Relativement à Auchan et Carrefour, Casino est le plus lourdement touché par les charges financières nettes de produits (il faudra voir l'impact en 2015 de la renégociation – comme chez Carrefour – de la dette obligataire). L'écart est particulièrement significatif par rapport à Auchan, pour toutes les années. Carrefour a amélioré sa situation de charges financières nettes, en se désendettant. La stratégie de Casino a consisté au contraire à se renforcer pour les diverses activités, y compris au niveau mondial.

Résultat financier net en % du chiffre d'affaires	2010	2011	2012	2013	2014
Groupe Auchan	- 0,3	- 0,4	- 0,3	- 0,3	- 0,2
Groupe Carrefour	- 0,7	- 0,9	- 1,2	- 1,0	- 0,8
Groupe Casino	- 1,6	- 1,2	- 1,5	- 1,6	- 1,5

Ce qui s'est traduit ci-dessous par la forte hausse des ventes.

Casino Consolidé M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ven. mses	28 704	26 757	29 078	34 361	41 971	48 645	48 493
<b>A = Total ventes biens et services</b>	<b>28 704</b>	<b>26 757</b>	<b>29 078</b>	<b>34 361</b>	<b>41 971</b>	<b>48 645</b>	<b>48 493</b>
Achats marchandises	21 502	19 836	21 753	25 407	31 126	36 200	36 401
<b>B = Coût achats mses &amp; autres approv.</b>	<b>21 502</b>	<b>19 836</b>	<b>21 753</b>	<b>25 407</b>	<b>31 126</b>	<b>36 200</b>	<b>36 401</b>
<b>C=A-B= Marge commerciale</b>	<b>7 202</b>	<b>6 921</b>	<b>7 325</b>	<b>8 954</b>	<b>10 845</b>	<b>12 445</b>	<b>12 092</b>
Autres charges externes	-2 557	-2 628	-2 801	-3 434	-4 088	-4 636	-4 765
<b>D=Valeur ajoutée</b>	<b>4 645</b>	<b>4 293</b>	<b>4 524</b>	<b>5 520</b>	<b>6 757</b>	<b>7 809</b>	<b>7 327</b>
Total des Rémunérations	2 928	2 797	3 017	3 649	4 272	4 852	4 767
E =Charges de personnel	2 928	2 797	3 017	3 649	4 272	4 852	4 767
<b>J= D-E-F+G+H+I=ExcédBrut d'exploit</b>	<b>1 717</b>	<b>1 496</b>	<b>1 508</b>	<b>1 871</b>	<b>2 485</b>	<b>2 958</b>	<b>2 560</b>
-Autres charges de gestion	-12	-12	-33	-23	-13	-35	-7
+Autres produits de gestion	196	314	411	374	322	324	568
N = Charges de gestion nettes produits	184	302	378	351	309	289	561
Intérêts et charges assimilées	-430	-370	-384	-556	-670	-814	-844
+/- autres charges financières	-112	-93	-102	-192	-157	-252	-190
+/- Pertes valeurs des actifs	-16	-15	-97	-23	-123	-79	-53
O = Charges financières	-558	-478	-583	-771	-951	-1 145	-1 087
+Intérêts financiers	51	27	39	84	152	179	204
+Autres produits financiers	96	91	85	260	177	168	152
P = Produits financiers	147	118	124	344	329	347	356
Q=O-P= Résultat financiers	-411	-360	-459	-427	-622	-798	-731
<b>J+N+Q = C.A.F. Courante</b>	<b>1 490</b>	<b>1 438</b>	<b>1 427</b>	<b>1 795</b>	<b>2 172</b>	<b>2 449</b>	<b>2 390</b>
- Autres charges exceptionnelles	-27	-68	-134	-116	0	0	0
+ Autres produits exceptionnels		10	67	1	672	551	-136
- Impôts sur sociétés	-214	-201	-214	-228	-323	-401	-310
+/- Résultat activités abandonnées	-13	228	-9	-9	-2	-2	-2
+/- Quote part résultat associées	13	6	13	-7	-21	21	77
<b>=CAPACITE D'AUTO</b>	<b>1 249</b>	<b>1 413</b>	<b>1 151</b>	<b>1 436</b>	<b>2 496</b>	<b>2 618</b>	<b>2 019</b>
- Dot aux amortissements immob.	-629	-602	-619	-698	-804	-919	-896
+/- Variations des provisions	-77	-97	-112	-126	-268	-234	-294
+/- Values de cessions	57	146	323	130	110	58	-4
<b>= RESULTAT NET COMPTAB.</b>	<b>600</b>	<b>861</b>	<b>743</b>	<b>742</b>	<b>1 533</b>	<b>1 523</b>	<b>826</b>
dont Groupe	497	591	550	568	1 063	851	253
dont Minoritaires	103	270	193	174	470	672	573
Effectifs	155 152	152 377	159 230	207 498	295 840	312 373	
Rémunérations brutes mensuelle	1 573	1 530	1 579	1 465	1 203	1 294	

