

## 2018 – La grande distribution en crise ?

Cette présentation fait suite aux publications des documents financiers de Casino, de Carrefour et d'Auchan.

### 1. Auchan : recul de l'activité et nettoyage des comptes.

Le chiffre d'affaires consolidé du groupe Auchan diminue de 4,1% entre 2017 et 2018.

Il passe de 53 155 M€ en 2017 à 50 986 M€ en 2018 (soit - 2 169 M€). Cette baisse tient :

**1. à un ralentissement des activités du groupe dans les marchés émergents.** Le chiffre d'affaire de la Chine est en léger recul : en monnaie locale, le chiffre d'affaires de Sun Art Retail passe de 102 320 Mds Yuans en 2017 à 99 359 milliards en 2018. Mais le groupe reste toujours leader : avec 15,7% du marché, il fait mieux que les autres enseignes étrangères présentes en Chine : Walmart avec 11,9% du marché et Carrefour avec 4,6%. Les résultats chinois sont également en retrait : 2 818 Mds de Yuans en 2018, contre 3 020 en 2017. En €, le chiffre d'affaires passe de 13 426 M€ en 2017 à 12 917 M€ ; et le résultat net de 396 M€ à 366 M€. Les données géographiques du groupe sont difficiles à interpréter : dans le rapport financier, la partie Oney n'est pas traitée, et une partie du chiffre d'affaires disparaît de la ventilation géographique (le total CA zones géographique en page 41 du rapport financier ne correspond pas aux valeurs additionnées).

Nous disposons cependant dans le rapport d'activité des données géographiques commerciales. Les composantes d'Auchan Retail comptent en M€ pour 52 002 en 2017 et 50 270 en 2018 (- 3,3%) ; la France passe de 17 926 à 17 701 (- 1,2%), l'Europe du Sud de 9 624 à 9 553 (- 0,7%), l'Europe centrale et de l'Est de 10 247 à 9 449 (- 7,8%), l'Asie de 14 165 à 13 466 (- 4,9%) et l'Afrique de 40 à 101. La Russie est pénalisée par la forte baisse du rouble (- 11% environ en valeur moyenne annuelle) ; avec une perte de 39 M€ en impact de trésorerie.

**2. à la gouvernance et aux événements de fin d'année en France.** Il existe évidemment un impact du mouvement des gilets jaunes sur l'activité (mais il serait limité à 140 M€ pour le groupe en France). La baisse de chiffre d'affaires tient également aux hésitations stratégiques et opérationnelles des directions mises en place au moment de la dernière restructuration. Ce qui explique la reprise en main par la famille de la direction du groupe. Exit Régis Degelcke et Wilhem Hubner. Barthélémy Guislain et Edgard Bonte (gendre de Patrick Mulliez, frère de Gérard), prennent les commandes du retail. Vianney Mulliez est président du Conseil d'Administration de Ceetrus (ex Immochan). Et Gérard Mulliez a repris du service chez Auchan, plus précisément au niveau d'Auchan Retail International, via son holding Ausspar.

**3. à la composante « retail ».** Le recul doit être nuancé : les indications ci-dessus montrent que le Chiffre d'affaires consolidé pour la France ne diminue que de 1,2%. Et il est important de comparer avec les autres enseignes avant de condamner le modèle de l'hyper. Car les comparaisons sont délicates :

- d'une part, les enseignes pratiquant le « commerce indépendant » (Intermarché, Système U et Leclerc) publient des chiffres TTC, qui plus est comprenant souvent diverses activités. Ainsi, Intermarché est aussi présent dans le bricolage (Bricomarché, Bricorama, Brico Cash), les services à l'automobile (Roady, Rapid Pare-Brise et American wash), la restauration (restaurants grill Poivre rouge), l'immobilier (Immo Mousquetaires) et le pôle agro-alimentaire. Au total, pour 2018, le groupe Intermarché réalise toutes enseignes, avec carburant, 40,47 Mds € de chiffre d'affaires, et il faut y ajouter 4,03 Mds € pour le pôle agro-alimentaire. En alimentaire, le CA TTC du groupement atteint 27 Mds € hors carburant (36,5 Mds € avec carburant), dont 24,17 Mds € pour la France (23,06 Mds pour Intermarché et 1,11 Mds € pour Netto) et 32,81 Mds avec carburant. Pour Leclerc, le chiffre d'affaires hors carburant est de 39 Mds € tous pays (dont 37,75 Mds pour la France) et le chiffre d'affaires avec carburant est de 46,62 Mds pour la France. Comme Intermarché, Leclerc a des activités diversifiées

(espaces culturels, brico-jardinerie-animalerie, centres auto, parfumeries, parapharmacie et optique). Système U a réalisé 25,58 Mds € TTC de Chiffre d'affaires (avec carburants) en France, contre 24,39 Mds en 2017. Toujours en 2017, la nouvelle centrale d'achat (U globale, après fusion des régions) a réalisé un chiffre d'affaires hors TVA de 10,75 Mds ; cette somme représente normalement le coût d'achat des produits vendus en magasins.

Les parts de marchés en France sont les suivantes d'après Kanter World Panel :

Parts de marché	Auchan	Carrefour	Casino	Leclerc	Delhaize-Cora	Système U	Intermarché	Aldi	Lidl
% du total	10,3	20,2	11,4	21,1	3,3	10,7	14,9	2,3	5,5
Variation 2018/17 (%)	- 0,2	- 0,2	- 0,1	- 0,1	-	+ 0,1	+ 0,3	+ 0,1	+ 0,2

En rapportant les parts de marchés aux données connues de chiffre d'affaires de chaque enseigne, le montant obtenu indique le total du marché. Or, ce dernier montant varie entre les enseignes : il n'y a donc pas de cohérence pour le calcul des parts de marché par Kantar World Panel.

Enfin, les groupes ont des « associés » plus ou moins importants. Ainsi, le groupe Mulliez (dont Auchan) est associé avec le groupe Schiever, qui réalise un chiffre d'affaires HT de 1 256 M€ en 2017.

- d'autre part, la composition des magasins Auchan a été modifiée depuis 2 ans, avec l'apparition dans la ventilation géographique des magasins de nouvelles catégories. Jusqu'en 2016, le groupe distinguait les hypermarchés et les supermarchés. A partir de 2017, il distingue les hypermarchés, les magasins de proximité et les magasins ultra-proximité. Or entre 2016 et 2018, le nombre d'hypers a peu bougé : de 969 à 963, dont 126 à 119 pour la France, et surtout 101 à 62 pour la Russie. Mais en même temps, les supers passent de 954 en 2016 à 1 041 « proximité » en 2018, dont 261 à 412 pour la France, et 199 à 231 pour la Russie. En outre, l'ultra-proximité compte 530 magasins en 2018, dont 10 pour la France, 79 pour l'Italie, 51 pour l'Espagne, 21 pour le Portugal et 310 pour la Chine. Au Sénégal, le développement se fait en « proximité » avec 12 magasins et en « ultra-proximité » avec 15 magasins, pour 2018.

- enfin, les autres compétiteurs sont aussi présents sur les hypers. Carrefour contrôle en France 247 hypers fin 2018 (sur un total de 1 384 hypers dans le monde), pour un chiffre d'affaires de 20 759 M€ pour les seuls hypers en France (nous avons 13 018 M€ pour les 1 056 supers, et 6 126 M€ pour les autres formats : 3 918 « proximité » et 144 cash and carry). Casino se désengage des hypers, mais réalise en 2018 encore 21% du volume d'affaires dans ce format.

En définitive, comme nous l'avons indiqué l'année dernière, l'ensemble des groupes ou groupements de distribution ont intégré non seulement les formats multiples, mais également « l'agilité », nouveau concept à la mode : ça fait plus « joli » que l'usage des multiples canaux et réseaux de distribution d'un côté, et la multiplication d'alliances entre groupes de l'autre côté. Inutile de revenir sur le phygital : tous les groupes le pratiquent maintenant, peu ou prou ; il en va de même pour la vente de produits « bio », ou encore l'utilisation des circuits courts. Signalons pour Auchan les partenariats technologiques avec Alibaba et les magasins phygitaux ouverts en Chine, ou encore les partenariats de services avec d'autres firmes du groupe Mulliez (Décathlon, Boulanger, Leroy-Merlin, Norauto, Kiabi), via deux firmes **domiciliées au siège du groupe Mulliez** : Melting Point (avec Fabien Derville et Ludovic Declercq) pour la livraison du dernier kilomètre, et TDC Data (société qui sous le nom de Valiuz met en commun toutes les informations des clients **du groupe Mulliez ; ce qui confirme bien l'existence d'un groupe Mulliez**). S'agissant des alliances, il faut noter le partenariat à l'achat avec Casino, Schiever, Metro et Dia via la centrale Horizon. Carrefour a racheté une partie (20,5%) du capital de Showroomprivé, et a acquis la chaîne de magasins So.Bio (10 points de vente), la société Planeta Huerto (distribution en ligne de produits bio) et une participation majoritaire dans Quitoque (paniers-repas livrés à domicile). Carrefour s'allie avec les chinois Tencent (internet) et Yonghui (chaîne de supermarchés) pour développer leur filiale chinoise.

Enfin, nous y reviendrons, la diversification des activités au sein même des groupes (immobilier, offres d'énergie ...) modifie le positionnement global des groupes en question. Par exemple, Ceetrus a pris 66% du capital de la SEMOP (Gares et connexions, de la SNCF détenant 34%) qui va rénover la gare du Nord à Paris. Ce qui rejoint d'autres investissements du groupe Mulliez, comme la société Nodi, filiale à 100% de la société Fipar (du groupe Mulliez), qui réalise (avec Bouygues) une opération immobilière sur un quartier de Croix (ancien site des 3 Suisses) ; sans oublier le projet pharaonique Europa City (en liaison avec le chinois Wang Jianli) qui est contesté depuis de nombreuses années.

Si au niveau du chiffre d'affaires le groupe enregistre un recul, la perte d'activité se traduit au niveau des résultats par une détérioration des soldes intermédiaires, jusqu'à la perte nette ; cette perte importante – une première pour le groupe – tient au nettoyage radical des écarts d'acquisition.

