

GROUPE AUCHAN – 1^{er} SEMESTRE 2012

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

Auchan - Bilan consolidé 30 juin en M€uros	2010	2011	2012
Fonds propres	8 036	8 560	9 427
+ Provisions	389	407	369
+ Dettes financières à long et moyen terme	3 287	3 203	3 702
A = Capitaux permanents	11 712	12 170	13 498
Immobilisations d'exploitation	15 287	15 648	16 788
+ Immobilisations financières	621	386	327
B = Actif immobilisé	15 908	16 034	17 115
A - B = Fonds de roulement	- 4 196	- 3 864	- 3 617
Stocks	3 115	3 279	3 339
+ Clients	327	366	420
- Fournisseurs	5 993	6 011	6 373
+/- Créances et dettes diverses	- 737	- 993	- 686
C = Besoin en Fonds de Roulement	- 3 288	- 3 359	- 3 300
Liquidités	866	1 308	1 926
- Dettes financières à court terme	1 774	1 813	2 243
D = Trésorerie	- 908	- 505	- 317
C + D = Fonds de roulement	- 4 196	- 3 864	- 3 617
Endettement net total / Fonds propres (en %)	52,2%	43,3%	42,6%

Le bilan de groupe Auchan apparaît très solide ; et va en s'améliorant entre 2010 et 2012, nonobstant une politique d'investissement soutenue.

Cette politique d'investissement se remarque par l'accroissement du poste des immobilisations d'exploitation : il n'y a pas de détail en publication semestrielle, mais les immobilisations d'exploitation corporelles (ce qui est investi dans les terrains, bâtiments hypers ou supers, matériels et équipements des magasins ...) se sont accrues en valeur nette de plus de 1 140 M€, après une politique d'amortissement assez soutenue. Cette politique d'investissement se remarque dans l'état du parc des hypers et des supers, avec de nombreuses ouvertures, sans oublier les « relooking » (passage d'Atac à Simply Market, par exemple), et l'apparition de nouveaux formats (comme les « drive »). Le 1^{er} semestre 2012 intègre pour la première fois dans les comptes la totalité de la filiale immobilière italienne (après le rachat à Simon Property de sa participation minoritaire de 49%), qui permet au groupe Auchan de comptabiliser 60 M€ de plus-value ; ainsi que l'acquisition des 7 hypers et galeries commerciales en Hongrie (accord avec Louis Delhaize).

Cette politique d'investissement est financée aux $\frac{3}{4}$ par l'accroissement des fonds propres (en sachant qu'il existe à ce niveau consolidé des effets de valorisation) ; dont une partie tient aux bénéfices du groupe.

Les dettes à long et moyen terme augmentent entre les 1^{ers} semestres 2011 et 2012 de 500 M€ et les dettes à court terme de 430 M€ ; pour autant, les liquidités d'améliorent de plus de 600 M€. Par suite, l'endettement global du groupe Auchan ne s'accroît que de 300 M. Entre 2010 et 2012, le total de l'endettement net rapporté aux fonds propres baisse de 52,2% à 42,6%. Le groupe reste très solide financièrement.

Les délais de paiement aux fournisseurs ne varient guère entre les deux semestres 2011 et 2012. Les fournisseurs demeurent des « financeurs » du groupe. Ceci est logique, car le groupe n'opère pas qu'en France où la législation avait évolué sur les délais de paiement. Il ne faut jamais oublier que tant qu'une dette n'est pas remboursée (et payée), elle est une ressource pour le groupe qui ne bénéficie.

La grande distribution dispose donc – et c’est une évidence de longue date – de fournisseurs/financeurs. Le groupe Auchan en reste une bonne illustration.

Conclusion de la structure financière : tout va bien.

Le groupe Auchan ne contribue pas trop à l’endettement généralisé du système.