La ventilation du chiffre d'affaires et du Résultat Opérationnel Courant montre que la France a légèrement progressé en chiffre d'affaires, mais a été affectée par une forte diminution du ROC. La croissance du groupe est surtout réalisée à partir de 2010 en externe, notamment en Amérique Latine ; les investissements en Asie (reprise de la

Thaïlande à Carrefour ; développement des activités au Vietnam) résistent bien en 2014. Les données sont les suivantes :

Données consolidées en M€	2010	2011	2012	2013		2014
				Publié	Retraité	
<b>Chiffre d'affaires</b>						
France Retail	17 956	18 748	18 447	19 492	18 308	18 848
Latam - Amérique Latine	8 245	11 826	19 251	24 731	15 422	15 422
Latam Electronics					7 576	7 245
Asie	2 009	2 895	3 407	3 561	3 561	3 513
E-commerce					2 884	3 465
<b>ROC</b>						
France Retail	769	750	685	618	544	396
Latam - Amérique Latine	372	565	1 060	1 469	872	895
Latam Electronics					546	677
Asie	121	212	241	264	264	255
E-commerce					31	7

Notons que la ventilation des ventes entre pays est « polluée » par le changement de méthode ; il ne faut pas croire que les ventes en France ont autant augmenté qu'indiqué (l'Europe a « disparu » ; le e-commerce n'est plus explicité par pays). Ce n'est pas un hasard que les groupes Auchan, Carrefour et Casino modifient constamment leurs présentations ; ce qui rend les comparaisons délicates.

Enfin, il est constant pour tous les opérateurs que le e-commerce est un passage obligé (concurrence oblige), mais que la rentabilité n'est pas au rendez-vous. C'est aussi vrai chez Casino que chez Auchan ou Carrefour.

Pour Casino, le niveau de CAF retrouve un niveau proche des principaux concurrents. D'ailleurs, le « résultat normalisé » part du groupe de Casino (qui élimine justement les éléments non récurrents) en 2014 est de 556 M€ (contre 619 M€ en 2013).

Les données sur les effectifs sont « rares » au niveau du document de référence. Nous avons pour les trois derniers exercices une hausse de l'emploi, mais à l'étranger. Les effectifs en France diminuent de plus de 2 600 personnes entre 2012 et 2014, alors que l'effectif total du groupe augmente de plus de 16 800 personnes.

Effectifs par zone géographique	2012	2013	2014
France	73 281	71 129	70 645
Amérique Latine	207 658	218 562	225 580
Asie/Océan Indien	37 660	39 304	39 211

D'une manière plus générale, une partie non négligeable des bénéfices annoncés par les trois groupes tient à la vente des bijoux de famille et à des « manipulations financières ».

B. BOUSSEMART. 30 avril 2015