Les données sont les suivantes :

Auchan Holding – Données consolidées en M€	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Variations 2018/17	
								M€	En %
A = Chiffre d'affaires	46 742	47 885	53 272	54 020	52 820	53 155	50 986	- 2 169	- 4,1
Achats de marchandises	35 434	37 091	41 083	41 785	40 701	40 321	38 882	- 1 439	- 3,6
+/- Variations de stocks sur achats de marchandises	+ 102	- 183	+ 85	- 310	- 442	+ 189	+ 34	- 155	- 81,8
B = Prix de revient des ventes	35 536	36 908	41 168	41 475	40 259	40 510	38 916	- 1 594	- 3,9
C = A - B = Marge commerciale	11 206	10 977	12 104	12 545	12 561	12 645	12 070	- 575	- 4,6
- Autres frais généraux	3 347	3 130	3 779	3 851	3 735	3 833	3 680	+ 153	- 4,0
D = Valeur ajoutée	7 856	7 847	8 325	8 694	8 826	8 812	8 390	- 422	- 4,8
- Charges de personnel	5 413	5 332	5 842	6 119	6 043	6 295	6 351	+ 56	0,9
E = Excédent Brut d'Exploitation	2 446	2 515	2 483	2 575	2 783	2 517	2 039	- 478	- 19,0
F = Autres produits d'exploitation	189	192	182	212	10	12	- 11	- 23	n.s.
Intérêts et charges assimilées	122	116	124	101	85	98	102	- 4	4,1
+ Autres charges financières	90	79	35	77	66	63	45	+ 18	- 28,6
G = Charges financières	212	195	159	178	151	161	147	+ 14	- 8,9
Produits des participations		1	1	1	3	5	4	- 1	- 20,0
+ Intérêts financiers	37	3	7	18	14	21		- 21	- 100,0
+ Autres produits financiers	39	32	49	59	50	59	65	+ 6	10,2
H = Produits financiers	76	36	57	78	67	85	69	- 16	- 18,8
I = - G + H = Résultat financier	- 136	- 159	- 102	- 100	- 84	- 76	- 78	- 2	2,1
E + F + I = Capacité d'autofinancement courante	2 500	2 547	2 563	2 687	2 709	2 453	1 949	- 503	- 20,5
+/- Résultats exceptionnels	- 46	+ 1	- 1	- 63	- 78	- 173	- 1 254	- 1 081	x 7,2
- Impôts sur les sociétés	384	402	309	278	160	255	57	- 198	- 77,6
+/- Quote part des sociétés mises en équivalence	- 6	- 2	- 10	- 9	- 5	- 2	- 3	- 1	36,4
= Capacité d'autofinancement	2 064	2 143	2 243	2 337	2 466	2 022	635	- 1 387	- 68,6
- Dotations aux amortissements	1 239	1 308	1 495	1 548	1 503	1 488	1 507	19	1,3
- Dotations aux provisions nettes de reprises	122	108	83	83	130	105	123	18	17,1
- Dotations aux provisions à caractère financier		3	5	10	- 46	82	48	- 34	- 41,5
+/- Values sur cessions	+ 16	+ 111	+ 127	+ 22	+ 16	- 2	+ 2	4	n.s.
= RESULTAT NET COMPTABLE	719	835	787	718	803	509	- 945	- 1 454	n.s.
Dont Groupe	656	767	574	518	590	275	- 1 145	- 1 420	n.s.
Dont Hors Groupe	63	68	213	200	213	234	200	- 34	- 14,5
Effectif moyen	287 039	302 535	330 680	337 737	342 709	341 399	340 577	- 822	- 0,2
Coût salarial moyen en euros par mois	1 572	1 469	1 472	1 510	1 469	1 537	1 554	+ 17	+ 1,1

La structure des coûts du groupe a été modifiée d'abord entre 2013 et 2014, avec la consolidation de la Chine. Ensuite les restructurations menées à partir de 2016-17 (qui s'accompagnent de la sortie du groupe de plusieurs sociétés, dont Alinéa) impactent le milieu du compte de résultat. De fait, le taux de marge commerciale (Marge commerciale / Chiffre d'affaires) bouge peu entre 2016 et 2018 (autour de 7,3%), tout comme le taux de valeur ajoutée (Valeur ajoutée / Chiffre d'affaires) autour de 16,6%. En revanche, le rapport d'Excédent Brut d'Exploitation au Chiffre d'affaires diminue sensiblement : de 5,3% en 2016 à 4,8% en 2017 et seulement 4% en 2018. Or le passage de la valeur ajoutée à l'Excédent Brut d'Exploitation dépend essentiellement du coût salarial ; il y a donc eu un dérapage de ce coût entre 2016 et 2018. Ce dérapage tient à la hausse du coût salarial moyen (de 1 469 € à 1 554 €, soit + 5,8%), le niveau des effectifs ne baissant que de 2 132 ETP, soit - 0,6%. En Chine, le coût salarial est passé de 9,2% du chiffre d'affaires en 2016 à 10,1% en 2018 (amélioration logique du pouvoir d'achat des chinois) ; et il est probable qu'en Russie le coût relatif salarial augmente également. En France, le coût salarial mensuel moyen, charges sociales et participation incluses, CICE déduit (base ETP) était respectivement pour 2016 et 2017 de 3 012 € et 3 016 € pour les hypers (base ETP 50 987, dont 44 412 employés, 1 957 agents de maîtrise et 4 618 cadres ; et 50 574 ETP, dont 44 098 employés, 1 815 agents de maîtrise et 4 661 cadres), de 2 982 € pour les supers (base 11 190 ETP, dont 9 353 employés et 1 837 cadres et agents de maîtrise) en 2016 (2017 n'a pas été publié), de 9 859 € et 10 295 € pour Auchan Retail International (base 357 et 465 ETP, CICE non indiqué, mais faible du fait de l'importance des rémunérations) et de 45 855 € et 59 495 pour Auchan Holding (base 7,8 et 6,6 ETP). Ce ne sont donc pas les effectifs « employés » en France des hypers et des supers qui entraînent la hausse du coût salarial ; en revanche, les restructurations ont manifestement créé des couches de structures supplémentaires dans l'encadrement « supérieur », avec des hausses de rémunérations. Et la bureaucratie qui l'accompagne ; d'où le plan actuel de « remise en contact » des équipes avec les clients (avec la marque unique pour tous les formats et la constitution de « zones de vie »).

Entre l'Excédent Brut d'Exploitation et la Capacité d'Autofinancement courante intervient le coût financier ; ce dernier est limité, et la baisse de l'EBE se répercute en conséquence (sans plus) sur le niveau relatif de cette CAF courante relativement au Chiffre d'affaires : de 5,3 à 3,8%. Mais elle demeure largement positive (de 2 453 M€ en 2017 à 1 949 M€ en 2018), et ces montants représentent des gains de trésorerie appréciables (l'impact des impôts payés et des plus ou moins-values de cession est limité pour les deux années) pour le groupe.

Par contre, la perte de Capacité d'Autofinancement est importante : relativement au Chiffre d'affaires, elle passe de 4,7 à 1,2% ; l'explication est simple, des charges exceptionnelles sont enregistrées en 2018, pour 1 254 M€, soit 2,5% du Chiffre d'affaires (contre 0,1% en 2016 et 0,3% en 2017), et même la diminution de l'impôt sur les sociétés (qui ne représente plus que 0,1% du chiffre d'affaires en 2018, contre 0,5% en 2017) ne parvient pas à compenser ces éléments exceptionnels. De ce fait, entre la Capacité d'Autofinancement et le résultat net, l'impact des dotations nettes de reprises est pratiquement identique entre 2016 et 2018, à l'exception d'une petite hausse des amortissements en 2018. La détérioration de la CAF fait donc passer le groupe d'un bénéfice de 509 M€ à une perte de 945 M€.

Qu'en est-il des pertes exceptionnelles ? Il est indispensable de faire d'abord l'analyse des écarts d'acquisition (dans le bilan ci-dessous, ils figurent dans les immobilisations d'exploitation pour 2 992 M€). Ces écarts représentent le surplus de valeur décaissé au moment du rachat de sociétés par le groupe : tous les comptes sont repris à leur valeur figurant en comptabilité, comme les terrains, immeubles, titres ... et dans l'hypothèse où le groupe paie plus cher que le prix affiché en comptabilité, il met dans le compte « écarts d'acquisition » le montant global déboursé en plus. Le décaissement a donc déjà eu lieu. Par suite, toute baisse de valeur de ces écarts n'impacte pas la trésorerie. Et entre 2017 et 2018, le montant des écarts est passé de 3 692 M€ à 2 992 M€, soit - 700 M€ ; ces écarts d'acquisition ne représentent plus que 8,3% du montant de l'actif total. En 2018, à titre de comparaison, les écarts d'acquisition du groupe Casino (8 690 M€) comptent pour 23,2% des actifs, et ceux de Carrefour (7 983 M€) pour 16,8% des actifs : le groupe Auchan élimine rapidement les surplus de coûts.

En 2018, cette élimination concerne le retail France pour 286 M€, le retail Italie pour 371 M€, le retail Russie pour 53 M€ ; soit un total pour ces trois pays de 710 M€. D'autres actifs immobilisés ont aussi été dépréciés, principalement en France (- 171 M€), en Italie (- 69 M€), en Russie (- 102 M€) et en Pologne (- 48 M€), ce qui donne un total de 340 M€ de dépréciations supplémentaires, auxquelles s'ajoutent 71 M€ de coûts de fermetures de magasins (France et Russie). Le groupe a donc choisi de faire le grand nettoyage des comptes. Ce qui bien évidemment a un impact négatif (mais provisoire) sur la valeur des parts Valauchan et Valfrance (voir ci-après). La famille Mulliez a déjà racheté de nombreuses parts détenues par les salariés sur le groupe (via les fonds) ; ce qui explique (voir ci-après) une partie de la baisse des fonds propres du groupe ; ces rachats ont permis à la famille de se renforcer en % de contrôle : les salariés ne détiennent

plus que 5% du capital du groupe (contre 10,1% en 2016). La famille ne craint donc pas de faire l'impasse sur les dividendes de 2019 (pas de dividende sur l'exercice 2018), et se dit d'ores et déjà prête à réinvestir dans le groupe. Elle en a largement les moyens : la valeur des holdings de contrôle de la famille Mulliez (Acanthe, Cimofat et Valorest) continue d'augmenter entre 2018 et 2019 (de 3,88%), notre estimation (provisoire) de la fortune du groupe Mulliez étant de 36,5 Mds € (sans endettement ; et hors détentions à titre personnel de membres de la famille, comme Gérard Mulliez).