Groupe Auchan Compte de résultat consolidé	En M€uros fin juin			En % du CA		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Chiffre d'affaires	19 959	21 129	22 298	100,0	100,0	100,0
Marge commerciale	4 792	5 002	5 267	24,0	23,7	23,6
Valeur ajoutée	3 334	3 463	3 661	16,7	16,4	16,4
Charges de personnel	2 359	2 487	2 606	11,8	11,8	11,7
Excédent Brut d'Exploitation	975	976	1 055	4,9	4,6	4,7
EBITDA	1 073	1 060	1 145	5,4	5,0	5,1
Résultat financier	- 49	- 76	- 69	- 0,2	- 0,4	- 0,3
CAF Courante	1 024	984	1 076	5,1	4,7	4,8
Capacité d'Autofinancement	830	810	907	4,2	3,8	4,1
- Dotations aux amortissements	- 569	- 597	- 665	- 2,9	- 2,8	- 3,0
- Dot. Nettes aux provisions	- 13	- 13	- 32	- 0,1	- 0,1	- 0,1
+/- Values de cessions	-	+ 161	+ 60	-	0,8	0,3
= Résultat net	248	361	270	1,2	1,7	1,2
Chiffre d'affaires Hypers	15 859	16 802	17 683	79,1	79,2	79,0
Chiffre d'affaires Supers	3 400	3 560	3 732	17,0	16,8	16,7
Chiffre d'affaires Immobilier	239	251	295	1,2	1,2	1,3
Chiffre d'affaires Banque	218	209	199	1,1	1,0	0,9
Autres activités	325	390	476	1,6	1,8	2,1
Nombre d'hypers :						
- France	124	125	126			
- Espagne	50	52	54			
- Italie	52	52	52			
- Portugal	31	33	32			
- Luxembourg	1	1	1			
- Pologne	25	26	26			
- Hongrie	12	12	19			
- Russie	40	43	50			
- Ukraine	8	8	8			
- Chine Auchan	36	41	45			
- Chine RT Mart	130	157	195			
- Taïwan propre	16	18	18			
- Roumanie	7	7	10			
- Dubaï	1					
Total Hypers	533	575	636			
Nombre de supers :						
- France	278	272	265			
- Espagne	129	129	126			
- Italie	270	272	275			
- Pologne	18	22	29			
- Russie	37	52	68			
Total Supers	732	747	763			

Au niveau du compte de résultat, les ventes progressent de 5,5% ; le chiffre d'affaires des hypers a progressé de 5,2% entre les deux semestres et celui des supers de 4,8%. Le chiffre d'affaires de l'immobilier progresse quant à lui de 17,5% (effet du rachat à Simon Property de la filiale immobilière italienne) ; en revanche, le chiffre d'affaires de la banque Accord est en baisse de 4,8%. Les indicateurs de performance sont dans l'ensemble stables entre 2011 et 2012. Le niveau de marge commerciale rapportée au chiffre d'affaires perd 0,1 point ; cette perte est

compensée dès le taux de valeur ajoutée. L'excédent brut d'exploitation, l'Ebitda et la capacité d'autofinancement courante reprennent même 0,1 point. La capacité d'autofinancement retrouve, à 4,1% du chiffre d'affaires, un de ses meilleurs niveaux des années 2007 à 2012. En revanche, le résultat net se dégrade par rapport à 2011 ; il ne faut pas oublier que le premier semestre 2011 avait bénéficié de l'impact de la plus-value réalisée sur l'opération chinoise. Cette dégradation est donc toute relative : sur ses fondamentaux, le Groupe Auchan réalise un très bon premier semestre 2012.

Il faudra voir comment se traduira au second semestre le dernier accord signé en août 2012 avec le groupe Landmark, sur Max Hypermarket qui détient 13 hypers en Inde. Tout comme l'accord entre le groupe Auchan et les groupes Bayahi et Poulina portant sur l'acquisition de 10% de la Société Magasin Général (255 M€ de chiffre d'affaires HT) en Tunisie.

Qu'en est-il pour Carrefour ?

La situation financière est beaucoup moins favorable, malgré les opérations de cessions d'activités.

Carrefour - Bilan consolidé 30 juin en M€uros	2010	2011	2012
Fonds propres	11 291	6 964	7 248
+ Provisions	2 689	3 559	3 564
+ Dettes financières à long et moyen terme	8 135	8 083	7 385
A = Capitaux permanents	22 115	18 606	18 197
Immobilisations d'exploitation	29 160	25 279	23 147
+ Immobilisations financières	1 634	1 732	1 739
B = Actif immobilisé	30 794	27 011	24 886
A - B = Fonds de roulement	- 8 679	- 8 405	- 6 690
Stocks	6 999	6 494	6 159
+ Clients	2 646	2 629	2 483
- Fournisseurs	14 125	12 335	11 929
+/- Créances et dettes diverses	- 1 722	- 3 272	- 1 868
C = Besoin en Fonds de Roulement	- 6 202	- 6 483	- 5 155
Liquidités	2 222	2 017	2 704
- Dettes financières à court terme	4 699	3 939	4 239
D = Trésorerie	- 2 477	- 1 922	- 1 535
C + D = Fonds de roulement	- 8 679	- 8 405	- 6 690
Endettement net total / Fonds propres (en %)	94,0%	142,7%	123,1%

Ceci traduit l'optique des financiers qui dirigent le groupe : Arnault et Colony. Ces derniers n'ont qu'une seule préoccupation, malgré tout ce qu'ils disent à longueur de colonnes de presse (qu'Arnault contrôle d'ailleurs – cf. le groupe Les Echos) : faire un ROI (retour sur investissement – financier bien évidemment – le plus rapide possible). Pas de chance.

Ils utilisent à cet effet toutes les astuces financières bien connues (réduction de la taille des hypers, et utilisation des m² pour faire de l'immobilier commercial, vocation du partenaire Colony ; élimination des composantes peu rentables – voir le nettoyage de Carrefour en Belgique ; cession d'activités – voir la vente de la Thaïlande à Casino ou la scission de Dia, qui est allée directement dans la poche des actionnaires de Carrefour). Ce dépeçage n'a rien arrangé aux affaires de Carrefour, avec une nouvelle baisse de valeur des titres (le 31 août 2012, le titre Carrefour valait 16,67 €, contre 18,64 fin août 2011), des niveaux de chiffre d'affaires réduits. Ainsi, à 38 444 M€, le chiffre d'affaires consolidé de Carrefour a

diminué de 1,8% entre le 1^{er} semestre 2011 et le 1^{er} semestre 2012. La diminution du chiffre d'affaires concerne la France à hauteur de - 0,5% (malgré l'intégration du groupe Guyenne et Gascogne) ainsi que l'Europe à hauteur de - 3% ; le groupe Carrefour limite son recul suite aux bonnes performances de ventes en Amérique (+ 5,3%) et en Asie (+ 8,4%).

La structure financière de Carrefour reste fragile : les fonds propres s'améliorent légèrement entre 2011 et 2012 ; sous l'impact de la diminution de l'endettement financier à long et moyen terme, les capitaux permanents sont en baisse. Le fonds de roulement demeure négatif en 2012, à un niveau inférieur à celui de 2011 (diminution des immobilisations suite aux désengagements). Comme pour Auchan, le besoin en fonds de roulement est négatif ; ce qui permet de financer une partie significative des immobilisations. Ici encore, la trésorerie reste négative, et le demeure malgré les cessions de 2011.

Surtout, l'endettement net total sur les fonds propres atteint le taux de 123,1%, contre seulement 42,6% pour Auchan. Le chiffre d'affaires du groupe Carrefour atteint 1,72 fois celui du groupe Auchan ; l'endettement net total du groupe Carrefour atteint 2,22 fois celui du groupe Auchan.