## **Le bilan du groupe Auchan reste solide, malgré les pertes, les réductions de capital et les investissements soutenus.**

Les investissements restent soutenus, avec l'évolution de l'immobilier ; l'endettement va être réduit par la vente d'une partie d'Oney.

Le poste d'immobilisations d'exploitation passe de 21 007 M€ en 2017 à 20 233 M€ en valeurs nettes. Les immobilisations représentent les investissements du groupe. La baisse de ce poste peut donc paraître préoccupante. En fait, cette baisse tient à la diminution de valeur des écarts d'acquisition (voir ci-dessus).

Auchan Holding – Données consolidées en M€	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fonds propres	8 471	9 286	9 820	10 227	11 559	12 547	12 902	13 281	11 447
+ Provisions	948	872	902	866	1 385	1 369	1 222	1 156	1 080
+ Dettes financières à plus d'un an	3 052	4 257	4 618	4 588	6 338	5 474	4 813	3 754	5 135
A = Capitaux permanents	12 471	14 415	15 340	15 681	19 282	19 390	18 937	18 191	17 662
Immobilisations d'exploitation	15 578	15 845	17 405	17 749	20 801	21 187	21 310	21 007	20 233
+ Immobilisations financières	366	325	377	518	717	703	738	687	658
B = Actif immobilisé	15 944	16 170	17 782	18 267	21 518	21 890	22 048	21 694	20 891
A - B = Fonds de roulement	- 3 473	- 1 755	- 2 442	- 2 586	- 2 236	- 2 500	- 3 111	- 3 503	- 3 229
Stocks	3 536	3 572	3 686	3 903	4 511	4 851	5 265	4 910	4 797
+ Clients	390	421	465	505	442	485	489	526	498
- Dettes fournisseurs	7 704	7 697	7 605	7 724	8 557	8 890	9 312	8 799	8 457
+/- Autres créances et dettes d'exploitation	- 2 038	- 1 499	- 1 225	- 1 429	- 2 236	- 2 456	- 2 462	- 2 919	- 3 461
C = Besoin en Fonds de Roulement	- 5 817	- 5 023	- 4 679	- 4 745	- 5 840	- 6 010	- 6 020	- 6 282	- 6 623
Liquidités	1 914	2 649	2 561	2 028	2 673	2 671	2 381	2 619	6 420
+/- Autres éléments financiers à moins d'un an	+ 430	+ 619	- 324	+ 131	+ 931	+ 839	+ 528	+ 160	- 3 026
D = Trésorerie	2 344	3 268	2 237	2 159	3 604	3 510	2 909	2 779	3 394
C + D = Fonds de roulement	- 3 473	- 1 755	- 2 442	- 2 586	- 2 236	- 2 500	- 3 111	- 3 503	- 3 229

Les investissements augmentent au total de 1 999 M€ en 2018, contre 1 700 M€ en 2017 ; contrairement à ce qui est annoncé dans la presse, le groupe continue à investir. Mais la nature des investissements se modifie.

Les investissements « productifs » (aménagement, ouvertures de magasins) sont limités ; le poste d'immobilisations corporelles passe en valeur brute de 23 473 M€ en 2017 à 23 754 M€ en 2018, mais avec un rythme d'acquisition plus faible (1 147 M€ en 2018 contre 1 290 M€ en 2017 ; en valeur nette, la diminution est plus sensible, de 11 636 M€ en 2017 à 10 941 M€ en 2018. Cette baisse tient moins aux amortissements (1 241 M€ en 2017 et 1 221 M€ en 2018) qu'aux pertes de valeur (375 M€) déjà évoquées.

En revanche, les investissements dans les immeubles de placements (donc dans l'immobilier) s'accroissent nettement : le total des acquisitions était de 591 M€ en 2017, et il passe à 1 093 M€ en 2018 (investissements au Luxembourg et au Portugal). Ce poste d'immobilisation d'exploitation explique la hausse des investissements « immobiliers », qui ne sont pas en liaison directe avec l'activité du groupe. Ils représentent un potentiel de valeur significatif : pour une valeur

nette figurant à hauteur de 5 265 M€ à l'actif du bilan, la « juste valeur » est de 10 279 M€, soit une plus-value possible de 5 Mds d'euros. Ceci constitue également une différence avec les deux autres groupes, qui ont une grande partie de leurs « immeubles de placement, soit pour verser des dividendes (Carrefour), soit pour limiter leur endettement (Casino). Ainsi, Carrefour ne dispose plus que de 389 M€ d'immeubles de placement, et Casino de 497 M€ à fin 2018 (Casino disposait de 1 613 M€ d'immeubles en 2011). Les autres éléments d'actif (stocks, clients) ou de passif (fournisseurs) ne posent pas de problème particulier ; ils sont en ligne avec l'activité et les autres exercices. La situation financière semble cependant se détériorer.

### La situation financière du groupe : une dégradation limitée et provisoire.

Auchan Holding consolidé – en M€	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fonds propres	8 471	9 286	9 820	10 227	11 559	12 547	12 902	13 281	11 447
Dettes à long et moyen terme	4 054	5 149	5 675	5 638	7 485	6 574	6 005	5 019	5 135
Disponibilités	- 1 914	- 2 649	- 2 561	- 2 028	- 2 673	- 2 671	- 2 381	- 2 619	- 3 420
Dettes à court terme	1 186	1 063	1 857	1 397	582	734	1 102	1 487	3 162
Total endettement net	3 326	3 563	4 971	5 007	5 394	4 637	4 726	3 887	4 877
Endettement net / Fonds propres (%)	39,3	38,4	50,6	49,0	46,7	37,0	36,6	29,3	42,6
Endettement retraité des financements clients :									
Dettes financières à plus d'un an	2 917	4 141	4 469	4 269	4 532	4 028	3 505	3 391	4 660
Dettes financières à moins d'un an	- 714	- 1 904	- 1 302	- 1 125	- 2 337	- 2 288	- 1 610	- 1 392	- 1 257
Total endettement retraité	2 203	2 237	3 167	3 144	2 195	1 740	1 985	1 999	3 403
En % des fonds propres	26,0	24,1	32,3	30,7	19,0	13,9	14,7	15,1	29,7
Taux de profit : Résultat net / Fonds propres (en %)	8,8	9,2	7,3	8,2	6,8	5,7	6,2	3,8	- 8,3

L'endettement net s'est accru d'un milliard d'euros entre 2017 et 2018 ; et compte tenu de la baisse des fonds propres, le taux d'endettement relativement aux fonds propres augmente à 29,7% des fonds propres en 2018, contre seulement 15,1% en 2017. Ce doublement du taux d'endettement (même si dans l'absolu l'endettement reste limité) peut paraître préoccupant. Il n'en est rien, pour deux raisons :

- d'une part, la hausse relative tient à la baisse des fonds propres, cette baisse tenant au nettoyage des comptes déjà évoqué, sans que le groupe ne prenne en compte d'importantes plus-values potentielles ;
- d'autre part, la vente programmée pour 2019 de 50,1% des titres de la banque du groupe (Oney) à la BPCE va apporter des moyens de financement au groupe. L'expérience de la vente de Cofidis par le groupe 3 Suisses/Argosyn via les holdings Carmen/Martinter au groupe Crédit Mutuel montre que d'importantes plus-values peuvent être engrangées rapidement (par exemple, en 2017, la vente d'une partie des titres Cofidis a rapporté à Martinter environ 200 M€, remontés rapidement vers Argosyn, à hauteur de 190 M€). Argosyn est détenu à 44,9% par Fipar, holding de la famille Mulliez (le solde de 51,1% par Otto Europe).

Il n'y a donc aucun péril financier pour le groupe Auchan.

Ce qui pose la question de l'évaluation des parts détenues par les salariés. Ces parts diminuent entre 2018 et 2019 respectivement de 18,7% pour Valfrance et de 20,45% pour Valauchan. Nous n'avons pas à disposition les calculs réalisés par les experts ; dans la plupart des cas, il s'agit d'une évaluation mixant les actifs nets (qui correspondent peu ou prou aux fonds propres) et la rentabilité (le plus souvent un multiple du cash-flow net) du groupe Auchan. Par contre, nous disposons de comparatifs boursiers précis pour les principales multinationales de la grande distribution, avec un critère intéressant : la valorisation du groupe comme multiple des fonds propres. En tout état de cause, l'évolution du cash-flow se retrouve obligatoirement dans l'évolution des fonds propres (en sachant qu'il faut tenir compte d'une éventuelle modification des politiques de distribution des dividendes).

Les valeurs des titres Auchan Holding ont évolué comme suit :

Groupe Auchan	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A = Fonds propres consolidés (en M€)	8 471	9 286	9 820	10 227	11 559	12 547	12 902	13 281	11 447
B = Nombre de titres (en M)	31,60	31,65	31,65	31,65	31,65	31,65	30,64	30,19	29,57
A/B = Valeur d'un titre (en €)	268,09	293,36	310,23	323,08	365,16	396,37	421,08	439,85	387,18
Valeur de l'option (en €) fin d'année	336,04	358,83	367,72	379,93	389,41	409,21	413,24	413,11	408,04
Valeur option / Valeur du titre	1,25	1,22	1,19	1,18	1,07	1,03	0,98	0,94	1,05

La valeur des options a été pendant longtemps (2010 à 2013 pour le tableau ci-dessus) souvent supérieure à la valeur du titre Auchan calculée à partir des fonds propres (comme l'option était mobilisable pendant une période, et que les perspectives du groupe étaient bonnes, l'acquéreur de l'option avait l'espoir de faire une plus-value à terme). Entre 2014 et 2017, la baisse de la valeur de l'option traduit l'appétit des bénéficiaires (il ne faut pas oublier que des instances dirigeantes accueillent des membres hors famille) pour réaliser des plus-values plus rapides et importantes. Il faut souligner qu'entre 2010 et 2017, la valeur du titre Auchan a progressé de 64% ; et malgré le nettoyage des comptes, la progression est encore supérieure à 44% entre 2010 et 2018. Et entre 2017 et 2018, la valeur du titre n'a diminué que de 11,4% et la valeur d'une option que de 1,2% ; nous sommes loin des baisses de valeur de Valfrance (- 18,7% et de Valauchan (- 20,45%).