Carrefour Compte de résultat consolidé	En M€uros fin juin			En % du CA		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Chiffre d'affaires	43 354	39 156	38 444	100,0	100,0	100,0
Marge commerciale	8 379	7 393	7 140	19,3	18,9	18,6
EBITDA	2 063	1 625	1 589	4,8	4,2	4,1
Résultat financier	- 350	- 342	- 344	- 0,8	- 0,9	- 0,9
CAF Courante	1 714	1 284	1 245	4,0	3,3	3,2
Capacité d'Autofinancement	1 083	467	799	2,5	1,2	2,1
- Dotations amortissements/prov.	- 968	- 853	- 820	2,2	2,2	2,1
+/- Values de cessions	15	145	0	...	0,4	-
= Résultat net	130	- 241	- 21	0,3	- 0,6	- 0,1
Chiffre d'affaires France	16 806	17 053	16 995	38,4	43,1	43,8
Chiffre d'affaires Autres Europe	11 824	11 517	10 114	27,0	29,1	26,1
Chiffre d'affaires Amérique	6 463	7 298	7 682	14,8	18,4	19,8
Chiffre d'affaires Asie	3 804	3 719	4 031	8,7	9,4	10,4
Discount	4 836			11,1		

Côté résultat, lorsque l'on compare ce qui est comparable, la situation n'est guère brillante.

Pourquoi comparable ? Comme pour nos analyses antérieures, l'année précédente n'est pas retraitée par rapport aux opérations engagées.

Donc, relativement au 1^{er} semestre réel 2011, au 1^{er} semestre réel 2012 :

- Carrefour perd du chiffre d'affaires ;
- voit sa marge commerciale diminuer de 0,3 point, et surtout de près de 0,7 point par rapport à 2010 ; la dégradation est donc beaucoup plus élevée que celle de groupe Auchan ;
- l'Ebitda perd 0,1 points ;
- la capacité d'autofinancement courante est également en retrait de 0,1 point.

L'impact moindre des charges exceptionnelles au 1^{er} semestre 2012 (- 63 M€, contre - 351 M€ au 1^{er} semestre 2011) et la forte diminution de l'impôt sur les sociétés permettent de récupérer de la capacité d'autofinancement. Pour le groupe Carrefour, la CAF atteint seulement 2,1% du chiffre d'affaires, contre 4,1% pour le groupe Auchan, et 3,7% pour le groupe Casino (voir ci-après)

L'amélioration de la capacité d'autofinancement n'est pas suffisante, et le 1^{er} semestre 2012 s'achève pour le groupe Carrefour par une perte de 21 M€ !

Il n'est donc pas étonnant de voir le cours de bourse du titre Carrefour s'effondrer :

- la stratégie des actionnaires est catastrophique à terme pour le Groupe, qui a été dépecé par des bouts de plus en plus importants (cession de la participation de 50% dans Altis et ses filiales à Eroski) ;
- la multiplication des dirigeants de Carrefour, et des stratégies, ne donne pas, c'est le moins qu'on puisse en dire, des résultats probants.

Avec M. Plassat, la nouvelle stratégie applique les fondamentaux du « hard discount » ; il n'est pas certain que ce soit suffisant.

En tout état de cause, pratiquement tout ce que touche Bernard Arnault depuis quelque temps tourne mal :

- la reprise de Carrefour par son holding personnel sur une base de 50 € le titre via Blue Capital tourne à la capilotade : le titre vaut actuellement (sur les 20 derniers jours de décembre 2011, 17,7 €). Or Blue Capital évaluait encore fin 2010 dans ses comptes le titre Carrefour à 36 €. Fin 2011, Blue Capital a dû passer aux actes, et enregistrer une perte de 512,66 M€ (donnée fournie par les comptes de Cervinia). En sachant qu'en outre le nombre de titres Carrefour détenus par Blue Capital a diminué, passant de 75 326 260 titres fin 2010 à 64 047 813 titres fin 2012.

Par ailleurs, cette diminution du nombre de titres au niveau de Blue Capital a été « compensée » par des options sur titres Carrefour détenus également par Cervinia (donc par le holding Groupe Arnault), via la société luxembourgeoise Blue Participations et Gestion. Et fin 2011, les fonds propres de cette dernière société sont déjà négatifs à hauteur de 15,758 M€, l'apport de 7 M€ ayant été affecté par la perte 2011 pour 22,7 M€.