Sur un autre plan, la comparaison avec d'autres groupes de distribution permet de calculer des multiples entre les valeurs boursières d'une part, les chiffres d'affaires, les fonds propres et les résultats opérationnels d'autre part. Nous avons par exemple :

Multiplicateurs de capitalisation boursière Groupes	2016 (données en M€)							2018 (données en M€)						
	A = Chiffre d'affaires	B = Fonds propres	C = Résultat opérationnel	D = Valeur boursière	D/A	D/B	D/C	A = Chiffre d'affaires	B = Fonds propres	C = Résultat opérationnel	D = Valeur boursière	D/A	D/B	D/C
Walmart	439 194	72 807	20 580	198 211	0,45	2,7	9,6	435 387	67 401	18 584	237 593	0,55	3,5	12,8
Amazon	122 938	17 434	3 784	318 028	2,59	18,2	84,0	197 113	36 859	10 513	754 861	3,83	20,5	71,8
Target	62 826	9 802	6 570	39 578	0,63	4,0	6,0	63 781	9 542	3 479	34 660	0,54	3,6	10,0
The Kroger	104 269	6 066	5 222	28 424	0,27	4,7	5,4	102 550	6 631	2 212	16 081	0,16	2,4	7,3
Costco	104 935	11 149	3 320	60 103	0,57	5,4	18,1	119 829	11 090	3 792	90 914	0,76	8,2	24,0
Best Buy	35 622	4 257	1 711	13 100	0,37	3,1	7,7	36 292	2 798	2 608	16 443	0,45	5,9	10,2
Total sociétés ci-dessus	869 784	121 615	41 187	657 444	0,76	5,4	16,0	954 952	134 323	40 188	1 150 551	1,20	8,6	28,6
Total hors Amazon	746 846	104 181	37 403	339 416	0,45	3,3	9,1	757 839	97 464	29 675	395 691	0,52	4,1	13,3

En reprenant les chiffres d'affaires, fonds propres et résultats opérationnels du groupe Auchan, en leur appliquant les multiplicateurs ci-dessus (hors Amazon, qui fausse la perspective) et en affectant un tiers de valorisation pour chaque critère, la valorisation boursière du groupe Auchan serait de 25 631 M€ en 2016 et de 26 514 M€ en 2018. Et en prenant la société ayant les multiplicateurs les plus médiocres (The Kroger), la valorisation serait de 27 053 M€ en 2016 et de 12 996 M€ en 2018. La valeur du titre Auchan serait (moyenne des sociétés) de 836,52 € en 2016 et de 896,81 € en 2018, et (hypothèse Kroger) de 882,94 € en 2016 et de 439,58 € en 2018. En tout état de cause, même s'il faut prendre avec des pincettes les valorisations à partir des performances américaines (et nous avons omis la folie Amazon), il ne faut jamais oublier que la spéculation boursière tire vers le haut la valeur d'un titre par rapport à sa valeur en termes de fonds propres. Par suite, le collège d'experts sous-évalue manifestement le titre Groupe Auchan (le coefficient d'illiquidité « arrange » bien la famille).

Ce qui confirme le cas du groupe Carrefour : malgré un chiffre d'affaires en forte baisse (90,1 Mds € en 2010 et 75,3 Mds en 2018) et des résultats d'exploitation en baisse depuis 2014 (Résultat opérationnel de 3,2% du chiffre d'affaires entre 2014 et 2016, et de 2,5 en 2017 et 2018). Les fonds propres du groupe Carrefour sont de 11 286 M€ en 2018, pour une valorisation boursière actuelle de 13 303 M€, et de 12 008 M€ en fonds propres 2016 pour une valorisation de 15 736 M€ ! La valeur du titre Carrefour baisse, mais pour une situation bien plus dégradée que celle d'Auchan sur la période.

## 2. Casino : poursuite de la cession d'activités et du désendettement financier, des fonds propres affectés par le désengagement de sociétés, et renforcement direct dans le capital de Casino-Guichard-Perrachon.

Les données d'exploitation du groupe Casino sont indiquées dans le tableau ci-dessous.

Casino – Compte de résultat – données consolidées M€	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Variations 2018/17	
								En M€	En %
Ventes de biens et services	41 971	48 645	48 493	46 145	36 030	37 822	36 604	- 1 218	- 3,2
- Coût d'achat des marchandises	31 126	36 200	36 401	34 980	27 364	28 694	27 831	- 863	- 3,0
= Marge commerciale	10 845	12 445	12 092	11 165	8 666	9 128	8 773	- 355	- 3,9
- Autres charges externes	4 088	4 636	4 765	4 725	3 624	3 615	3 514	101	- 2,8
= Valeur ajoutée	6 757	7 809	7 327	6 440	5 042	5 513	5 259	- 254	- 4,6
- Coût salarial	4 272	4 852	4 767	4 702	3 924	4 035	3 959	- 76	- 1,9
A = Excédent Brut d'Exploitation	2 485	2 958	2 560	1 738	1 118	1 478	1 300	- 178	- 12,0
- Autres charges de gestion	13	35	7	71	60	13	14	- 1	+ 7,7
+ Autres produits de gestion	322	324	568	540	542	414	532	+ 118	+ 28,5
B = Produits de gestion nets de charges	309	289	561	469	482	401	518	+ 117	+ 29,2
Intérêts et charges assimilées	670	814	844	735	434	449	364	+ 85	- 18,9
+/- Autres charges financières	157	252	190	487	321	239	260	- 21	+ 8,8
+/- Variations de valeurs des actifs	123	79	53	30	49	70	177	- 107	x 2,5
C = Charges financières	951	1 145	1 087	1 252	804	758	801	- 43	+ 5,7
Intérêts financiers	152	179	204	166	110	81	37	- 44	- 54,3
+ Autres produits financiers	177	168	152	238	286	161	122	- 39	- 24,2
D = Produits financiers	329	347	356	404	396	242	159	- 83	- 34,3
E = D - C = Résultat financier	- 622	- 798	- 731	- 848	- 408	- 516	- 642	- 126	+ 24,4
A + B + E = Capacité d'autofinancement courante	2 172	2 449	2 390	1 359	1 192	1 363	1 176	- 187	- 13,7
- Autres charges exceptionnelles			- 136		- 154	- 90	- 146	- 56	+ 62,9
+ Autres produits exceptionnels	672	551		47					
+/- Impôts sur les sociétés	- 323	- 401	- 310	- 61	- 34	- 56	- 204	- 148	x 3,6
+/- Résultats des sociétés abandonnées	- 2	- 2	- 2	+ 4	+ 2 161	+ 47	- 21	- 68	n.s.
+/- Quote part du résultat des sociétés abandonnées	- 21	+ 21	+ 77	+ 66	+ 20	+ 13	+ 17	+ 4	+ 30,8
= Capacité d'Autofinancement	2 496	2 618	2 019	1 414	3 185	1 278	822	- 456	- 35,7
- Dotations aux amortissements	804	919	896	832	626	650	622	+ 28	- 4,3
+/- Variations des provisions	- 268	- 234	- 294	- 440	- 375	- 309	- 295	+ 14	- 4,5
+/- Values sur cessions	+ 110	+ 58	- 4	+ 16	+ 13	+ 1	+ 256	+ 255	n.s.
= Résultat net comptable	1 533	1 523	826	158	2 196	320	161	- 159	- 49,7
Dont part du groupe	1 063	851	253	- 43	2 679	120	- 54	- 174	n.s.
Dont part des minoritaires	470	672	573	201	- 482	200	215	+ 15	+ 7,6
Effectifs	295 840	312 373	316 121	325 820	227 842	214 779	214 458	- 321	- 0,1
Rémunérations brutes mensuelles (en euros)	1 203	1 294	1 257	1 203	1 435	1 566	1 538	- 27	- 1,7

Casino est contrôlé par Euris (le holding personnel de Naouri), via une cascade de holding allant d'Euris à Finatis, puis Foncière Euris, puis Rallye (qui contrôle également le groupe Go Sport) et enfin Casino-Guichard-Perrachon. Rallye détient directement 47,85% du capital de Casino, et indirectement avec ses filiales 51,75% du capital fin février 2019 ; Rallye s'est renforcé au capital de Casino en profitant de la baisse des cours. De même, Foncière Euris a renforcé sa participation dans Rallye, et Finatis dans Foncière Euris. Naouri se protège ainsi des attaques venant des fonds vautours, qui ont entraîné une forte baisse de la valeur du titres Casino ces dernières années, et l'obligeant à des cessions de titres pour réduire son endettement, alourdi par la reprise de 50% de Monoprix. Ainsi, après le plan de cession de 2015/16, Casino avait vu son chiffre d'affaires reculer fortement.

Depuis cette date, le chiffre d'affaires consolidé du groupe tourne autour de 36/37 Mds€ ; avec également des résultats stabilisés aux niveaux de la marge commerciale 24,0% du chiffre d'affaires en 2018 (24,1% en 2016 et 2017), de la valeur ajoutée à 14,4% du chiffre d'affaires en 2018 (14% en 2016 et 14,6% en 2017), du coût salarial (10,8% du chiffre d'affaires en 2018, 10,9% en 2016 et 10,7% en 2017), et globalement des autres produits et charges d'exploitation. Le solde d'exploitation s'était amélioré entre 2016 (4,4% du chiffre d'affaires) et 2017 et 2018 (5% du chiffre d'affaires).

En revanche, la charge financière pèse toujours sur le groupe, avec respectivement 1,1% de charge financière nette en 2016, 1,4% en 2017 et 1,8% en 2018.

Le détail du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel courant est le suivant :

Données consolidées en M€	2010	2011	2012	2013		2014	2015	2016	2017	2018
				Publié	Retraité					
<b>Chiffre d'affaires</b>										
France Retail	17 956	18 748	18 447	19 492	18 308	18 848	18 890	18 939	18 903	19 061
Latam - Amérique Latine	8 245	11 826	19 251	24 731	15 422	15 422	14 714	15 247	16 923	15 577
Latam Electronics					7 576	7 245	5 187			
Asie	2 009	2 895	3 407	3 561	3 561	3 513	3 973			
E-commerce					2 884	3 465	4 835	2 994	3 391	3 646
<b>ROC</b>										
France Retail	769	750	685	618	544	396	337	508	556	579
Latam - Amérique Latine	372	565	1 060	1 469	872	895	703	538	713	644
Latam Electronics					546	677	271			
Asie	121	212	241	264	264	255	277			
E-commerce					31	7	- 104*	- 11	0	19

\* = Ebitda

L'activité du groupe est sauvée par la résistance de l'activité en France (aux alentours de 19 Mds € entre 2014 et 2018), et par la progression du retail en Amérique latine. Par contre, la partie électronique de l'activité latino-américaine a été abandonnées, avec des résultats qui n'étaient plus probants depuis 2015. Enfin, le e-commerce recule, affecté également par la déconsolidation de la partie brésilienne « électronique », qui sera cédée en même temps que Via Varejo (cette dernière est vendue définitivement en janvier 2019). Le groupe Casino redevient un groupe dont la majeure partie de l'activité s'exerce en France ; donc dépend de la conjoncture française.

Monoprix a par ailleurs acquis Sarenza (vente de chaussures sur internet) et entamé un partenariat avec Amazon (sur les produits alimentaires, via Amazon Prime Now) ; par contre, Monoprix a cédé les murs de 69 magasins, pour un total de 742 M€ (166 M€ de plus-value nette).

Dans le cadre du programme de désendettement, Casino a cédé un bloc de 15% des actions Mercialys (la foncière du groupe) pour 213 M€ au Crédit Agricole. Casino ne possède plus que 25,25% du capital de Mercialys, auquel il faut ajouter 1% détenu par d'autres sociétés du groupe Euris. A la valeur boursière actuelle, cette participation vaut environ 310 M€. Comme Carrefour, le groupe Casino vend du foncier

En 2016, la performance finale de Casino est plus élevée que celle d'Auchan ou de Carrefour, du fait des cessions ; c'est encore le cas en 2018, mais à des niveaux très faibles pour les 3 compétiteurs. Les performances intermédiaires sont plus contrastées. La marge commerciale, en recul depuis 2012/2013, diminue encore légèrement en 2016 et 2017, à 24,1% du chiffre d'affaires, puis en 2018 à 24%. Il en va de même de la valeur ajoutée et de l'excédent brut d'exploitation, au top en 2012/2013, à respectivement 16,1 et 6,1% du chiffre d'affaires ; en nette baisse depuis, notamment en 2018, avec respectivement 14,4% et 3,6% du chiffre d'affaires. Pour rappel, la valeur ajoutée du groupe Auchan évolue entre 16,1 et 16,9% du chiffre d'affaires pour la période 2011-2018, et l'excédent brut d'exploitation entre 5,3 et 4% du chiffre d'affaires. Et globalement, les résultats de Carrefour sont moins bien orientés (voir ci-après).

Soldes intermédiaires en % du chiffre d'affaires	2010	2011	2012	2013	2004	2015	2016	2017	2018
Marge commerciale :									
Groupe Auchan	24,4	24,0	24,0	22,9	22,7	23,2	23,8	23,8	23,7
Groupe Carrefour	19,8	19,3	19,2	19,5	20,0	20,4	20,1	19,8	19,1
Groupe Casino	25,2	26,1	25,8	25,6	24,9	24,2	24,1	24,1	24,0
Valeur ajoutée :									
Groupe Auchan	17,3	16,9	16,8	16,4	15,6	16,1	16,7	16,6	16,5
Groupe Carrefour	13,1	12,4	12,4	12,8	13,3	13,4	13,1	12,8	12,6
Groupe Casino	15,6	16,1	16,1	16,1	15,1	14,0	14,0	14,6	14,4
Excédent Brut d'Exploitation :									
Groupe Auchan	5,7	5,3	5,2	5,3	4,7	4,8	5,3	4,7	4,0
Groupe Carrefour (résultat opérationnel)	5,5	4,8	4,8	4,9	5,1	5,1	5,0	4,6	4,5
Groupe Casino	5,2	5,4	5,9	6,1	5,3	3,8	3,1	3,9	3,6
Capacité d'Autofinancement courante :									
Groupe Auchan	5,8	5,3	5,3	5,3	4,8	5,0	5,1	4,6	3,8
Groupe Carrefour	4,7	3,9	3,7	4,0	4,3	4,4	4,4	4,0	4,2
Groupe Casino	4,9	5,2	5,2	5,0	4,9	2,9	3,3	3,6	3,2
Capacité d'Autofinancement :									
Groupe Auchan	4,7	4,6	4,4	4,5	4,2	4,3	4,7	3,8	1,2
Groupe Carrefour	2,7	- 0,6	2,3	3,4	3,6	3,4	3,2	1,5	1,9
Groupe Casino	4,0	4,2	5,9	5,4	4,2	3,1	8,8	3,4	2,2

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 à 1,8% du chiffre d'affaires en 2018 (contre 0,6% chez Carrefour et 0,2% pour le groupe Auchan). Casino avait amélioré sa situation de charges financières nettes jusqu'en 2016, en se désendettant ; la charge financière nette remonte depuis, ce qui pénalise le niveau de capacité d'autofinancement.

Casino a donc été confronté à nouveau ces deux dernières années à une exigence de désendettement, qui doit s'achever en 2019.

Résultat financier net en % du chiffre d'affaires	2010	2011	2012	2013	2004	2015	2016	2017	2018
Groupe Auchan	- 0,3	- 0,4	- 0,3	- 0,3	- 0,2	- 0,2	- 0,2	- 0,1	- 0,2
Groupe Carrefour	- 0,7	- 0,9	- 1,2	- 1,0	- 0,8	- 0,7	- 0,7	- 0,7	- 0,6
Groupe Casino	- 1,6	- 1,2	- 1,5	- 1,6	- 1,5	- 1,8	- 1,1	- 1,4	- 1,8

Pour Casino, le niveau de CAF courante (qui ne tient pas comptes des éléments exceptionnels, et notamment des plus-values sur cessions) est en 2016 à 3,3%, contre 5,1% pour groupe Auchan et 4,4% pour le groupe Carrefour). Cette capacité d'autofinancement courante est en baisse par rapport à 2014 (4,9%) et en légère amélioration (2,9%) par rapport à 2015. En 2018, cette capacité est la plus faible des trois groupes, à 3,2%, malgré les problèmes rencontrés par Auchan et Carrefour.

Enfin, il est clair que le bénéfice 2016 tient à la vente des bijoux de famille ; avec la situation inverse en 2018 : en l'absence de plus-values de cession, Casino aurait également supporté une perte comptable nette, comme Auchan et Carrefour.

Il faut également souligner que le résultat net est une perte nette pour leur part « groupe ». En d'autres termes, les partenaires minoritaires dégagent souvent – notamment à l'étranger – de meilleurs résultats que les sociétés de leur groupe d'appartenance. Il en va ainsi de la Chine pour Auchan et du groupe Pao de Açucar (qui a réalisé 274 M€ de bénéfice net en 2018) pour Casino.

Au niveau du bilan, **la question de l'endettement a été posée par l'attaque de fonds spéculatifs américains**. Il faut dire que le niveau d'endettement net avait fortement augmenté en 2015, à 56,4% des fonds propres, contre 39% fin 2014. Cet endettement était lié à la politique de croissance externe, qui a été payée « cher », comme le montre le niveau des « goodwill » dans les actifs immobilisés. Et les mauvais résultats de 2015 n'ont rien arrangé. De fait, Naouri a décidé de se désendetter, en cédant les filiales asiatiques (Vietnam et Thaïlande). L'opération (il fallait rassurer les marchés financiers pour faire remonter la valeur du titre Casino) a été partiellement réussie dans un premier temps, les attaques spéculatives se sont ensuite poursuivies en 2017/18. Les données du bilan sont données page suivante.

Le niveau important d'endettement du groupe Casino est évident : quelle que soit l'année, le taux d'endettement pratiquement toujours le plus élevé des trois groupes. Carrefour s'est davantage désendetté à partir de 2015, et a renforcé ses fonds propres en distribuant des dividendes sous formes d'actions (ce qui évite des sorties de trésorerie). Nous avons vu que pour Auchan la situation de 2018 (avec un taux élevé d'endettement net) devrait rapidement s'améliorer, avec l'absence de dividende en 2018, et la vente de 50,1% Oney. Le désendettement devient plus difficile pour Casino et Carrefour, qui ont de moins en moins de marges de manœuvre au plan des actifs à vendre (y compris dans le domaine immobilier).

Endettement financier net en % des fonds propres	2012	2013	2004	2015	2016	2017	2018
Groupe Auchan (retraité des financements clients)	32,3	30,7	19,0	13,9	14,7	15,1	29,7
Groupe Carrefour (retraité des financements clients)	48,1	44,0	46,8	38,8	31,9	25,2	29,1
Groupe Casino	44,1	43,7	46,5	65,3	33,6	42,3	45,9

Pour Casino, le renforcement des fonds propres (de 12 420 M€ à 14 440 M€ entre 2015 et 2016) tient surtout au résultat exceptionnel. Il bénéficie aux fonds propres du groupe (qui passent de 5 884 M€ à 8 450 M€), les fonds propres hors groupes diminuant (de 6 536 M€ à 5 990 M€). En 2016, ce profit net permet effectivement le désendettement du groupe : forte baisse des dettes financières à long terme (de 9 644 M€ à 7 774 M€) et amélioration de la trésorerie positive (de 1 539 M€ à 2 916 M€). De fait, l'endettement net du groupe n'est plus en 2016 que de 4 858 M€ (33,6% des fonds propres), contre 8 105 M€ en 2015

(65,3% des fonds propres) ; cette amélioration est importante. Mais l'endettement financier net est encore supérieur (33,6% des fonds propres) à celui du groupe Auchan (14,7%), même s'il s'approche de celui du groupe Carrefour (31,9%). Bien évidemment, le niveau de BFR est en recul, ce qui correspond à la diminution de voilure du groupe suite au désengagement de l'Asie et de l'Amérique latine (composante électroménager).