- la Cour d'Appel a donné raison à la famille Hermès sur la constitution du holding familial sans passer par une OPA ; ce qui bloque les velléités de prise de contrôle du groupe par LVMH d'une part, et réduit la plus-value potentielle sur les titres Hermès rachetés en douce d'autre part (depuis le plus haut le 1^{er} septembre 2011 à 272,5 €uros, le titre est fin août 2012 retombé à 228,9 € ; ce qui reste largement très au-dessus du raisonnable) ;

- la bataille brésilienne avec Casino pour le contrôle du groupe brésilien Pão de Açúcar s'est traduite par une capitulation en rase campagne devant Naouri.

L'exemple des comptes des sociétés luxembourgeoises ayant donné le « contrôle financier » du groupe Carrefour à Bernard Arnault et à Colony est édifiant.

Ces comptes sont « grandioses ». Ou comment occulter qu'on a tout acheté à crédit !

1. S'agissant de Blue Capital (voir ci-dessous) :

- le poste « réserves » contenues dans les fonds propres correspond aux « apports » des filiales belges Cervinia et Courtinvest créées par Bernard Arnault, avec des fonds totalement empruntés. Les comptes de ces sociétés montrent que Courtinvest n'a pratiquement pas de capital, et qu'il a emprunté 500 M€ pour doter en fonds « propres » Cervinia. Cervinia pouvait ainsi faire illusion sur la réalité d'un capital qui est en fait correspond à des dettes financées par le groupe Arnault (via Europatweb). Qu'il s'agisse des titres ou des dettes, tout est pratiquement provisionné. Provisions qui doivent normalement remonter jusqu'au holding personnel de Bernard Arnault, via Europatweb, filiale française. Le mystère subsiste à ces deux niveaux : Europatweb et Groupe Arnault ne publient plus leurs comptes depuis ... 2008.

- les dettes des entreprises liées correspondent aux « apports » de Colony. Ces apports sont tout aussi « fictifs » que les apports de Bernard Arnault. En 2008 et 2009, les apports complémentaires ont pu faire illusion sur le montant des pertes, donc sur le montant de l'endettement : au plus vous faites des pertes (car vous devez bien payer les charges financières aux banques qui ont prêté de l'argent), au plus vous vous endettez si vous ne voulez pas mettre de véritables fonds propres en mettant de l'argent frais.

Supplément : les comptes de Blue Capital à fin 2010 © Editions Estaimpuis

Blue Capital Sarl Luxembourg en K€uros	2007	2008	2009	2010
Valeur brute des titres	3 264 957	3 787 534	3 787 534	3 787 534
- Provisions sur ces titres		-1 320 724	-1 117 257	-1 075 317
Valeur nette des titres	3 264 957	2 466 809	2 670 277	2 712 216
+ Créances	297	3	3	3
+ Valeurs Mobilières de Placement	52	860	650	42
+ Avoirs en banque, disponibilités ...	28 869	145 565	110 186	118 835
+ Régularisations	7 860	161 938	94 047	130 475
= Actif total	3 302 034	2 775 175	2 875 164	2 961 571
Capital souscrit	2 000	2 000	2 000	2 000
+ Réserves	499 819	499 819	499 819	499 819
+/- Résultats reportés		- 25 619	-1 501 772	-1 441 150
+/- Résultats de l'exercice	- 25 619	-1 476 153	60 622	- 76 381
= Total des fonds propres	476 199	- 999 953	- 939 331	-1 015 713
+ Provisions pour risques et charges			130 048	16 275
+ Dettes financières ≤ à 1 an	44 186	68 808	18 346	674 090
+ Dettes financières > à 1 an	2 264 298	2 687 469	2 672 201	2 788 020
+ Dettes entreprises liées ≤ à 1 an	40	22 132	0	
+ Dettes entreprises liées > à 1 an	498 900	993 900	993 900	498 900
+ Dettes commerciales	18 411	2 819		
= Passif total	3 302 034	2 775 175	2 875 164	2 961 571
A = Produits des participations	90 543	81 350	81 342	81 342
- Charges financières sur entreprises liées	- 845	- 16 722	- 17 682	- 13 551
+ Autres produits financiers	2 037	10 985	261 529	114 369
- Autres charges financières	- 116 846	- 226 508	- 467 662	- 300 104
B = Résultat financiers hors participations	- 115 654	- 232 245	- 223 816	- 199 285
C = Résultat d'exploitation	- 508	- 4 534	- 383	- 388
D = Corrections valeurs sur les titres		-1 320 724	203 468	41 939
A+B+C+D = Résultat net	- 25 619	-1 476 153	60 622	- 76 381
Nombre de titres Carrefour (1 000)	64 046	75 326	75 326	75 326
Valeur d'un titre Carrefour à l'achat	50,98	50,28	50,28	50,28
Provision par titre Carrefour en fin d'année		22,12	17,08	18,21
Provisions totale à constituer fin d'année K€		1 666 196	1 286 438	1 372 008