En 2017 et 2018, la baisse des fonds propres entraîne mécaniquement une hausse du taux d'endettement ; mais cette hausse tient également à une augmentation de l'endettement, malgré la baisse de l'endettement à long et moyen terme.

Comme pour Auchan, les ventes d'actifs prévues en 2019 devraient améliorer le ratio d'endettement (voir les 2 433 M€ d'actifs nets destinés à la vente). Il en va de même pour les partenariats noués, qui vont permettre d'investir tout en limitant le financement propre à Casino : voir la filiale GreenYellow (dédiée à l'énergie solaire et à l'efficacité énergétique) avec l'entrée à son capital des groupes Tikehau Capital (fonds d'investissements) et Bpifrance (Banque Publique d'investissement). Les partenariats à l'achat (comme dans le retail avec Auchan, Metro et Dia ; ou dans l'e-commerce entre Monoprix et Amazon) visent également à diminuer le besoin en fonds de roulement.

Groupe Casino – données consolidées en M€	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fonds propres	9 064	9 383	15 201	15 426	15 608	12 420	14 440	13 056	12 019
+ Provisions	585	533	1 037	1 177	1 180	1 041	1 102	1 045	1 014
+ Dettes financières à plus d'un an	5 549	6 423	9 394	8 516	9 223	9 644	7 774	7 257	6 880
A = Capitaux permanents	15 198	16 339	25 633	25 119	26 011	23 105	23 316	21 358	19 913
Immobilisations d'exploitation	8 656	9 487	13 430	14 127	14 599	13 163	11 642	10 630	9 281
+ Goodwill	6 654	7 955	10 380	10 791	11 009	10 351	9 595	9 031	8 690
+ Immobilisations financières	809	951	2 343	2 361	3 141	2 487	1 705	1 807	1 775
B = Actif immobilisé	16 119	18 393	26 153	27 279	28 749	26 001	22 942	21 468	19 746
A - B = Fonds de roulement	- 921	- 2 054	- 520	- 2 160	- 2 738	- 2 896	+ 374	- 109	+ 167
Stocks	2 893	3 381	4 727	4 693	5 311	4 884	3 990	3 872	3 844
+ Clients	1 744	1 869	1 734	1 510	1 513	1 287	880	946	905
- Dettes fournisseurs	- 4 822	- 5 400	- 6 655	- 7 016	- 8 324	- 8 073	- 6 939	- 6 649	- 6 688
+/- Autres créances et dettes d'exploitation	- 1 112	- 1 714	- 3 385	- 3 220	- 3 239	- 2 887	- 2 191	- 1 918	- 1 692
+/- Actifs nets de passif destinés à la vente	+ 1	+ 20	+ 366	+ 96	+ 36	+ 354	+ 1 716	+ 1 913	+ 2 433
C = Besoin en Fonds de Roulement	- 1 296	- 1 844	- 3 212	- 3 937	- 4 703	- 4 435	- 2 542	- 1 837	- 1 198
Liquidités	2 925	3 976	6 442	5 433	7 359	4 588	5 750	3 391	3 730
- Dettes financières à moins d'un an	- 2 550	- 4 186	- 3 750	- 3 656	- 5 394	- 3 049	- 2 834	- 1 663	- 2 365
D = Trésorerie	375	- 210	2 692	1 777	1 965	1 539	2 916	1 728	1 365
C + D = Fonds de roulement	- 921	- 2 054	- 520	- 2 160	- 2 738	- 2 896	+ 374	- 109	+ 167

**3. Le groupe Carrefour poursuit la simplification de ses structures ; mais se redresse difficilement. Les exercices 2017 et 2018 supportent encore des pertes liées notamment à des éléments « exceptionnels » ; en fait aux erreurs de gestion des directions successives, en partie contraintes par des actionnaires plus financiers que distributeurs.**

L'organigramme de Carrefour a encore été modifié en 2018.

**Au niveau des filiales foncières**, le groupe contrôle à 32,2% la société « Cargo Property », dédiée à la logistique ; cette société immobilière est consolidée dans les comptes du groupe (voir la filiale détenue à 100% Cargo Property Gérant). Cardety avait fusionné avec Carmila en 2017 ; puis la nouvelle entité Carmila a procédé à une augmentation de capital et est actuellement détenue par Carrefour via CRPF 13 à 35,76%.

**Au niveau du e-commerce**, Carrefour détient 100% de la société « Rue du commerce », mais aussi Greenweez (détenue à 98%), leader des produits biologiques sur internet. Greenweez a acquis en septembre 2018 Planeta Huerto, leader européen de la distribution en ligne de produits bio. Le groupe a également acquis So.bio, une chaîne de 10 magasins spécialisés dans la distribution de produits biologiques. En mars 2018, le groupe a acquis 79% de Quitoque, leader des paniers-repas livrés à domicile ; ce qui accroît l'offre du groupe en e-commerce alimentaire. Enfin, le groupe a pris une participation de 20,5% du capital de Showroomprivé (les fondateurs détiennent dorénavant 33,1% du capital).

Enfin, **la négociation avec Eroski** portant sur 31 magasins en Espagne a été finalisée en 2017.

Le Chiffre d'affaires baisse globalement de 4% en 2018 ; la France reste le principal marché, suivie par l'Europe (avec l'Espagne, la Pologne et la Roumanie qui progressent), l'Amérique latine (en recul suite à des cessions d'actifs) et la Chine.

Fin 2018, le groupe compte 12 111 magasins (contre 12 300 magasins en 2017), y compris les magasins franchisés et partenaires.

**En France**, la forte baisse du nombre de magasins : 5 718 en 2017 (dont 247 hypers, 1 060 supers, 4 267 proximités et 144 cash & carry) pour 5 365 en 2018 (dont 247 hypers, 1 056 supers, 3 918 proximités et 144 cash & carry) concerne surtout les magasins de proximité ; ce qui paraît paradoxal compte tenu de l'objectif d'être au plus près des clients. Sur ce plan, la cour administrative d'appel de Nantes a confirmé le plan social chez Carrefour Proximité (fermeture de 272 magasins gérés en direct et passage en location gérance de 79 autres ; avec la suppression de 2 256 emplois, y compris une partie du siège de Mondeville). S'agissant du chiffre d'affaires, la France reste la zone géographique la plus contributive, qui gagne en poids relatif depuis 2010 (41,5% du chiffre d'affaires consolidé de 2010, pour +/- 47% du chiffre d'affaires consolidé entre 2013 et 2018).

Cependant :

- le chiffre d'affaires réalisé en France n'a pas progressé depuis 2008 ; il a même perdu entre 2008 et 2018 près de 2,3 Mds€ (l'intégration de Dia France depuis 2015 a fait long feu, avec les restructurations menées depuis : voir ci-dessus le PSE pour les magasins ex-Dia n'ayant pas trouvé repreneur).

- la progression relative de la France en 2018 tient au désengagement du groupe sur de nombreux pays, à l'international. Ce désengagement est plus ou moins total, dans le cadre du plan « Carrefour 2022 », qui prévoit notamment la fermeture du siège de Boulogne, un plan de départs volontaires des effectifs « siège » du groupe ...

Par ailleurs, Carrefour vient d'annoncer en 2019 sa volonté de supprimer 1 229 postes dans les hypers en France, qu'il cherche à faire valider par « un accord de rupture conventionnelle collective » ; de l'anarque Macron avec sa réforme du code du travail, qui présente la corde au salarié pour se faire pendre plus rapidement.

**Les autres pays européens ont perdu beaucoup de terrain.** De 35,7% du chiffre d'affaires consolidé en 2008, la zone européenne ne compte plus que pour 25,6 à 27,7% du chiffre d'affaires consolidé entre 2013 et 2018. En valeur : le chiffre d'affaires de la zone représente 21,1 Mds€ en 2018 (atone depuis 2012,

mais en recul de 12 Mds€ depuis 2008). C'est dire l'ampleur du désengagement et/ou des difficultés sur les marchés de cette zone ; après la chute de 2011, l'activité ne s'est pas redressée pour la majeure partie des pays européens :

- récent redressement de l'activité en Espagne (avec l'entrée de nouveaux magasins : 993 en 2017 et 1 088 en 2018) ; l'Italie résiste moins bien en 2018 (la hausse du nombre de magasins de 1068 en 2017 à 1 083 en 2018 n'empêche pas la diminution du chiffre d'affaires : la perte de 3 hypers n'est pas compensée par les nouveaux supers et proximités ;
- retrait de la Grèce et du Portugal ;
- restructuration des activités en Belgique ; la Belgique fait également partie du plan « Carrefour 2022 » avec des mesures qui vont affecter 1 000 emplois ;
- marché polonais est également en recul sur le moyen terme (2 Mds€ en 2010 ; entre 1,7 et 1,8 Mds€ entre 2013 et 2018) ;
- meilleure résistance de la Roumanie, qui bénéficie en 2016 de l'apport de Billa : le chiffre d'affaires est passé de 1,5 Mds à 1,9 Mds € entre 2016 et 2018.

**L'Amérique a d'abord renforcé son poids relatif**, essentiellement au niveau du Brésil. Mais en 2018, le niveau de chiffre d'affaires de la zone diminue de 2,2 Mds d'euros : plan de départ de 1 000 personnes en Argentine, et baisse de 1,3 Mds € du chiffre d'affaires au Brésil (notamment avec l'impact monétaire particulièrement négatif : près de – 20%).

**Les performances asiatiques sont toujours faibles** ; Carrefour est très loin derrière Auchan en Chine, avec seulement 5 501 M€ de chiffre d'affaires (cumul Chine et Taïwan), contre 12 917 M€ pour Auchan en 2018 (voir ci-dessus).