Blue Capital n'a pas publié ses comptes en 2011. Mais on sait par Cervinia que Blue Capital a supporté en 2011 une nouvelle perte de 512 663 K€. Par ailleurs, une provision de 1 075 M€ était déjà constituée sur les titres Carrefour détenus par Blue Capital fin 2010. Si la perte de 2011 correspond à une provision supplémentaire sur les titres, ceci signifie que la provision est fin 2011 de $1\,075 + 513 = 1\,588$ M€. Or fin 2011 la valeur de Carrefour sur les 20 derniers jours de décembre est de 17,7 € par titre ; il fallait donc constituer une provision de $(50,28 - 17,7) \times 64\,047\,813$ titres (Blue Capital a réduit sa participation dans Carrefour) = 2 087 M€. Il manque donc 500 M€ de provisions.

Comme les fonds propres de Blue Capital sont fin 2011 négatifs à hauteur de 1 528 M€, et qu'il manque 500 M€ de provisions, les fondspropres devraient être négatifs à hauteur de 2 milliards. Soit 1 milliard pour chaque partenaire (Groupe Arnault et Colony).

Courtinvest K€ © Editions Estaimpuis	2007	2008	2009	2010	2011
Participations (Cervinia)	470 538	475 220	475 220	475 220	475 220
- Provisions sur cette participation		- 475 220	- 475 220	- 475 220	- 475 220
+ Autres créances			
+ Disponibilités	6	2	3	3	7
A = Actif total	470 544	2	3	3	7
Capital	120	120	120	120	120
+/- Résultat de l'exercice	- 24 378	- 659 683	17 748	- 27 805	- 412 695
+/- Résultats reportés			659 683	- 641 935	- 669 740
= Fonds propres	- 24 258	- 659 563	- 641 815	- 669 620	- 1 082 314
+ Provisions pour risques		139 066	111 033	128 814	524 641
+ Dettes commerciales			2		
+ Autres dettes	494 802	520 500	530 783	540 809	557 680
B = Passif total	470 544	2	3	3	7
Filiale : % détenu sur Cervinia	95,01	95,01	95,01	95,01	95,01

Source : Banque Nationale de Belgique

Cervinia K€ © Editions Estaimpuis	2007	2008	2009	2010	2011
Participations	500 380	500 380	500 380	500 380	507 298
- Provisions sur ces participations		- 500 380	- 500 380	- 500 380	- 507 298
+ Entreprises liées		5 190	104 184	117 938	277 531
- Provisions sur ces entreprises liées				- 19 038	- 277 531
+ Autres créances	...	55	67	67	45
+ Valeurs mobilières de placement	55				
+ Disponibilités	4	1	1	5	12
+ Régularisations		5 913	3 985	4 250	
A = Actif total	500 439	11 159	108 236	103 223	57
Capital	500 220	500 220	500 220	500 220	500 220
+/- Résultat de l'exercice	- 4 929	- 639 286	+ 28 032	- 17 781	- 395 826
+/- Résultats reportés			- 639 286	- 611 253	- 629 034
= Fonds propres	495 291	- 139 066	- 111 033	- 128 814	- 524 641
+ Provisions pour risques					130 314
+ Autres dettes	5 126	150 224	219 270	232 037	394 383
+ Régularisations	22				
B = Passif total	500 439	11 159	108 236	103 223	57
Blue Capital : % détenu	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
: Capitaux propres K€	476 199	- 999 953	- 939 331	- 1 015 713	- 1 528 376
: Résultat net K€	- 25 619	- 1 476 153	+ 60 622	- 76 381	- 512 663
Blue Participation et Gestion : % détenu					100,0
: Capitaux propres K€					- 15 758
: Résultat net K€					- 22 700

Source : Banque Nationale de Belgique

La valeur de Cervinia, détenue en totalité par Groupe Arnault, montre l'ampleur de la déconfiture de cet investissement fin 2011 : après 500 M€ d'apports en « faux » capital, les fonds propres sont négatifs à hauteur de 525 M€ ; ce qui signifie une perte globale de 1 025 M€ ; qui correspondent à la moitié « Arnault » de la provision à constituer pour la perte de valeur des titres Carrefour détenus fin 2011 par Blue Capital.

La nouvelle filiale de Cervinia – Blue Participation et Gestion – détient des options sur Carrefour pour le compte de Groupe Arnault à hauteur de 25 359 996 titres (cette option ne couvrait en 2010 que 13 211 166 titres) ; la hausse des options « couvre » donc la diminution du nombre de titres Carrefour possédés par Blue Capital.

En tout état de cause, les fonds propres de Groupe Arnault (dernière publication en 2008) = 727 M€ ... même en y ajoutant les bénéfices de Groupe Arnault en 2009 (126,3 M€) et en 2010 (113,9 M€), et ne couvrent pas le milliard de perte sur l'opération Carrefour !

Certes ; la valeur des titres détenus en cascade par Bernard Arnault valent davantage que le niveau des fonds propre de son holding. Mais il devrait néanmoins pour assumer ces dettes vendre des parties de son portefeuille. Et la valeur de sa fortune diminuerait d'autant.

Comme nous le soulignons lors de notre dernière analyse, quel dilemme pour le hit des « grandes fortunes » !!! Le leader mondial du luxe plombé par une épicerie nommée Carrefour ! C'est peut-être pour cette raison qu'il veut ouvrir un « Carrefour Luxe » à La Madeleine, à Paris. On se console comme on peut.

Qu'en est-il pour Casino, enfin ?

Nous avons ici J.C. Naouri, un autre grand de la finance, qui avait constitué son groupe en 1998, avec une mise de 300 000 francs (avec quelques comparses) dans un holding, qui quelques poulies bretonnes (méthode Bolloré) ou poupées russes (finance pour les nuls) plus loin, avait réussi à mobiliser plus de 1 milliard de francs en moins d'un an (avec l'aide de financiers de haut vol également, dont Ladreit de Lacharrière – vous savez le patron de Fimalac, la 3^{ème} agence de notation mondiale Fitch, qui donne des leçons de morale aux Etats).

Bernard Arnault n'avait pas bien mesuré à qui il se confrontait dans l'opération brésilienne décrite ci-dessus. J.C. Naouri était très au courant de toutes les pratiques financières, puisqu'il avait promu, comme Directeur de Cabinet de Pierre Bérégovoy, alors Ministre des Finances, la libéralisation des marchés financiers en France. On a vu depuis ce que cette libéralisation donne ... Merci, Monsieur J.C. Naouri, déjà converti avant son passage chez Rothschild du socialisme à la haute finance ! Bérégovoy n'y aura vu que du feu ... On ne peut en dire autant de son premier Ministre, Laurent Fabius. Ces points ont été développés dans dernier ouvrage, « Grandes fortunes, banquiers et politiciens ... La collusion des pouvoirs face à la crise » publié cette année.

Revenons à Casino. Les données semestrielles sont les suivantes.