Répartition géographique	Chiffres d'affaires consolidés en M€							En % du chiffre d'affaires total						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1. France	35 341	35 438	35 336	36 272	35 877	35 835	35 615	46,0	47,3	47,3	47,1	46,8	45,4	46,9
Espagne	7 975	7 798	7 787	7 923	8 049	8 634	8 750	10,4	10,4	10,4	10,3	10,5	10,9	11,5
Italie	5 103	4 771	4 688	4 940	4 892	4 919	4 702	6,6	6,4	6,3	6,4	6,4	6,2	6,2
Belgique	3 913	3 968	3 968	3 967	3 994	3 993	3 907	5,1	5,3	5,3	5,2	5,2	5,1	5,1
Grèce														
Pologne	1 809	1 677	1 679	1 678	1 649	1 785	1 828	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,4
Turquie	1 087							1,4						
Roumanie	986	1 006	1 069	1 215	1 501	1 781	1 890	1,3	1,3	1,4	1,6	2,0	2,3	2,5
Portugal														
Autres				1										
2. Autres Europe	20 873	19 220	19 191	19 724	20 085	21 112	21 077	27,2	25,7	25,7	25,6	26,2	26,8	27,7
Brésil	11 273	10 855	11 148	10 681	11 772	13 248	11 919	14,7	14,5	14,9	13,9	15,4	16,8	15,7
Argentine	2 901	2 930	2 743	3 609	2 735	2 795	1 889	3,8	3,9	3,7	4,7	3,6	3,5	2,5
Colombie														
3. Amérique	14 174	13 785	13 891	14 290	14 507	16 043	13 808	18,5	18,4	18,6	18,6	18,9	20,3	18,2
Taiwan	1 535	1 453	1 400	1 639	1 729	1 857	1 855	2,0	1,9	1,9	2,1	2,3	2,4	2,4
Chine	4 838	4 990	4 888	5 020	4 446	4 050	3 646	6,3	6,7	6,5	6,5	5,8	5,1	4,8
Malaisie														
Indonésie														
Inde	28													
Singapour														
4. Asie	6 401	6 443	6 288	6 659	6 175	5 907	5 501	8,3	8,6	8,4	8,7	8,1	7,5	7,2
Total CA hors taxes	76 789	74 886	74 706	76 945	76 644	78 897	76 001	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Base 2008 = 100	88,3	86,1	85,9	88,5	88,1	90,7	87,4							

La dégradation de l'activité en 2018 s'accompagne d'une diminution des principaux résultats intermédiaires (de la marge commerciale à l'excédent brut d'exploitation). La réduction de la charge financière permet de préserver le niveau de capacité d'autofinancement courante à 3 Mds d'euros, en 2018 comme en 2017. Mais les pertes exceptionnelles et les résultats négatifs des sociétés abandonnées se traduisent par une perte nette du groupe, du même ordre en 2017 (- 362 M€) qu'en 2018 (-344 M€).

Alors qu'il s'était amélioré jusqu'en 2016 (5% du chiffre d'affaires), l'Ebitda (le résultat opérationnel) rapporté au chiffre d'affaires se dégrade en 2017 et 2018 (voir ci-après).

En 2018, les soldes intermédiaires sont moins bien orientés dès le niveau de marge commerciale :

- alors qu'elle représentait encore 20,4% du chiffre d'affaires en 2015, la marge commerciale diminue depuis, à 20,1% en 2016, 19,8% en 2017 et 19,1 en 2018. Et il ne s'agit pas d'un choix entre le « faire » et le « faire faire » : certes, les services extérieurs diminuent entre 2016 et 2017 (7% du chiffre d'affaires) et 2018 (6,6%), mais pour autant la valeur ajoutée est encore à la baisse en 2018. De 13,4% en 2015, le taux de valeur ajoutée passe à 13,1% en 2016, 12,8% en 2017 et 12,6% en 2018. La valeur ajoutée a perdu près de 600 M€ entre 2017 et 2018.

- comme le coût salarial a diminué moins rapidement que la baisse de la valeur ajoutée, l'excédent brut d'exploitation perd 14,7% de sa valeur entre 2017 et 2018. Quid de ce coût salarial ? La baisse combine une diminution des effectifs du groupe (ils passent de 376 154 en effectif moyen pour 2017 à 360 930 en 2018) et une baisse du coût salarial mensuel (il passe de 1 905 € en 2017 à 1 879 € en 2018). En 2017, les données pour les magasins en France sont les suivantes :

France	2015			2017		
	Hypers	Supers	Total	Hypers	Supers	Total
Nombre de cadres	5 050	2 069	7 119	5 281	1 997	7 278
Nombre d'agents de maîtrise	209	1 567	1 776	257	1 527	1 784
Nombre d'employés	55 145	26 137	81 282	55 273	24 465	79 738
Total	60 404	29 773	90 177	60 811	27 989	88 800
Salaire brut moyen en € / mois	2 088	1 677	1 952	2 002	1 746	1 921

Comme pour Auchan, la structure des effectifs favorise les cadres et les agents de maîtrise, au détriment des employés. Surtout, la question du coût de l'emploi est loin d'être probante : le coût moyen par emploi en France pour le total hypers et supers diminue de 1 952 € par mois à 1 921 €. Le retour au client s'impose de la même manière pour les deux groupes. Ce n'est donc pas en multipliant les licenciements que le groupe peut espérer redresser sa situation, mais en agissant sur le chiffre d'affaires par emploi « efficace », au contact et au service du client.

De plus, entre 2014 et 2017 (les comptes 2018 ne sont pas encore disponibles), les hypers ont bénéficié de 286,4 M€ de CICE ; en même temps, les effectifs moyens sont passés de 61 613 à 60 811 ; le CICE était censé favoriser l'embauche. Pour les supers, le CICE encaissé pour cette même période est de 120,1 M€, et l'effectif moyen passe de 29 773 en 2015 (les comptes 2014 omettent une partie des effectifs des supers avec la distinction CSF France et CSF SAS) à 27 989 en 2017. En soulignant par ailleurs que Carrefour a affecté le CICE au compte d'impôt, et non pas en déduction du coût salarial ; affecté au salaire brut, ce serait une diminution de 90 à 115 € par mois à affecter au coût salarial calculé ci-dessus.

- la suite du compte de résultat montre que le résultat opérationnel baisse moins fortement que l'EBE. La présentation Carrefour place en effet les revenus de l'immobilier et surtout des activités bancaires du groupe en dessous de l'EBE ; c'est pourquoi nous avons repris le résultat opérationnel pour Carrefour et non l'EBE dans notre tableau comparatif ci-dessus). Et le résultat opérationnel ne diminue que de 5,2% entre 2017 et 2018. Comme le coût financier est en baisse

en 2018, la capacité d'autofinancement courante évolue favorablement, à 4,2% du chiffre d'affaires 2018, contre 4% en 2017. En tout état de cause, la CAF courante reste au alentours de 3 à 3,4 Milliards d'euros depuis 2013.

- le niveau de CAF dépend alors du montant des éléments exceptionnels. Ces éléments sont défavorables en 2017 (pertes sur goodwill de 0,7 Mds €) et 2018 (coûts de la réorganisation du groupe, pour 0,73 Mds €) ; il en résulte une baisse significative de la Capacité d'Autofinancement. Et cette dernière ne permet pas de couvrir l'ensemble des dépréciations (amortissements et provisions nettes), auxquelles s'ajoute en 2018 le coût (301 M€) des activités abandonnées. Les deux exercices 2017 et 2018 s'achèvent donc par une perte nette, beaucoup plus importante pour la part du groupe que pour les intérêts minoritaires, qui préservent leur bénéfice net.

Groupe Carrefour – données consolidées en M€	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Variations 2018/17	
								M€	En %
Ventes de marchandises	76 789	74 888	74 706	76 945	76 645	78 897	76 000	- 2 897	- 3,8
- Coût de la fidélisation	662	588	609	552	591	644	740	- 96	+ 12,9
= Total des ventes de biens et services	76 127	74 299	74 097	76 393	76 054	78 253	75 261	- 2 992	- 4,0
- Coût d'achat des marchandises	61 523	59 828	59 270	60 838	60 789	62 760	60 850	- 1 910	- 3,1
= Marge commerciale	14 604	14 471	14 827	15 555	15 265	15 493	14 411	- 1 082	- 7,5
- Autres charges externes	5 168	4 954	4 987	5 928	5 330	5 447	4 964	+ 483	- 9,7
= Valeur ajoutée	9 436	9 517	9 840	10 257	9 935	10 046	9 447	- 599	- 6,3
- Coût salarial	7 566	7 679	7 762	8 209	8 240	8 599	8 139	- 460	- 5,7
- Impôts d'exploitation	515	545	532	598	578	595	565	- 30	- 5,3
= Excédent Brut d'Exploitation	1 355	1 293	1 546	1 450	1 117	852	743	- 109	- 14,7
+ Revenus immobiliers	502	482	449	481	473	484	464	- 20	- 4,3
+/- Autres gestion	+ 1 831	+ 1 893	+ 1 771	+ 1 963	+ 2 247	2 238	2 192	- 46	- 2,1
= Résultat opérationnel	3 688	3 668	3 766	3 914	3 837	3 574	3 399	- 175	- 5,2
- Charges financières	935	770	599	547	542	470	275	+ 195	- 70,9
+ Produits financiers	53	49	35	32	27	25	13	- 12	- 92,3
= Capacité d'autofinancement courante	2 806	2 947	3 202	3 399	3 322	3 129	3 137	+ 8	+ 0,2
+/- Résultats des sociétés en équivalence	+ 72	+ 30	+ 37	+ 44	- 36	+ 4	+ 14	+ 10	+ 71,4
+/- Résultats exceptionnels	- 707	+ 144	+ 149	- 257	- 372	- 1 310	- 1 161	+ 149	- 12,8
- Impôts sur les sociétés	388	631	709	597	494	- 618	- 539	+ 79	- 14,7
= Capacité d'autofinancement	1 783	2 490	2 680	2 589	2 420	1 205	1 451	+ 246	+ 16,9
- Amortissements des immobilisations corporelles	1 269	1 199	1 203	1 282	1 313	1 359	1 252	+ 107	- 8,5
- Autres amortissements	205	180	147	155	143	175	211	- 36	+ 17,1
+/- Toutes provisions	- 74	- 53	- 31	- 33	- 30	- 33	- 31	+ 2	- 6,5
+/- Résultats nets des sociétés abandonnées	+ 1 081	+ 306	+ 67	+ 4	- 40	0	- 301	- 301	n.s.
= Résultat net comptable	1 316	1 364	1 367	1 123	894	- 362	- 344	+ 18	- 5,1
Dont Groupe	1 233	1 263	1 249	980	746	- 531	- 561	- 30	+ 5,3
Dont Minoritaires	83	101	118	143	148	169	216	+ 47	+ 21,9
Effectifs moyens du groupe	358 396	364 795	368 797	375 529	372 330	376 154	360 930	- 15 224	- 4,0

Compte tenu de ce qui a été indiqué sur le passage de l'E.B.E. au résultat opérationnel, il est intéressant de voir comment ce résultat opérationnel évolue, notamment dans les diverses zones géographiques.