Casino - Bilan consolidé 30 juin en M€uros	2010	2011	2012
Fonds propres	8 326	8 559	8 989
+ Provisions	484	584	534
+ Dettes financières à long et moyen terme	6 106	5 783	6 354
A = Capitaux permanents	14 916	14 926	15 877
Immobilisations d'exploitation	14 811	16 766	16 363
+ Immobilisations financières	697	942	1 172
B = Actif immobilisé	15 508	17 708	17 535
A - B = Fonds de roulement	- 592	- 2 782	- 1 658
Stocks	2 717	3 175	3 282
+ Clients	1 497	1 865	1 401
- Fournisseurs	3 852	4 521	4 610
+/- Créances et dettes diverses	- 1 407	- 1 903	- 1 740
C = Besoin en Fonds de Roulement	- 1 045	- 1 384	- 1 667
Liquidités	1 693	1 914	3 610
- Dettes financières à court terme	- 1 239	- 3 312	- 3 601
D = Trésorerie	454	- 1 398	9
C + D = Fonds de roulement	- 592	- 2 782	- 1 658
Endettement net total / Fonds propres (en %)	67,9%	83,9%	70,6%

La situation de Casino combine en fait la situation de Groupe Auchan et celle de Carrefour. Elle est proche de Groupe Auchan quant à l'évolution de l'activité et aux principales performances ; elle est à mi-chemin de Carrefour et de Groupe Auchan quant à ses niveaux d'endettement et de fonds propres.

Au niveau des structures financières, Casino renforce ses fonds propres et ainsi ses capitaux permanents ; ces derniers couvrent la majeure partie de l'actif immobilisé. En allant plus avant, ces actifs immobilisés sont composés à 45% d'écarts d'acquisition (i.e. d'écarts entre les montants payés par Casino pour racheter des entreprises et la valeur comptable des actifs nets de ces firmes), à savoir 7,9 milliards d'euros. Ces écarts d'acquisition se montent à 8,7 milliards d'euros pour Carrefour, et à seulement 3,7 milliards d'euros pour Groupe Auchan.

Toujours est-il que le fonds de roulement couvre pratiquement en juin 2012 le besoin en fonds de roulement. Les liquidités s'accroissent fortement début 2012 (dividende exceptionnel de Mercialys – la foncière de Casino – et cession de 9,8% du capital de Mercialys par le groupe Casino), et dans une moindre mesure les dettes financières à court terme. La trésorerie est à l'équilibre. Cet équilibre tient aux opérations en cours ; car le groupe Casino va devoir financer le rachat de 50% de Monoprix aux Galeries Lafayette (1 175 M€, avec comme échéance maxi le 30 octobre 2013), et la prise de contrôle du groupe brésilien (rachat le 22 août 2012 de 1 million d'actions à droit de vote, donnant le contrôle du capital de Wilkes, donc sur Pão de Açúcar).

En tout état de cause, le taux d'endettement total rapporté aux fonds propres est plus élevé (70,6%) que celui de Groupe Auchan (42,6%), mais il est inférieur à celui de Carrefour (123,1%). Ce qui explique l'évolution des titres respectifs.

S'agissant du compte de résultat, Casino progresse en chiffre d'affaires (il a notamment racheté à Carrefour des activités en Thaïlande), et ses résultats intermédiaires ou au final sont plutôt bien orientés.

Ces résultats sont largement au dessus de Carrefour.

Au 1^{er} semestre 2012, ils sont également supérieurs à ceux du Groupe Auchan dans la première partie du compte de résultat (marge et valeur ajoutée). Par contre, la CAF de Groupe Auchan est au dessus de celle de Casino.

Casino Compte de résultat consolidé	En M€uros fin juin			En % du CA		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Chiffre d'affaires	13 589	16 144	17 348	100,0	100,0	100,0
Marge commerciale	3 630	4 392	4 689	26,7	27,2	27,0
Valeur ajoutée	2 354	2 740	2 946	17,3	17,0	17,0
Excédent brut d'exploitation	753	772	829	5,5	4,8	4,8
EBITDA	868	929	1 004	6,4	5,8	5,8
Résultat financier	- 169	- 225	- 202	- 1,2	-1,4	-1,2
CAF Courante	643	628	757	4,7	3,9	4,4
Capacité d'Autofinancement	541	571	647	4,0	3,5	3,7
- Dotations amortissements/Prov.	326	406	425	2,4	2,5	2,4
= Résultat net	214	165	222	1,6	1,0	1,3

Le résultat net reste positif sur les exercices étudiés, et il s'améliore de manière significative au 1^{er} semestre 2012.

B. Boussemart