## Zoom sur le résultat opérationnel et le chiffre d'affaires par zone géographique

- **La France subit un recul de son chiffre d'affaires consolidé, mais aussi la diminution du taux de résultat opérationnel** (relativement à ce chiffre d'affaires).

Le résultat opérationnel diminue fortement (466 M€ en 2018 contre 692 M€ en 2017 et 1 031 M€ en 2016), à 1,3% du chiffre d'affaires (contre 1,9% en 2017 et 2,9% en 2016) ; ce sont les plus mauvaises performances de la France depuis 2014.

- **L'Asie se redresse légèrement**, avec un résultat opérationnel qui passe du rouge en 2016 (- 0,9% du chiffre d'affaires) à de faibles excédents (0,1% en 2017 et 0,8% en 2018, mais qui s'appliquent sur des niveaux de chiffre d'affaires en baisse. Nous sommes cependant encore très loin des niveaux de rentabilité du groupe Auchan en Chine.

- **L'Europe est un peu moins performantes en 2017 et 2018, parallèlement à la bonne tenue de l'Amérique.**

Dans ce dernier cas, la bonne tenue du chiffre d'affaires était associée au maintien des taux de RO/CA entre 2014 et 2016 ; ce qui a permis d'accroître la contribution au Résultat opérationnel de l'Amérique pour le groupe. En 2018, la forte hausse du taux de RO/CA permet de compenser la baisse d'activité : le résultat opérationnel 2018 est le meilleur de toute la période 2012-2018. En Europe, l'augmentation du chiffre d'affaires s'accompagne d'une hausse du taux de RO/CA en 2016 (avec un taux de 3,5%), taux qui reste honorable à 3,2% en 2017 et 2018, mais sur un chiffre d'affaires en nette augmentation. Jusqu'en 2015 ce taux était toujours inférieur à la performance française ; c'est l'inverse qui prévaut depuis 2016.

*Il n'est toujours pas possible de se prononcer sur les autres activités en termes de rentabilité. Nous ne disposons pas d'informations sur le niveau du e-commerce, et des magasins de proximité.*

Groupe Carrefour – Chiffre d'affaires et Résultat opérationnel	2012	2013	2014	2015	2016	; c	2018
France	35 341	35 438	35 336	36 272	35 877	35 835	35 615
Europe (hors France)	20 873	19 220	19 191	19 724	20 085	21 112	21 076
Amérique	14 174	13 786	13 891	14 290	14 507	16 042	13 809
Asie	6 400	6 443	6 288	6 659	6 176	5 907	5 501
Hard discount, proximité, holdings							
Total du chiffre d'affaires M€	76 789	74 888	74 706	76 945	76 645	78 896	76 000
France	929	1 198	1 271	1 191	1 031	692	466
Europe (hors France)	509	388	425	567	712	677	664
Amérique	608	627	685	705	711	715	767
Asie	168	131	97	13	- 58	4	45
Hard discount, proximité, holdings	- 74	- 106	- 92	- 31	- 45	- 83	- 38
Total Résultat opérationnel avant éléments non courants M€	2 140	2 238	2 386	2 445	2 351	2 005	1 905
France	2,6	3,4	3,6	3,3	2,9	1,9	1,3
Europe (hors France)	2,4	2,0	2,2	2,9	3,5	3,2	3,2
Amérique	4,3	4,5	4,9	4,9	4,9	4,5	5,6
Asie	2,6	2,0	1,5	0,2	- 0,9	0,1	0,8
Hard discount, proximité, holdings							
% Résultat opérationnel / Chiffre d'affaires	2,8	3,0	3,2	3,2	3,2	2,5	2,5

## Une structure financière pénalisée par les résultats médiocres de 2017 et 2018.

**La consolidation de la structure financière marque le pas en 2018, suite aux résultats négatifs. Les fonds propres ne progressent plus, sous l'impact de la part du groupe, réduite de 1,26 Mds € depuis 2016.**

2018 voit un niveau d'**endettement financier à long terme en légère diminution (6 382 M€ en 2018 pour 6 634 M€ en 2017)**, baisse en partie compensée par une trésorerie nette à court terme (financement clients compris) moins favorable (3,1 Mds € de trésorerie nette positive en 2018, contre 3,57 Mds € en 2017) ; ce qui se traduit par une légère hausse de l'endettement global. Comme les fonds propres sont en baisse, le taux d'endettement augmente (de 25,2% des fonds propres en 2017 à 29,1% en 2018).

Cette évolution a été réalisée dans un contexte de faiblesse des investissements d'exploitation, à 1,6 Mds € en 2018, contre 2,37 Mds en 2017 (notamment en France), et d'acquisitions externes réduites : les acquisitions de filiales et participations avaient coûté au groupe 260 M€ en 2017 et sont réduites à 190 M€ en 2018. Cette faiblesse des investissements peut poser des problèmes à terme.

Par ailleurs, **les opérations sur emprunts obligataires (émissions et remboursements) sont excédentaires de plus d'un milliard d'€ en 2018**, ce qui améliore les ressources financières nettes du groupe.

**De plus, le groupe continue à ne verser que des dividendes limités en numéraire** (152 M€ en 2018, contre 151 M€ en 2017). De fait, le groupe continue de proposer une politique de dividende qui consiste en un versement partiel aux actionnaires sous forme de paiement en actions nouvelles depuis 2011 ; et le montant des dividendes devient plus « raisonnable ».

Enfin, 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 s'ajustent en 2018 à l'évolution du niveau de chiffre d'affaires (en légère diminution).

Les données sur les bilans figurent dans les tableaux ci-dessous.

Groupe Carrefour – données consolidées en M€	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fonds propres	8 361	8 597	10 228	10 672	12 008	12 158	11 286
+ Provisions	4 580	4 139	4 104	3 522	3 607	3 492	4 062
+ Dettes financières à plus d'un an	8 983	7 550	6 815	6 682	6 200	6 428	6 936
A = Capitaux permanents	21 924	20 286	21 147	20 856	21 815	22 078	22 284
Immobilisations d'exploitation	23 792	22 847	24 669	24 314	25 996	25 303	24 956
+ Immobilisations financières	2 261	2 572	3 571	3 469	3 700	3 694	3 753
B = Actif immobilisé	26 052	25 419	28 240	27 783	29 696	28 996	28 709
A - B = Fonds de roulement	- 4 128	- 5 133	- 7 093	- 6 927	- 7 881	- 6 918	- 6 425
Stocks	5 658	5 738	6 213	6 362	7 039	6 690	6 135
+ Clients	431	524	374	678	1 255	1 138	745
- Dettes fournisseurs	12 925	12 854	13 384	13 648	15 396	15 082	14 161
+/- Autres créances et dettes diverses	- 1 602	- 1 615	- 1 651	- 2 078	- 2 209	- 2 188	- 2 104
C = Besoin en Fonds de Roulement	- 8 439	- 8 207	- 8 449	- 8 686	- 9 311	- 9 442	- 9 385
Liquidités	6 574	4 757	3 113	2 725	3 305	3 593	4 300
+/- Dettes financières à moins d'un an	- 2 263	- 1 683	- 1 757	- 966	- 1 875	- 1 069	- 1 339
D = Trésorerie	4 311	3 074	1 356	1 759	1 430	2 524	2 960
C + D = Fonds de roulement	- 4 128	- 5 133	- 7 093	- 6 927	- 7 881	- 6 918	- 6 425

Groupe Carrefour – données consolidées en M€	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fonds propres groupe	7 487	7 844	9 191	9 633	10 426	10 059	9 169
Fonds propres minoritaires	874	754	1 037	1 039	1 582	2 099	2 117
Dettes financières à plus d'un an (1)	8 589	6 934	5 844	6 232	5 764	6 634	6 382
Dettes financières à moins d'un an (1)	- 4 564	- 3 150	- 1 058	- 2 089	- 1 937	- 3 573	- 3 101
A = Total endettement (1)	4 025	3 784	4 786	4 143	3 827	3 061	3 281
B = Total des fonds propres	8 361	8 597	10 228	10 672	12 008	12 158	11 286
Taux d'endettement financier : A/B (en %)	48,1	44,0	46,8	38,8	31,9	25,2	29,1

(1) Les dettes sont retraitées des financements clients

Pour terminer, signalons que Carrefour est toujours contrôlé conjointement par les familles Arnault, Diniz et Moulin.

Pour la famille Arnault, au 5 avril 2019, Groupe Arnault détient 3 134 046 titres, Cervinia Europe 39 550 000 titres et Bunt 25 412 854 titres ; soit 68 096 900 titres au total ou 8,63% du capital (10,81% des droits de vote).

La famille Moulin a acquis des titres en 2018 ; en l'absence de publication du document de référence, les dernières informations donnent 99 765 312 titres, auxquels il faut ajouter 650 000 titres acquis en décembre 2018 et 1 500 000 titres acquis en août 2018. Le paiement en actions des dividendes a donné lieu ensuite à une vente du même nombre de titres. La famille Moulin détient actuellement 12,91% du capital de Carrefour.

La famille Diniz détenait 60 078 731 titres, soit 7,76% du capital fin 2017.